



Банк России

**ОБЗОР**  
денежно-кредитной  
политики

# ОБЗОР ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Доклад для общественных  
консультаций

Май 2023

# ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме .....	2
Введение.....	6
Ретроспективный анализ денежно-кредитной политики.....	8
Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность .....	12
Коммуникация как инструмент денежно-кредитной политики.....	15
Формат цели по инфляции.....	19
Уровень цели по инфляции .....	19
Тип цели по инфляции .....	22
Показатель, используемый для таргетирования инфляции.....	24
Описание горизонта достижения цели .....	24
Операционная процедура денежно-кредитной политики.....	26
Новые вызовы денежно-кредитной политики.....	29
Структурная трансформация российской экономики.....	30
Эволюция финансовой архитектуры.....	30
Декарбонизация и глобальное потепление.....	31
Социально-демографические вызовы.....	32
Сохранение ответственной бюджетной политики.....	33
Приложение .....	36
Глоссарий .....	45
Список материалов .....	49
Список сокращений.....	51

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.  
Ответы на вопросы, поставленные в докладе, а также замечания и предложения к нему  
просим направлять до 30 июня 2023 года включительно на адрес [odkp@cbr.ru](mailto:odkp@cbr.ru).

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM  
107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

## РЕЗЮМЕ

1. Целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста.
2. С 2015 года Банк России при проведении денежно-кредитной политики применяет режим таргетирования инфляции. Переход к нему происходил поэтапно на протяжении нескольких лет. В 2015 году Банк России определил количественной целью денежно-кредитной политики снижение годовой инфляции до 4% к концу 2017 года (что было существенно ниже ее темпов за все предыдущие годы) и поддержание инфляции на этом уровне в дальнейшем.
3. Для оценки эффективности выбранного режима и степени соответствия действующих параметров денежно-кредитной политики меняющимся реалиям в 2021 году Банк России приступил к проведению комплексного анализа денежно-кредитной политики за период таргетирования инфляции – Обзора денежно-кредитной политики (далее – Обзор ДКП). Данный доклад суммирует результаты анализа, проведенного сотрудниками Банка России, и внутренних обсуждений, а также предлагает читателям высказать свое мнение по вопросам, которые представляются наиболее значимыми для стратегии денежно-кредитной политики. Полные тексты авторских исследовательских докладов размещены на сайте Банка России в разделе, посвященном Обзору ДКП.
4. Проведенный в рамках Обзора ДКП анализ показал, что Банку России удавалось обеспечивать ценовую стабильность в периоды, когда отсутствовали непредвиденные негативные факторы, и возвращать инфляцию к цели в случае ее отклонения под влиянием подобных факторов. Тем самым Банк России создавал необходимые условия для развития российской экономики. Годовая инфляция снизилась до 4% в 2017 году, за 2017–2021 годы она в среднем составила 4,2%. После скачка в начале 2022 года инфляция быстро начала снижаться. Ее возвращение к целевому уровню ожидается в 2024 году. Достаточно продолжительный период низкой и стабильной инфляции способствовал уменьшению премии за риск, связанной с макроэкономической неопределенностью. В результате доступность заемных средств для компаний и населения росла, что поддерживало рост кредитования. В целом за прошедший период отмечался рост устойчивости российской экономики к внешним шокам. Сочетание стратегии таргетирования инфляции (с плавающим курсом) и бюджетного правила во многом обусловило меньшие масштабы падения российской экономики в кризисные периоды (2020, 2022 годы) по сравнению с кризисными периодами в прошлом, до введения таргетирования инфляции и бюджетного правила. Согласно проведенным исследованиям, денежно-кредитную политику в 2015–2021 годах в целом можно охарактеризовать как близкую к оптимальной с точки зрения максимизации общественного благосостояния. В сочетании с бюджетным правилом она способствовала снижению волатильности выпуска и инфляции и, как следствие, увеличивала общественное благосостояние.
5. Опыт Банка России в 2014–2022 годах показывает, что выработанный подход к проведению денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности позволяет эффективно купировать возникающие финансовые риски и предотвращать их накопление, обеспечивая стабильную работу финансовой системы. В обычных условиях Банк России придерживается раздельного целеполагания денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности. Инструменты денежно-кредитной политики, включая ключевую ставку, используются для обеспечения ценовой стабильности,

а устойчивость финансового сектора обеспечивается с помощью микро- и макропруденциальных инструментов. Однако при существенном росте вероятности реализации системного риска Банк России может использовать инструменты денежно-кредитной политики, в том числе ключевую ставку, для стабилизации ситуации на финансовых рынках и поддержания устойчивости финансового сектора в целом. Опыт Банка России показывает достаточность инструментария денежно-кредитной политики для выполнения функции кредитора последней инстанции. Развитие мер пруденциального характера пока не завершено. Оно продолжается и происходит в том числе в ответ на изменение ситуации на финансовом рынке. Банк России продолжит учитывать их влияние при реализации денежно-кредитной политики.

6. За годы таргетирования инфляции существенно возросла прозрачность проводимой Банком России денежно-кредитной политики. Это стало результатом последовательного увеличения раскрываемой Банком России информации по вопросам денежно-кредитной политики. В свою очередь повышение прозрачности способствовало росту доверия к проводимой Банком России политике. Вместе с тем остается пространство для совершенствования коммуникации по денежно-кредитной политике. Согласно проведенным исследованиям, предсказуемость решений по ключевой ставке пока невысокая. Одной из причин этого является информационное преимущество<sup>1</sup> Банка России. Публикация большего количества информации центральным банком в части модельного и аналитического аппарата может способствовать повышению предсказуемости решений. В частности, могут быть рассмотрены расширение количества публикуемых показателей макроэкономического прогноза, публикация кода используемых моделей. Повышению прозрачности принимаемых решений по ключевой ставке может способствовать публикация более подробной информации с заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке, отражающей детали обсуждения решения, в том числе рассматриваемые альтернативные решения и аргументы в их пользу. Для дальнейшего повышения доверия к Банку России необходимо продолжить повышать финансовую грамотность, а также доступность материалов Банка России, в том числе используя «многослойную» коммуникацию<sup>2</sup>.
7. При переходе к таргетированию инфляции Банк России задал количественную цель по инфляции как вблизи 4% постоянно. Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, рассчитываемого на базе индекса потребительских цен (ИПЦ, Росстат). Проведенные в рамках Обзора ДКП исследования и анализ позволяют сделать следующие выводы относительно целесообразности сохранения или изменения основных параметров формата цели по инфляции Банка России.
  - С учетом модельных оценок для российской экономики на конец 2021 года, анализа факторов выбора уровня цели по инфляции (в том числе в мире) сформировался потенциал для снижения уровня цели по инфляции в будущем. Однако события 2022 года, возросшая неопределенность внешних условий и начавшийся процесс структурной перестройки экономики могут потребовать более значительных сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте, что вносит существенные коррективы в оценку возможности снижения цели на текущем этапе. Поэтому оправдан дополнительный анализ и всестороннее обсуждение возможных сроков снижения уровня цели по инфляции.
  - Приведенные при переходе к таргетированию инфляции аргументы за использование точки в качестве типа цели по инфляции остаются актуальными, а типы цели с диапазоном не демонстрируют однозначных преимуществ. В условиях сохранения повышенных

<sup>1</sup> Информационное преимущество означает, что, по мнению профессиональных участников рынка, Банк России обладает какой-то дополнительной информацией о факторах, влияющих на инфляцию, и/или имеет более точные модели/экспертизу ее прогнозирования.

<sup>2</sup> «Многослойная» коммуникация предполагает, что один и тот же материал подается с разной степенью детализации, адаптируется для разных аудиторий.

инфляционных ожиданий населения и бизнеса, их высокой чувствительности к колебаниям цен на отдельные товары точка является оправданным типом цели, дающим наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики. Оценку того, насколько фактическая инфляция соответствует цели, потенциально может улучшить формализация комбинированного критерия отклонения инфляции от цели, учитывающего размер отклонения и его продолжительность.

- ИПЦ в качестве показателя для таргетирования инфляции соответствует общепринятой практике центральных банков и является наилучшим из возможных (хотя и неидеальным) показателем. Он в наибольшей степени соответствует основным критериям, важным для формирования доверия к показателю. Хотя недостатком ИПЦ является его волатильность и чувствительность к влиянию разовых факторов, использование при анализе инфляционной динамики показателей устойчивой инфляции минимизирует эту проблему. Банк России при проведении денежно-кредитной политики следует такому подходу. При этом направлением для дальнейшего улучшения практики Банка России может быть более регулярное использование в коммуникации различных показателей устойчивой инфляции.
  - Формат цели по инфляции предполагает наличие горизонта действия или достижения цели, что важно для укрепления доверия к денежно-кредитной политике. Формулировка «постоянно», которую использует Банк России, в связке с уровнем и типом цели может восприниматься как избыточно жесткое обязательство без дополнительных пояснений. При этом любое изменение формулировки горизонта должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.
8. Выстроенная Банком России операционная процедура денежно-кредитной политики соответствует мировой практике и учитывает особенности российской экономики, банковского сектора и денежного рынка. Анализ показал, что операционная процедура Банка России позволяла эффективно достигать операционной цели денежно-кредитной политики. Ставка RUONIA, являющаяся операционным ориентиром денежно-кредитной политики, формируется вблизи ключевой ставки Банка России. Ее средний спред к ключевой ставке меньше стандартного шага денежно-кредитной политики (0,25 п.п.). Это позволяет Банку России, управляя ставкой RUONIA, воздействовать на остальные ставки в экономике. Резкое изменение предложения ликвидности под влиянием бюджетных потоков и наличных денег в обращении в отдельные периоды может способствовать росту спреда RUONIA к ключевой ставке, но такой эффект ограничен во времени и масштабе. Банк России продолжит совершенствовать свою операционную процедуру денежно-кредитной политики по мере развития платежной инфраструктуры, структуры банковского и в целом финансового сектора России с учетом передового опыта крупнейших центральных банков.
9. Сформировавшиеся в последние годы в мировой экономике тренды, такие как деглобализация, декарбонизация, демографические изменения и другие, могут осложнять проведение денежно-кредитной политики в будущем. На российскую экономику дополнительно будут влиять санкции и процесс структурной трансформации. В совокупности это может приводить к тому, что шоки предложения могут происходить чаще, чем в недавней истории. Колебания инфляции и выпуска и амплитуда их изменений могут быть больше, а устойчивость отклонений от равновесного уровня – выше. В экономиках с незаякоренными инфляционными ожиданиями шоки предложения могут требовать более активной реакции денежно-кредитной политики. Одновременно будут происходить изменения на стороне спроса. Демографические изменения, развитие «зеленой» экономики, расширение возможностей в финансовой сфере и другие процессы будут приводить к тому, что будет меняться потребительское, сберегательное и инвестиционное поведение населения. Это в свою очередь будет определять различие в реакции на экономические шоки и на решения по денежно-кредитной политике, влияя на трансмиссионный механизм. Проведенные

исследования указывают на способность режима таргетирования инфляции справляться с различными шоками, в том числе шоками предложения. Денежно-кредитная политика, направленная на поддержание низкой и стабильной инфляции, наряду с ответственной бюджетной политикой способна существенно ограничить возможную волатильность макроэкономических показателей и создать условия для поступательного развития экономики. При этом для наиболее полной реализации преимуществ режима таргетирования инфляции в России в будущем необходимо продолжить работу по закориванию инфляционных ожиданий на низком уровне.

## ВВЕДЕНИЕ

Целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста.

Для достижения этой цели с 2015 года Банк России следует стратегии таргетирования инфляции. В настоящее время данной стратегии де-юре и де-факто следуют 47 стран, на которые приходится около 70% мирового ВВП<sup>1</sup>. При этом с каждым годом количество стран увеличивается. За более чем 30-летнюю историю применения в мире стратегия таргетирования инфляции показала бóльшую эффективность в сравнении с альтернативными стратегиями. Ее преимущества заключаются в возможности эффективно абсорбировать внешние и внутренние шоки, в большей гибкости проведения денежно-кредитной политики. Стремясь обеспечить низкую и стабильную инфляцию, денежно-кредитная политика минимизирует масштаб циклических колебаний выпуска, вносит вклад в повышение предсказуемости экономической среды и тем самым создает условия для сбалансированного роста экономики.

По прошествии достаточно длительного времени после перехода к стратегии таргетирования инфляции, как и многие другие центральные банки, Банк России принял решение провести комплексный анализ результатов проводимой денежно-кредитной политики и определить возможные направления по совершенствованию ее параметров, не подвергая сомнению приверженность выбранной стратегии. С этой целью Банк России запустил проведение Обзора денежно-кредитной политики, включающего аналитические работы по следующим направлениям (блокам):

- Формат цели по инфляции.
- Операционная процедура денежно-кредитной политики.
- Ретроспективная оценка оптимальности денежно-кредитной политики.
- Коммуникация как инструмент денежно-кредитной политики.
- Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность.
- Новые вызовы для денежно-кредитной политики.

Переход к стратегии таргетирования инфляции не был одномоментным, ему предшествовал длительный период подготовки. В 2006 году Банк России впервые объявил о том, что в среднесрочной перспективе планирует перейти к стратегии таргетирования инфляции. Необходимость перехода во многом обосновывалась несовершенствами действовавшего режима денежно-кредитной политики, а также тем негативным влиянием, которое исторически высокая и волатильная инфляция в России оказывала на благосостояние людей и перспективы дальнейшего развития российской экономики.

В 2006–2014 годах Банк России выстраивал систему макроэкономического прогнозирования и принятия решений, операционную процедуру денежно-кредитной политики. Важной вехой в подготовке к переходу к стратегии таргетирования инфляции стал переход к плавающему курсу рубля. Плавающий курс позволяет денежно-кредитной политике эффективно обеспечивать низкую и стабильную инфляцию, а экономике лучше подстраиваться под меняющиеся условия, сокращает масштаб перегрева или спада экономической активности. Банк России перешел к плавающему курсу в конце 2014 года.

<sup>1</sup> Подробнее см. Приложение 8 ОНДКП 2023–2025.

**Модельный аппарат** – комплекс количественных моделей, используемых Банком России в разработке [макроэкономического прогноза](#). Модели позволяют решать такие задачи, как анализ текущих экономических условий, формирование краткосрочного прогноза, расчет среднесрочного прогноза при различных сценариях предпосылок и вариаций сценариев.

В последующие годы Банк России дорабатывал операционную процедуру денежно-кредитной политики, совершенствовал модельный аппарат. Большое внимание Банк России уделял развитию информационной политики: повышал оперативность и полноту раскрываемой информации, работал над расширением охвата коммуникации и повышением ее адресности.

При переходе к стратегии таргетирования инфляции Банк России поставил цель снизить годовую инфляцию до 4% и удерживать ее вблизи этого значения в дальнейшем. Следствием этого должно было стать снижение инфляционных ожиданий, премии за макроэкономические риски в процентных ставках, волатильности инфляции и выпуска, а конечным результатом – повышение предсказуемости экономической среды, удлинение горизонта планирования у населения и бизнеса, расширение возможностей для долгосрочного финансирования и улучшение долгосрочных перспектив экономического роста.

В данном докладе Банк России обобщает результаты исследований, проведенных в рамках Обзора ДКП, и приглашает к дискуссии по поводу полученных результатов. Диалог с обществом будет включать общение с представителями бизнес-сообщества, общественных организаций, органов власти, экспертного и научного сообщества во всех регионах страны.

Ответы на вопросы, представленные в докладе, а также замечания и предложения просим направлять до 30 июня 2023 года на почту [odkp@cbr.ru](mailto:odkp@cbr.ru). Итоги общественных консультаций будут учитываться Банком России при подготовке Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2024 год и период 2025 и 2026 годов.



## РЕТРОСПЕКТИВНЫЙ АНАЛИЗ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Реализация денежно-кредитной политики за период, прошедший с перехода к таргетированию инфляции, происходила в крайне непростых для страны условиях. Помимо внутренних проинфляционных факторов, существенное влияние на динамику цен оказывали внешние шоки: введение первых санкций и падение цен на нефть в 2014 – начале 2015 года, новый виток падения цен на нефть в конце 2015 – начале 2016 года, пандемия коронавируса в 2020–2021 годах и меры по преодолению ее последствий, санкционный кризис 2022 года. Все эти события в той или иной степени создавали риски для ценовой и финансовой стабильности, приводили к росту инфляционных ожиданий населения и премий за макроэкономический риск, увеличивали неопределенность в экономике. Тем не менее даже в этих условиях, реализуя денежно-кредитную политику в рамках стратегии таргетирования инфляции, Банку России удалось внести вклад в создание необходимых условий для развития российской экономики.

К концу 2014 года инфляция в России существенно возросла на фоне падения мировых цен на нефть и усиления геополитической напряженности в мире, которые привели к значительному ослаблению рубля и росту инфляционных ожиданий. Резкое повышение ключевой ставки в конце 2014 года и проведение в 2015–2016 годах жесткой денежно-кредитной политики позволили Банку России успешно осуществить дезинфляцию. К концу 2016 года текущие темпы роста потребительских цен устойчиво снизились до уровней вблизи 4%, годовая инфляция снизилась до целевого уровня к середине 2017 года.

Период 2017–2021 годов в целом можно охарактеризовать как период низкой и стабильной инфляции в России. Годовая инфляция в среднем в этот период составила 4,2%. При этом отклонения инфляции вниз или вверх от 4% были непродолжительными и не носили системного характера. Этому в том числе способствовала проводимая Банком России денежно-кредитная политика. В данный период значительно снизилась волатильность инфляции. Заметно большую однородность приобрела динамика цен по основным компонентам потребительской корзины: сузился размах колебаний приростов цен на продовольственные и непродовольственные товары и услуги. Наконец, снизилась дифференциация инфляции в региональном разрезе: инфляция в разных регионах России в основном формировалась вблизи целевого уровня.

К концу 2021 года годовая инфляция возросла до 8,4%. Ускорение роста цен происходило как в России, так и в мире и было связано с более быстрым ростом спроса по сравнению с расширением выпуска. Увеличение производства сдерживали нехватка рабочей силы во многих отраслях экономики, нарушения логистических и производственных цепочек в условиях пандемии коронавируса. В условиях высокого спроса компании имели возможность переносить в цены возросшие издержки, связанные с высокими мировыми ценами на сырье и удорожанием перевозок. Для возвращения инфляции к цели Банк России повышал ключевую ставку.

В начале 2022 года в результате введения масштабных санкций произошел существенный скачок инфляции. Благодаря своевременно принятым мерам, в том числе повышению ключевой ставки Банком России до 20,0% годовых, удалось достаточно быстро купировать риски для ценовой и финансовой стабильности. Уже в апреле текущие темпы роста цен заметно снизились. После прохождения пика в апреле годовая инфляция начала постепенно снижаться. По прогнозу Банка России, в базовом сценарии с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к 4% в 2024 году. Более продолжительный, чем обычно, период возвращения инфляции к цели связан с масштабом происходящих в экономике изменений и необходимостью подстройки относительных цен по широкому кругу товаров и услуг.

Таким образом, реализация денежно-кредитной политики в рамках стратегии таргетирования инфляции позволяла Банку России поддерживать инфляцию вблизи цели в периоды, когда от-

**Заякоренность инфляционных ожиданий** – инфляционные ожидания субъектов экономики можно считать заякоренными, если они нечувствительны к краткосрочным колебаниям цен на товары и услуги и устойчиво находятся на цели по инфляции. Хотя краткосрочные инфляционные ожидания (до 1–1,5 года) могут колебаться в ответ на реализацию разовых про- или дезинфляционных шоков, состояние заякоренности предполагает, что такого рода колебания не приводят к росту более длинных инфляционных ожиданий (на сроке более 1–1,5 года). В условиях заякоренных инфляционных ожиданий экономические агенты понимают, что колебания инфляции являются временными и центральный банк сможет вернуть инфляцию к цели в случае ее отклонения на горизонте влияния денежно-кредитной политики (за 1–1,5 года) и обеспечить ее стабилизацию на цели в дальнейшем.

существовали непредвиденные негативные факторы, и возвращать инфляцию к цели в случае ее отклонения под влиянием подобных факторов.

Достаточно продолжительный период поддержания инфляции вблизи 4%, последовательность проводимой денежно-кредитной политики и повышение информационной открытости Банка России в прошедший период способствовали росту доверия к Банку России. Об этом прежде всего свидетельствует динамика инфляционных ожиданий профессиональных участников рынка. Они устойчиво закрепились на цели Банка России с 2017 года, практически не реагируя на временные отклонения наблюдаемой инфляции. В 2015–2020 годах отмечалось значительное снижение инфляционных ожиданий населения. Вместе с тем их адаптивный характер сохранялся: в ответ на ускорение инфляции, даже временное, а также под влиянием негативных новостей инфляционные ожидания населения существенно росли. Инфляционные ожидания бизнеса также оставались незаякоренными. Компании в значительной степени учитывали динамику цен в прошлом для оценок ожидаемой инфляции в бизнес-планах. При этом их инфляционные ожидания в целом формировались не столь значительно выше цели по инфляции, как инфляционные ожидания населения. Незаякоренность инфляционных ожиданий населения и бизнеса увеличивала вероятность реализации вторичных эффектов для инфляции в ответ на различные шоки, что Банк России учитывал при реализации денежно-кредитной политики.

В период замедления инфляции и стабилизации ее на цели (2015 – середина 2021 года) отмечались снижение номинальных ставок по кредитам и их формирование на уровнях значимо ниже, чем до перехода к таргетированию инфляции. Этому способствовало как снижение ключевой ставки, так и уменьшение премии за риск, связанной с макроэкономической неопределенностью. В результате доступность заемных средств для компаний и населения росла, что поддерживало рост кредитования. Кредитование экономики в целом в период таргетирования инфляции продолжало расти с опережением роста номинального ВВП. В 2020–2021 годах рост кредитования ускорился, в том числе из-за проведения мягкой денежно-кредитной политики Банком России в ответ на кризис, вызванный пандемией COVID-19<sup>1</sup>.

**Девальютизация** – снижение доли валютных остатков на счетах физических и юридических лиц, на балансах финансовых учреждений, а также сокращение использования иностранных валют в финансовых операциях.

Повышение предсказуемости макроэкономических условий в том числе за счет ценовой стабильности способствовало снижению валютизации банковских балансов. Так, в 2017–2021 годах росла доля рублевых кредитов в корпоративном кредитном портфеле, исторических минимумов

<sup>1</sup> С 2014 года Банк России использует специализированные инструменты рефинансирования кредитных организаций в качестве нестандартных временных мер, направленных на поддержку и стимулирование кредитования отдельных сегментов экономики в периоды резкого ужесточения денежно-кредитных условий. Наибольшая востребованность данных инструментов проявилась в период действия внешних шоков, сопровождавшихся снижением доступности заемных средств (в частности, в период кризисов 2014–2015 годов, 2020 года). Использование специализированных инструментов на постоянной основе возможно лишь в рамках ограниченных лимитов, которые значимо не влияют на формирование денежно-кредитных условий по экономике в целом.

достигла доля кредитов населению в иностранной валюте. Снижалась и валютизация депозитов нефинансового сектора. Это свидетельствует о росте за период таргетирования инфляции доверия экономических агентов к российскому рублю как к средству сбережения, а также об адаптации населения и предприятий к режиму плавающего валютного курса.

В целом за прошедший период отмечался рост устойчивости российской экономики к внешним шокам. Вклад в это в том числе внесли проводимая Банком России денежно-кредитная политика и бюджетная политика Правительства Российской Федерации. Сочетание стратегии таргетирования инфляции (с плавающим курсом) и бюджетного правила во многом обусловило меньшие масштабы падения российской экономики в кризисные периоды. В частности, в 2020 году снижение ВВП из-за пандемии COVID-19 было существенно меньше, чем в период глобального финансового кризиса. При этом Банк России впервые смог проводить контрциклическую денежно-кредитную политику, направленную на смягчение последствий пандемии для экономики. Высокую гибкость и способность к адаптации российская экономика продемонстрировала в 2022 году. В условиях беспрецедентных по масштабу санкций снижение ВВП оказалось значимо ниже ожиданий.

**Выпуск** – стоимость товаров и услуг, являющихся результатом производственной деятельности резидентов экономики в отчетном периоде. Валовый внутренний продукт (ВВП) является одним из индикаторов выпуска. ВВП характеризует стоимость товаров и услуг, произведенных в стране во всех отраслях экономики и предназначенных для конечного потребления, накопления и экспорта (за вычетом импорта).

Проведенные в рамках Обзора ДКП исследования ([Змановский А., 2023](#)) показали, что денежно-кредитную политику в 2015–2021 годах в целом можно охарактеризовать как близкую к оптимальной с точки зрения максимизации общественного благосостояния<sup>2</sup>. Банк России своевременно реагировал на изменения в экономике, стремясь уменьшить негативные последствия для благосостояния общества от изменчивости макроэкономической среды (колебаний инфляции, выпуска, процентных ставок). При этом отсутствие оперативных статистических данных, в частности по выпуску, на момент принятия решения было одним из факторов, осложняющих проведение денежно-кредитной политики. Однако взвешенный подход Совета директоров Банка России к принятию решений с использованием макроэкономического прогноза, его регулярная корректировка в ответ на поступающую информацию позволили не допустить потерь в благосостоянии общества из-за нехватки статистической информации. С точки зрения потерь общественного благосостояния результат фактически проводимой денежно-кредитной политики оказался даже лучше по сравнению с рекомендуемой к проведению денежно-кредитной политикой в условиях полных знаний о реальной динамике ВВП.

Оценки также показали, что реализация денежно-кредитной политики в сочетании с бюджетным правилом в 2017–2021 годах привела к увеличению общественного благосостояния. Денежно-кредитная политика, реализуемая в рамках стратегии таргетирования инфляции, оказывала стабилизирующее влияние на динамику цен. Бюджетное правило ограничивало влияние сырьевого цикла на экономику. Оно позволяло проводить контрциклическую бюджетную политику, оказывая стабилизирующее влияние на совокупный спрос. В свою очередь в условиях более стабильного совокупного спроса волатильность инфляции снижалась. В результате применения бюджетного правила и денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение ценовой стабильности, достигался синергетический эффект: происходило большее снижение волатильности выпуска и инфляции и, как следствие, увеличивалось общественное благосостояние.

<sup>2</sup> В контексте оценки эффективности контрциклической политики общественное благосостояние определяется через издержки общества от колебаний инфляции и выпуска (или занятости). При прочих равных максимизация общественного благосостояния достигается при минимизации колебаний инфляции и выпуска. Подробнее см. (Змановский А., 2003).

**Вопросы для обсуждения:**

1. Согласны ли вы с оценкой, что в период 2017–2021 годов Банку России в целом удалось обеспечить ценовую стабильность, годовую инфляцию вблизи 4%?
2. Какие эффекты от снижения инфляции в тот период вы ощутили (например, снижение ставок по кредитам, увеличение предсказуемости экономических условий)?
3. В какой мере замедление инфляции позволило ожидать, что подобный рост цен в среднем сохранится и в предстоящие годы?
4. Как на вас (вашей компании) отразилось повышение инфляции в 2022 году? Полагаете ли вы, что инфляционный всплеск в 2022 году был кратковременным? Как это отразилось на ваших инфляционных ожиданиях?



## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ

Банк России в соответствии с законодательством отвечает за несколько направлений экономической политики, в том числе за денежно-кредитную политику и политику по поддержанию устойчивости финансового сектора и стабильности финансовой системы. Эти направления взаимосвязаны. С одной стороны, финансовая стабильность – необходимое условие для эффективной трансмиссии решений по денежно-кредитной политике в экономику. Меры для устойчивости финансовых организаций и финансовой стабильности могут влиять на денежно-кредитные условия. С другой стороны, решения по денежно-кредитной политике влияют на ситуацию в финансовом секторе, в том числе могут сдерживать накопление рисков для финансовой стабильности и ограничивать негативные эффекты от них при реализации. Поэтому необходим учет эффектов решений одной политики при принятии решений по другой политике. При этом взаимодействие денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности в обычных условиях и в кризисной ситуации отличаются.

В обычных условиях Банк России придерживается раздельного целеполагания денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности, то есть разделения целей и инструментов данных политик. Инструменты денежно-кредитной политики, в том числе ключевая ставка, используются для обеспечения ценовой стабильности, а устойчивость финансового сектора обеспечивается другими механизмами – микропруденциальным регулированием, надзорной деятельностью, мероприятиями по финансовому оздоровлению, мерами макропруденциальной политики. При этом Банк России учитывает взаимное влияние мер денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности, принимая во внимание тот факт, что горизонт их влияния на экономические процессы различается. Так, денежно-кредитная политика влияет на экономику и динамику цен в среднесрочной перспективе. В то же время меры микропруденциального регулирования имеют долгосрочный характер. Они вводятся на постоянной основе независимо от текущих условий в экономике и воздействуют на структурные аспекты деятельности финансовых организаций. Как правило, данные меры не отражаются на условиях реализации денежно-кредитной политики. В случаях, когда такое влияние все же есть, Банк России учитывает его при реализации денежно-кредитной политики. Макропруденциальные меры, напротив, в значительной степени связаны с колебаниями в экономике и на финансовых рынках и носят скорее среднесрочный характер. Поэтому при принятии решений Банк России учитывает возможное взаимное влияние макропруденциальных мер и мер денежно-кредитной политики.

В отличие от обычных условий в случае реализации системного риска, то есть в кризисных условиях, главной задачей Банка России становится поддержание бесперебойной и упорядоченной работы финансовой системы. Важную роль в этом играет сохранение возможности осуществления платежей между экономическими агентами. Для этого необходимо, чтобы в системе был достаточный объем ликвидности. Поэтому Банк России может использовать инструментарий денежно-кредитной политики для выполнения своей функции кредитора в последней инстанции, предоставляя необходимый объем ликвидности. Кроме того, Банк России может задействовать ключевую ставку в целях финансовой стабильности, чтобы предотвратить бегство клиентов из банков. При этом Банк России учитывает влияние принимаемых в целях финансовой стабильности решений на экономику.

Анализ опыта Банка России в 2014–2022 годах ([Асриев М., Мирошниченко Д., 2023](#)) показал, что обозначенный подход к проведению денежно-кредитной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности позволяет достаточно эффективно купировать возникающие финансовые риски и предотвращать их накопление, обеспечивая стабильную работу финансовой системы.

За прошедший период Банк России несколько раз использовал инструменты денежно-кредитной политики в целях финансовой стабильности в кризисных условиях: задействовал свои операции по предоставлению ликвидности банковскому сектору, выполняя функции кредитора последней инстанции; снижал обязательные резервы для высвобождения части средств кредитных организаций; применял контрциклический подход при управлении обеспечением по своим операциям<sup>1</sup>; а также использовал ключевую ставку. В экстренных ситуациях выстроенная система инструментов денежно-кредитной политики демонстрировала свою эффективность, гибкость и достаточность. Так, в 2014 году структурный дефицит ликвидности приближался к 10% от совокупных активов банковского сектора. В 2022 году менее чем за один месяц структурный баланс ликвидности изменился с профицита 1–2 трлн рублей до дефицита 7 трлн рублей в пиковой точке. Банк России в обоих случаях быстро предоставлял банкам необходимые средства под качественное обеспечение. Активность на сегментах денежного рынка сокращалась, но в целом рынок продолжал функционировать. В результате периоды напряженности на денежном рынке были непродолжительными и не сказывались на его функционировании в дальнейшем, что способствовало сохранению стабильности банковского сектора.

Банк России повышал ключевую ставку в целях финансовой стабильности в конце 2014 года и в 2022 году. Повышение ключевой ставки способствовало росту склонности населения к сбережению в рублях и ограничило отток средств из банковского сектора. По мере стабилизации ситуации Банк России поэтапно снижал ключевую ставку. При этом в 2022 году снижение ключевой ставки происходило быстрее, чем в 2015 году, учитывая складывающуюся ситуацию в экономике. Это стало возможным в том числе благодаря накопленному доверию к политике Банка России со стороны финансовых рынков и экономических субъектов. В начале пандемии коронавируса в марте 2020 года Банк России приостановил цикл смягчения денежно-кредитной политики, сохраняя ключевую ставку на неизменном уровне. Данное решение принималось в том числе с учетом рисков финансовой стабильности в условиях роста неопределенности, а также тенденций на финансовых рынках.

Важную роль в стабилизации ситуации в кризисные периоды играла достигнутая устойчивость банковской системы. Это во многом результат принимавшихся мер макро- и микропруденциального регулирования и реализованных мероприятий по финансовому оздоровлению. В 2015–2020 годах Банк России ужесточал пруденциальное регулирование: внедрял микропруденциальные стандарты «Базель III» для кредитных организаций, активно развивал макропруденциальное регулирование, воздействующее на достаточность капитала и структуру кредитования. В целом анализ показал ([Асриев М., Мирошниченко Д., 2023](#)), что эти меры не оказывали значимого влияния на общие макроэкономические показатели и не требовали корректировки денежно-кредитной политики. При этом регуляторные послабления в условиях кризисов 2020 и 2022 годов позволили смягчить кризисные эффекты в банковской системе. Банки в достаточно короткий срок смогли перейти к дальнейшему расширению кредитования.

Влияние отдельных мер банковского регулирования на спрос банков на операции Банка России по предоставлению или абсорбированию ликвидности учитывалось при определении лимитов по соответствующим операциям Банка России. В результате они не оказывали заметного продолжительного влияния на динамику банковских операций или жесткость денежно-кредитных условий. Операции по финансовому оздоровлению ряда банков в 2017–2019 годах, напротив, оказывали значимое влияние на ситуацию с ликвидностью

<sup>1</sup> Контрциклический подход предполагает, что при благоприятной ситуации с ликвидностью требования к обеспечению ужесточаются. Если же ожидается формирование структурного дефицита ликвидности или произошел ее отток из банковского сектора, Банк России смягчает требования к обеспечению: включает ценные бумаги в Ломбардный список, уменьшает дисконты и увеличивает поправочные коэффициенты, при необходимости фиксирует стоимость ценных бумаг для проведения операций денежно-кредитной политики.

в банковском секторе и краткосрочные ставки денежного рынка. Значительный приток средств в банковский сектор в результате операций по финансовому оздоровлению во второй половине 2017 – начале 2018 года привел к увеличению спреда ставки RUONIA к ключевой ставке, до (-40)–(-50) б.п. Это учитывалось Банком России при принятии решений по денежно-кредитной политике. В дальнейшем операции по финансовому оздоровлению не влияли на достижение Банком России операционной цели денежно-кредитной политики из-за их меньшего масштаба.

Развитие системы пруденциального регулирования продолжается. Оно происходит в том числе в ответ на изменение ситуации на финансовом рынке. Банк России продолжит учитывать их влияние при реализации денежно-кредитной политики.

#### Вопросы для обсуждения:

1. Насколько вы разделяете подход Банка России, предполагающий в «нормальных» условиях раздельное использование инструментов денежно-кредитной политики (в частности, процентной ставки) и инструментов финансовой стабильности (в частности, макропруденциальных мер) для превентивного ограничения рисков ценовой и финансовой стабильности соответственно?
2. Как вы оцениваете опыт Банка России по реагированию на фактически реализовавшиеся риски для финансовой стабильности в 2014–2022 годах – в частности, временное задействование инструментов денежно-кредитной политики (включая ключевую ставку) в целях сохранения стабильности финансовой системы? Следует ли Банку России сохранить аналогичные подходы и в будущем?
3. По вашему мнению, могут ли цели поддержания финансовой стабильности накладывать ограничения на реализацию денежно-кредитной политики?



## КОММУНИКАЦИЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Чем лучше общество понимает проводимую денежно-кредитную политику, тем выше его доверие к ней, что повышает эффективность влияния денежно-кредитной политики на экономику и инфляцию. Понимая политику центрального банка и доверяя ему, экономические агенты более быстро и корректно учитывают его информационные сигналы при принятии решений о заимствованиях, сбережениях, потреблении, при индексации заработных плат и цен. В результате сокращается масштаб реакции денежно-кредитной политики, необходимой для обеспечения ценовой стабильности, и появляются возможности для проведения контрциклической денежно-кредитной политики.

Для понимания и доверия необходимо как стабильное достижение цели по инфляции, так и активная коммуникация с обществом по вопросам денежно-кредитной политики. После перехода к таргетированию инфляции Банк России последовательно увеличивал информационную открытость. Банк России постепенно расширял публикуемые документы по вопросам денежно-кредитной политики и экономики (комментарии по инфляции, инфляционным ожиданиям, экономические исследования и другие); увеличивал объем раскрываемой информации, в том числе по макроэкономическому прогнозу (в части перечня публикуемых показателей и информации о модельном аппарате); наращивал свое присутствие на публичных мероприятиях и в социальных сетях. Расширение коммуникации происходило не только на федеральном, но и на региональном уровне (публикация профилей регионов на сайте Банка России, доклад «Региональная экономика: комментарии ГУ», информационно-аналитические материалы об инфляции в регионах, регулярные встречи с разъяснением принимаемых решений по ключевой ставке и так далее). При этом Банк России работал над повышением адресности коммуникации: стремился при выборе форматов, каналов и инструментов донесения информации учитывать степень осведомленности аудитории.

В результате прозрачность денежно-кредитной политики<sup>1</sup> Банка России за годы таргетирования инфляции существенно увеличилась. Об этом свидетельствуют оценки индекса прозрачности (Евстигнеева А., 2023). При этом прозрачность денежно-кредитной политики Банка России в 2022 году оценивалась выше среднего среди рассмотренных центральных банков.

Коммуникация играла важную роль в стабилизации ситуации на финансовых рынках в периоды шоков и существенного роста волатильности в 2014, 2020 и 2022 годах. Банк России увеличивал интенсивность коммуникации в кризисные периоды. При этом анализ показал (Павленко М. и др., 2023), что наибольший вклад в стабилизацию ситуации вносили персонализированная коммуникация и появление в информационном поле лиц, непосредственно участвующих в принятии решений по денежно-кредитной политике. Четкая коммуникация о конкретных сроках достижения цели по инфляции, подтверждение приверженности цели во время кризисов способствовали снижению волатильности доходностей ОФЗ.

Развивая коммуникацию по вопросам денежно-кредитной политики, Банк России стремился снизить инфляционные ожидания и способствовать их закориванию на цели. В этом направлении удалось достичь успеха преимущественно в отношении инфляционных ожиданий профессиональных участников рынка. Они закорены на цели по инфляции с 2017 года. Инфляционные ожидания населения и бизнеса остаются выше цели. При этом значимое влияние на восприятие инфляции населением оказывает новостной фон (Евстигнеева А., Карпов Д., 2023). Негативный новостной фон по широкому кругу близких к экономике тем

<sup>1</sup> Под прозрачностью понимается степень раскрытия информации центральным банком о своих решениях и их аргументации. Чем больше информации раскрывает центральный банк, тем более прозрачной считается его коммуникация.

способен привести к росту инфляционных ожиданий. При этом интенсивность присутствия Банка России в СМИ пока не оказывает существенного влияния на восприятие инфляции населением.

Помимо заякоренности инфляционных ожиданий, мерой эффективности коммуникации Банка России по вопросам денежно-кредитной политики является предсказуемость решений по ключевой ставке. Согласно проведенным исследованиям ([Евстигнеева А. и др., 2022](#)), частота сюрпризов денежно-кредитной политики Банка России в 2015–2021 годах составила около 32%<sup>2</sup>. Высокая частота сюрпризов вероятно связана с тем, что за период 2015–2021 годов Россия столкнулась со множеством внешних шоков. Это требовало оперативного уточнения оценок и корректировки денежно-кредитной политики, что могло снижать ее предсказуемость. Проведенные в рамках Обзора ДКП исследования также указывают на то, что основной причиной более низкой предсказуемости решений по денежно-кредитной политике является так называемое информационное преимущество Банка России. Оно означает, что, по мнению профессиональных участников рынка, Банк России обладает какой-то дополнительной информацией о факторах, влияющих на инфляцию, и/или имеет более точные модели/экспертизу ее прогнозирования. Снизить влияние данного фактора и повысить предсказуемость решений может публикация центральным банком большего количества информации в части модельного и аналитического аппарата. В частности, в настоящее время Банк России публикует 24 показателя в составе прогноза, что соответствует среднему в мире уровню. При этом другие центральные банки также включают в состав прогнозных показателей прогнозы индикаторов рынка труда, валютного курса, бюджета, доходов и сбережений домохозяйств в том или ином составе.

Повышению предсказуемости решений и устранению проблемы информационного преимущества может помочь публикация программного кода и оценок внутренних параметров моделей (например, коэффициентов в функции реакции центрального банка). Публикация кодов нескольких прогнозных моделей позволит аналитикам и экспертам реплицировать прогнозы Банка России, при этом снижает риски восприятия результатов моделей как обязательств Банка России, поскольку разные модели дают разные результаты. Повысить прозрачность Банка России также может более частая публикация декомпозиции причин отклонения инфляции от цели и/или прогноза.

Проведенные Банком России в январе 2023 года глубинные интервью с аналитиками и экспертами показали также наличие запроса на публикацию протоколов заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке. При этом в среде аналитиков и экспертов нет единого мнения по данному вопросу. С одной стороны, публикация протокола существенно повышает прозрачность принимаемых решений. С другой стороны, политика «единого голоса», которой следует Банк России в своей коммуникации, может накладывать существенные ограничения на публикуемую в протоколах информацию. При этом, учитывая незаякоренность инфляционных ожиданий населения и бизнеса, недостаточную осведомленность общества в вопросах денежно-кредитной политики, переход от политики «единого голоса» к множественности голосов может иметь негативные эффекты. В частности, могут возрасти риски «зашумления» информационного сигнала при публикации протоколов и ухудшения предсказуемости решений по ключевой ставке. В качестве возможного компромиссного варианта может быть рассмотрена публикация более подробной информации с заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке, отражающей детали обсуждения решения, в том числе рассматриваемые альтернативные решения и аргументы в их пользу.

<sup>2</sup> Из опроса Bloomberg 32% аналитиков не могли точно предсказать решения по ключевой ставке в 2015–2021 годах.

Опрошенные Банком России аналитики и эксперты также указывали на слишком позднюю публикацию некоторых материалов Банка России по денежно-кредитной политике. По их мнению, информационная ценность материала снижается по мере отдаления от момента возникновения новой информации – выхода статистических данных или принятия решения по ключевой ставке. В частности, аналитики и эксперты отмечают необходимость переноса публикации Доклада по денежно-кредитной политике ближе к решению по ключевой ставке.

Помимо мер, направленных на повышение предсказуемости решений по ключевой ставке, Банку России следует продолжить работу по увеличению понимания денежно-кредитной политики. Согласно оценкам, информация по денежно-кредитной политике Банка России в пресс-релизе о ключевой ставке, заявлении Председателя Банка России, Докладе о денежно-кредитной политике понятна лишь людям с высшим экономическим образованием ([Евстигнеева А., Сидоровский М., 2021](#)). Невысокая доступность информации по денежно-кредитной политике для широкой аудитории является довольно распространенной проблемой среди центральных банков. В частности, информация по денежно-кредитной политике таких центральных банков, как Банк Англии и ФРС США, доступна только 3% и 5–10% населения соответственно. При этом если сравнивать англоязычные версии пресс-релизов и заявлений Председателя Банка России по ключевой ставке с похожими материалами других центральных банков, то материалы Банка России окажутся более понятными. Для увеличения понимания этих текстов широкой аудиторией требуется продолжение работы по повышению их доступности.

Банк России стремится выстраивать свою информационную политику с учетом особенностей разных целевых аудиторий, степени их погруженности в экономические вопросы. В частности, ориентируясь на широкую аудиторию Банк России выпускает познавательные видеоролики, увеличивает свое присутствие в социальных сетях, дает интервью в СМИ. В то же время основные материалы Банка России, публикуемые на официальном сайте (например, пресс-релиз о ключевой ставке, Доклад о денежно-кредитной политике) в значительной степени ориентированы на профессиональную аудиторию. Для повышения доступности данных материалов используется «многослойная» коммуникация. «Многослойная» коммуникация предполагает, что один и тот же материал подается с разной степенью детализации, адаптируется для разных аудиторий. Многие материалы Банк России уже публикует в разных форматах для разных аудиторий. Для ОНДКП, Годового отчета, Доклада о денежно-кредитной политике, комментариев по инфляции и инфляционным ожиданиям и других аналитических материалов на сайте Банка России опубликованы краткие версии данных документов, адаптированные для широкой аудитории. В будущем возможно расширение данной практики.

В то же время в ряде исследований отмечается, что упрощение коммуникации имеет негативные стороны ([Blinder A. et al., 2022](#)). В частности, упрощение может создавать ощущение однозначности происходящего в экономике и точности прогнозов ее будущего развития. Если же ситуация внезапно будет развиваться по другому пути, это дезориентирует аудиторию и может даже снизить доверие к центральному банку.

Одним из важнейших направлений работы, которое может способствовать увеличению понимания обществом действий Банка России, является повышение финансовой грамотности населения в области экономики и денежно-кредитной политики. Банк России совместно с Минфином России разрабатывает Стратегию повышения финансовой грамотности и формирования финансовой культуры до 2030 года. Помимо активного участия во внедрении обучения финансовой грамотности в школах и вузах, Банк России продолжает развивать собственный просветительский ресурс «Финансовая культура» ([fincult.info](http://fincult.info)). Не менее важно также способствовать расширению знаний и информированности СМИ и блогеров в этой предметной области. Широкая общественность в меньшей степени самостоятельно пользуется материала-

ми на сайте Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в сравнении с профессиональной аудиторией. В основном люди получают эту информацию из СМИ и соц-сетей. Банк России стремится максимально оперативно и полно давать интересующую их информацию, разъяснять свои действия в ходе пресс-конференций, интервью, в оперативных комментариях. Кроме того, Банк России регулярно проводит обучающие семинары для СМИ и блогеров, в том числе в регионах. Все это будет способствовать росту понимания проводимой денежно-кредитной политики населением.

**Вопросы для обсуждения:**

1. По вашему мнению, требуется ли изменение коммуникации Банка России в области денежно-кредитной политики? Если да, то какие?
2. Как Банк России может улучшить свои аналитические публикации по денежно-кредитной политике (Доклад о денежно-кредитной политике, материалы, публикуемые между решениями по ключевой ставке)?
3. Считаете ли вы, что понимание проводимой денежно-кредитной политики может повысить публикация более развернутой информации о деталях обсуждений на заседаниях Совета директоров Банка России по ключевой ставке, в частности, информации о рассматривавшихся альтернативных решениях, сигналах политики и аргументах в их пользу?
4. Насколько включение дополнительных экономических показателей в состав прогноза Банка России может улучшить понимание логики принимаемых решений по ключевой ставке? Какие дополнительные показатели могут быть наиболее полезны для этого?
5. Считаете ли вы, что «многослойная коммуникация» увеличит доступность материалов Банка России для широкой аудитории?



## ФОРМАТ ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ

Денежно-кредитная политика Банка России направлена на поддержание ценовой стабильности, то есть низкой и стабильной инфляции. Однако для реализации денежно-кредитной политики на практике такого общего определения недостаточно. Необходимо более точно задать параметры цели, которые отражают состояние ценовой стабильности, то есть определиться с форматом цели по инфляции. Понятие формата цели по инфляции включает ее уровень, форму представления, таргетируемый показатель – целевой индекс, горизонт действия. В теории и на практике есть разные подходы к определению формата цели, консенсуса по этому вопросу не сформировалось.

Переходя в 2015 году к таргетированию инфляции, Банк России решил, что целью денежно-кредитной политики будет поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно. Цель по инфляции установлена для годового темпа прироста потребительских цен, рассчитываемого на базе индекса потребительских цен (ИПЦ, Росстат). На основе проведенных в рамках Обзора ДКП исследований можно сделать следующие основные выводы относительно основных элементов формата цели по инфляции Банка России.

### Уровень цели по инфляции

Выбор 4% в качестве целевого уровня инфляции в России был обусловлен особенностями экономики и структурой инфляции. В частности, цель по инфляции была выбрана таким образом, чтобы, с одной стороны, снимать угрозу перехода в область высокой инфляции, а с другой – не создавать рисков дефляции на рынках отдельных товаров. Кроме того, при выборе 4% учитывался высокий уровень инфляционных ожиданий и их незаякоренность (адаптивность), невысокая степень развитости рыночных механизмов и отраслевой диверсификации экономики, а также уровень инфляции в странах – торговых партнерах России<sup>1</sup>.

Проведенные в рамках Обзора ДКП исследования и анализ указывают, что с учетом накопленного опыта таргетирования инфляции на конец 2021 года сформировался потенциал для снижения уровня цели по инфляции в будущем. Однако события 2022 года, возросшая неопределенность внешних условий и начавшийся процесс структурной перестройки экономики могут потребовать более значительных сдвигов относительных цен на среднесрочном горизонте, что вносит значительные коррективы в оценку возможности снижения цели на данном этапе. Поэтому *оправдан дополнительный анализ и всестороннее обсуждение возможных сроков снижения уровня цели по инфляции*.

Среди полученных в ходе анализа и исследований оценок и характеристик экономических процессов, свидетельствующих о наличии пространства для снижения цели по инфляции в будущем, можно выделить следующие.

#### **1. На наличие пространства для снижения уровня цели по инфляции указывают результаты модельных оценок.**

С одной стороны, оценки на данных до 2022 года показывают, что оптимальным для экономики России является уровень цели по инфляции около 1% ([Глазова А., 2023](#)). Такой уровень минимизирует издержки общества из-за колебаний цен и позволяет денежно-кредитной политике вносить вклад в достижение максимального общественного благосостояния. С другой стороны, помимо

<sup>1</sup> Обоснование цели по инфляции приведено в разделе 1 ОНДКП 2017–2019, Приложении 4 ОНДКП 2018–2020, врезке 1 ОНДКП 2021–2023, ОНДКП 2022–2024.

критерия оптимальности, при принятии решения об уровне цели по инфляции центральные банки на практике обычно учитывают и другие факторы. К ним относятся степень доверия к денежно-кредитной политике, накопленный опыт таргетирования инфляции, волатильность цен, инфляция в странах – торговых партнерах, сложность экономики и другие. Исследование совокупности этих факторов показало, что по мере укрепления доверия к проводимой Банком России денежно-кредитной политике, накопления опыта таргетирования инфляции и общего снижения инфляции к 2021 году сложились условия для снижения цели по инфляции до 3% ([Мещеряков А. и др., 2023](#)).

## **2. Инфляционные ожидания в России не являются препятствием для снижения уровня цели по инфляции.**

Как показывает международный опыт ([Мещеряков А. и др., 2023](#)), инфляционные ожидания населения находятся выше цели по инфляции в большинстве стран, таргетирующих инфляцию, даже в странах с продолжительным и успешным опытом таргетирования инфляции. Как и в России, в данных странах население склонно судить об инфляции в целом по выдающейся динамике цен отдельных товаров и в значительной степени ориентируется на динамику инфляции в прошлом (адаптивный характер). Обычно центральные банки следят за динамикой инфляционных ожиданий населения, чтобы своевременно выявить в потребительском поведении изменения, которые могут повлиять на динамику цен. При этом уровень инфляционных ожиданий населения как таковой не является определяющим для достижения цели.

Многие центральные банки, таргетирующие инфляцию, подчеркивают важность закоривания инфляционных ожиданий профессионального сообщества. Профессиональное сообщество более заинтересовано в корректных прогнозах инфляции, обладает необходимыми для этого компетенциями и в конечном счете влияет на финансовые рынки. Инфляционные ожидания профессионального сообщества в России закорены на цели с 2017 года.

При выборе уровня цели по инфляции важно, чтобы он соответствовал «комфортному» уровню в представлении экономических агентов, то есть такому уровню, при котором колебания цен перестают оказывать значимое влияние на экономические решения граждан и бизнеса. Исследования<sup>2</sup> показывают, что инфляционные ожидания лучше закорены на цели, если цель соответствует восприятию ценовой стабильности экономическими агентами, а ценовую динамику можно охарактеризовать как низкую. В России, как показывают опросы<sup>3</sup>, инфляция на уровне 4% или ниже соответствует ощущению «комфортного» уровня в восприятии населения и бизнеса. Это означает, что изменение уровня цели по инфляции в будущем возможно только в сторону снижения.

## **3. Для российской экономики проблема достижения ключевой ставкой эффективной нижней границы (ELB) и нулевой нижней границы (ZLB) в современных условиях не является существенной при выборе уровня цели по инфляции.**

**Эффективная нижняя граница процентных ставок (Effective Lower Bound, ELB)** – это нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Уровень ELB может варьироваться в зависимости от экономических условий. Ее частным случаем является нулевая нижняя граница процентных ставок (Zero Lower Bound, ZLB).

Ключевая ставка – основной инструмент денежно-кредитной политики. С помощью ключевой ставки центральные банки могут менять степень жесткости/мягкости денежно-кредитных условий. При этом возможности смягчения денежно-кредитных условий с помощью снижения ключевой ставки ограничены ELB. При близости ключевой ставки к ELB дальнейшее смягче-

<sup>2</sup> См. подробнее [Borio et al. \(2023\)](#).

<sup>3</sup> Опрос населения ООО «инФОМ» и мониторинг предприятий, проводимый Банком России.

ние денежно-кредитных условий в ответ на наблюдаемые дезинфляционные или дефляционные тенденции невозможно за счет снижения ключевой ставки. Оно может создавать риски для финансовой стабильности и в случае значимого ухудшения состояния финансового сектора экономики приводить к ужесточению денежно-кредитных условий.

**Дезинфляция** – снижение темпов роста цен на товары и услуги с высоких значений, уменьшение темпов инфляции.

**Дефляция** – снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста общего индекса потребительских цен.

В развитых странах уровень ELB близок к нулю<sup>4</sup>. В странах с формирующимися рынками ELB может быть выше нуля из-за меньшего доверия экономических агентов к финансовой системе, нестабильных и повышенных инфляционных ожиданий, а также проблемы валютизации экономики. При этом ELB является ненаблюдаемой переменной, а также не представляется экзогенной и неизменной по времени величиной. То есть по мере накопления доверия, повышения устойчивости экономик стран с формирующимися рынками уровень ELB может снижаться вплоть до околонулевых значений (например, опыт Чили, Польши, Венгрии).

В России минимальный уровень ключевой ставки 4,25% годовых был достигнут в цикле смягчения денежно-кредитной политики в период пандемии коронавируса в 2020 году. Хотя дальнейшего снижения ключевой ставки не потребовалось, оно допускалось профессиональным сообществом. Финансовый сектор в целом демонстрировал устойчивость к кризисным явлениям, в том числе благодаря последовательной девальютации российской экономики после 2015 года. С учетом того что исторически Россия больше сталкивалась с проинфляционными, чем с дезинфляционными факторами, проблема ELB в контексте выбора уровня цели по инфляции в современных условиях для России не представляется существенной. Оценки также показали ([Глазова А., 2023](#)), что эмпирическая вероятность достижения ставками ZLB в российской экономике в рассматриваемый период времени была крайне низка.

#### **4. Необходимость сохранять специальный запас в уровне цели для предотвращения устойчивой отрицательной динамики цен по широкому кругу товаров и услуг не выявлена.**

За прошедший период не наблюдалось выраженных дефляционных тенденций в российской экономике. При этом анализ динамики инфляции в России показал, что при ее снижении отмечается сокращение ценовой дисперсии, или разброса приростов цен на товары и услуги ([Мещеряков А. и др., 2023](#)), то есть вероятность снижения цен по широкому кругу товаров и услуг не обязательно увеличивается со снижением общего уровня инфляции. Кроме того, хотя устойчивое снижение цен по широкому кругу товаров и услуг действительно неблагоприятно для экономики, снижение цен на отдельные товары и услуги неизбежно происходит, отражая объективные процессы: изменение потребительских привычек, появление товаров-заменителей, колебания конъюнктуры, внедрение новых технологий в процесс производства отдельных видов продукции и так далее.

#### **5. Уровень сложности российской экономики не является препятствием для установления более низкой цели по инфляции.**

Оценки показали, что фактор сложности экономики не оказывает повышательного влияния на уровень цели по инфляции в России ([Мещеряков А. и др., 2023](#)). При этом по набору структурных особенностей экономики, степени ее отраслевой диверсификации Россия немногим отличается от стран с более низким уровнем цели по инфляции. В перспективе изменения в российской экономике вследствие структурной трансформации могут потребовать дополнительной оценки данного фактора.

<sup>4</sup> Совпадает с ZLB, которая является частным случаем ELB.

## **6. Инфляция в странах – торговых партнерах России складывалась ниже 4% (до 2022 года), с ростом доли стран с формирующимися рынками среди торговых партнеров России вероятно сохранение этой тенденции, учитывая их цели по инфляции.**

В условиях открытой экономики при принятии решения об уровне цели по инфляции необходимо учитывать уровень инфляции в странах – торговых партнерах. Если инфляция в стране выше, чем в странах – торговых партнерах, то при прочих равных условиях это будет способствовать тенденции к снижению номинального курса (при неизменном реальном курсе). За период таргетирования инфляции (до 2022 года) ее уровень в странах – торговых партнерах России складывался ниже 4%. В результате структурных изменений основными торговыми партнерами России, вероятно, станут страны с формирующимися рынками. В последние годы там наблюдался тренд на снижение целей по инфляции (Бразилия – 3%, Индонезия – 2,5% с 2024 года). Средний уровень целей в странах с формирующимися рынками, которые следуют режиму таргетирования инфляции, менее 4%. Цель по инфляции в Китае – 3%, что также важно учитывать в контексте вероятного роста доли Китая во внешней торговле России в ближайшие годы.

## **7. Долгосрочные положительные эффекты для российской экономики от более низкого уровня цели могут частично или даже полностью нивелировать краткосрочные издержки.**

По оценкам, краткосрочные потери выпуска при переходе к новому уровню цели по инфляции в России оказываются достаточно низкими в сравнении с развитыми странами (еврозона, США, Великобритания) (Глазова А., 2023). Снижение цели по инфляции через фактическое снижение инфляции позволит уменьшить инфляционные ожидания населения и долгосрочные ставки. В свою очередь это будет способствовать росту доступности заемного финансирования, в том числе финансирования долгосрочных инвестиций.

*Несмотря на наличие пространства для снижения в будущем цели по инфляции, в настоящее время при принятии решения необходимо учитывать сохраняющуюся повышенную неопределенность развития ситуации в российской и мировой экономике.* Реализация рисков глобального кризиса или усиление геополитической напряженности могут увеличить инфляционное давление в ближайшие годы. Дополнительные риски для России с точки зрения динамики инфляции могут быть связаны со структурной перестройкой экономики. В частности, могут потребоваться более значительные изменения относительных цен, а также смещение сроков нормализации бюджетной политики из-за ситуации в экономике. Реализация указанных рисков создаст трудности для обеспечения соответствия фактической инфляции новому уровню цели, потребует больших издержек со стороны экономики. При этом, как показывает анализ мирового опыта (Кузьмина З. и др., 2023), успешность снижения цели по инфляции будет во многом зависеть от заблаговременного информирования общества о новом уровне цели, последовательности денежно-кредитной политики и координации действий с Правительством РФ. Это означает, что в случае принятия соответствующего решения необходимо за несколько лет до перехода объявить новый уровень цели, обсудить вопрос перехода с Правительством РФ, в том числе в части регулируемых тарифов, администрируемых цен и адаптации законодательства. Поэтому оправдан дополнительный анализ и обсуждение сроков возможного снижения цели по инфляции.

## **Тип цели по инфляции**

Среди типов цели по инфляции, встречающихся в международной практике, можно выделить следующие:

- *точка* (например, вблизи 4%, 4%, около 4%): тип цели, при котором центральный банк стремится удерживать инфляцию на некотором уровне / вблизи некоторого выбранного уровня;

- *целевой диапазон* (например, 3–4, 2–6%): тип цели, при котором центральный банк в общем приближении определяет множество равнозначных значений инфляции, каждое из которых может считаться соответствующим цели;
- *точка с диапазоном допустимых отклонений* (например, 4% ± 1 п.п.): тип цели, при котором центральный банк таргетирует точку, но также количественно определяет те значения инфляции вокруг точки, которые он, как правило, не считает отклонением от цели, подчеркивая в том числе естественность колебаний инфляции.

При выборе типа цели по инфляции можно руководствоваться следующими критериями его оптимальности. Во-первых, тип цели должен укреплять доверие в обществе и способствовать заякориванию инфляционных ожиданий. Во-вторых, он должен давать гибкость денежно-кредитной политике, не требуя реакции на все колебания цен и позволяя стабилизировать экономику в случае реализации шоков. Анализ международной практики показывает, что нет однозначных аргументов или исследований, свидетельствующих в пользу выбора того или иного типа цели по инфляции ([Магжанов Т., Мещеряков А., 2023](#)). Но на практике представители центральных банков склонны считать, что тип цели в виде точки лучше справляется с заякориванием инфляционных ожиданий, поскольку точка дает наиболее четкий и понятный сигнал для общества. При этом точка с диапазоном – наиболее распространенный формат в мире. Плюсом формата точки с диапазоном может быть более понятный количественный критерий нахождения инфляции на цели.

Переходя к таргетированию инфляции, Банк России выбрал тип цели по инфляции в виде точки<sup>5</sup>. В условиях сохранения повышенных инфляционных ожиданий, их высокой чувствительности к колебаниям цен на отдельные товары важно было выбрать такой тип цели по инфляции, который давал бы наиболее четкий сигнал обществу о цели денежно-кредитной политики. Банк России указывал, что точка является оптимальным форматом цели для решения этой задачи. Банк России отмечал, что при выборе точки с диапазоном допустимых отклонений и диапазона в качестве форматов цели сохранялся риск восприятия верхней границы диапазона в качестве компромиссной цели, привязки инфляционных ожиданий к верхней границе. Это было особенно актуально для России, учитывая отсутствие долгосрочного опыта поддержания инфляции на низком уровне и несформированное доверие к денежно-кредитной политике. Кроме того, выход инфляции за пределы диапазона допустимых отклонений мог вызывать ожидание обязательных действий со стороны Банка России. В то же время выход инфляции за границы мог бы происходить из-за краткосрочных факторов, без возникновения вторичных эффектов, что не требовало реакции денежно-кредитной политики.

Несмотря на накопленный опыт таргетирования инфляции, определенные успехи в укреплении доверия к проводимой денежно-кредитной политике, приведенные ранее Банком России аргументы в пользу точки как формата цели по инфляции остаются актуальными. Кроме того, анализ показывает, что в условиях роста волатильности инфляции и неопределенности переход от точки к типу цели с диапазоном нецелесообразен ([Магжанов Т., Мещеряков А., 2023](#)), поскольку может создать риски для доверия. При незаякоренных инфляционных ожиданиях введение диапазона может быть воспринято как введение «компромиссных» целей. Тип цели с диапазоном может также снижать дисциплину бюджетной политики.

В то же время в точечном формате решить проблему недостаточной определенности пространства значений инфляции вокруг точки, соответствующих цели, потенциально может формализация гибкого критерия отклонения инфляции от цели, включающего как размер, так и продолжительность допустимого отклонения. Наличие такого критерия для России может немного уменьшить гибкость денежно-кредитной политики, но одновременно несколько улучшить понимание обществом решений по денежно-кредитной политике.

<sup>5</sup> Подробнее см. Приложение 12 ОНДКП 2018–2020.

## Показатель, используемый для таргетирования инфляции

Цель по инфляции Банка России установлена для годового темпа прироста потребительских цен, то есть изменения за последние 12 месяцев общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением. Темп прироста потребительских цен определяется на основе индекса потребительских цен (ИПЦ). ИПЦ рассчитывается Росстатом.

Анализ показывает, что выбор ИПЦ в качестве показателя для таргетирования инфляции соответствует общепринятой практике центральных банков ([Кузьмина З. и др., 2023](#)). ИПЦ – наилучший из возможных (хотя и не идеальный) показатель. Он в наибольшей степени соответствует основным критериям, указывающим на формирование доверия к показателю:

- с понятной и прозрачной для широкой общественности методологией расчета;
- релевантный при принятии решений о потреблении, сбережении, инвестировании;
- надежный, не вызывающий сомнений с точки зрения точности расчетов на всех этапах;
- рассчитываемый независимым от центрального банка институтом;
- оперативно публикуемый;
- с низкой вероятностью последующего пересмотра;
- с длинной историей расчета;
- соответствующий общепринятым международным стандартам.

Альтернативные индикаторы, которые теоретически могут использоваться в качестве показателей для таргетирования инфляции, в меньшей степени соответствуют обозначенным критериям. К таким индикаторам относятся, например, темп роста номинальных заработных плат, дефлятор ВВП, базовый ИПЦ.

При этом недостатком ИПЦ является его волатильность и чувствительность к влиянию разовых факторов. Данный показатель несколько «зашумляет» оценку устойчивого инфляционного давления в экономике. В то же время при принятии решений по денежно-кредитной политике необходимо понимать, являются ли наблюдаемые тенденции в динамике инфляции устойчивыми. Если динамика инфляции обусловлена действием разовых факторов, влияние которых исчерпывается на коротком горизонте, то реакции денежно-кредитной политики на колебания цен может не требоваться. Поэтому на практике центральные банки, в том числе и Банк России, при анализе для выработки решения по ключевой ставке используют дополнительные ценовые показатели, отражающие устойчивое ценовое давление<sup>6</sup>.

Направлением для дальнейшего улучшения практики Банка России может быть регулярное использование, наряду с ИПЦ, показателей устойчивой инфляции в коммуникации. В частности, Банк России может определить более узкий, постоянный круг индикаторов, который будет регулярно комментироваться во всех основных информационных продуктах Банка России (в том числе в пресс-релизе по ключевой ставке, заявлениях Председателя Банка России, Докладе о денежно-кредитной политике).

## Описание горизонта достижения цели

Банк России стремится поддерживать инфляцию вблизи 4% постоянно. Это отражает максимальную нацеленность Банка России на обеспечение ценовой стабильности и достижение целевого уровня инфляции, что благоприятно для повышения доверия к проводимой денежно-кредитной политике. При этом «постоянно» не означает, что в случае отклонения инфляции от цели Банк России мерами денежно-кредитной политики будет пытаться вернуть ее к целевому уровню в рекордные сроки без учета причин отклонений и последствий своих решений. При принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывает длительность действия

<sup>6</sup> Более подробно о показателях инфляции, используемых Банком России, см. Приложение 3 ОНДКП 2021–2023, Приложение 2 ОНДКП 2022–2024, Приложение 2 ОНДКП 2023–2025.

факторов, вызвавших отклонение инфляции от цели, и анализирует возможную продолжительность отклонения. Скорость возвращения инфляции к цели выбирается Банком России также с учетом влияния изменения ключевой ставки на экономику и финансовый сектор.

В международной практике более распространена формулировка о достижении цели в среднесрочный период. Такая формулировка наилучшим образом отражает невозможность повлиять на инфляцию в краткосрочный период мерами денежно-кредитной политики. В то же время ее недостатком может быть восприятие цели по инфляции как чего-то недостижимого, постоянно отодвигаемого в будущее, что может неблагоприятно отразиться на доверии к денежно-кредитной политике.

Менее распространенными, но используемыми являются формулировки «постоянно», «с течением времени», «на горизонте влияния денежно-кредитной политики», «на заданном горизонте», «большую часть времени», «как можно раньше».

Формулировка «постоянно», которую использует Банк России, в связке с уровнем и типом цели может восприниматься как избыточно жесткое обязательство без дополнительных пояснений. При этом любое изменение формулировки горизонта должно сохранять явное указание на обязательность возвращения инфляции к цели с учетом лагов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Это важно в том числе с учетом незаякоренности инфляционных ожиданий населения и бизнеса в России.

#### Вопросы для обсуждения:

1. Считаете ли вы целесообразным изменение уровня цели по инфляции в будущем (на горизонте более 3 лет)?
2. Какой уровень инфляции кажется вам приемлемым?
3. Поддерживаете ли вы сохранение точечного формата цели по инфляции?
4. Поддерживаете ли вы сохранение ИПЦ в качестве таргетируемого показателя инфляции?
5. Целесообразно ли Банку России выбрать для регулярной коммуникации круг показателей устойчивой инфляции дополнительно к ИПЦ?



## ОПЕРАЦИОННАЯ ПРОЦЕДУРА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В рамках стратегии таргетирования инфляции Банк России оказывает влияние на экономическую активность и динамику цен в основном через канал процентных ставок. Чтобы изменение ключевой ставки эффективно транслировалось в экономику, на первом этапе трансмиссии важно, чтобы однодневные ставки денежного рынка находились вблизи ключевой ставки. Это операционная цель денежно-кредитной политики. Чтобы обеспечивать достижение данной цели, Банк России в конце 2013 года реформировал операционную процедуру денежно-кредитной политики – систему инструментов денежно-кредитной политики и подходов к их применению. В последующие годы Банк России последовательно дополнял систему инструментов, а также совершенствовал существующие подходы.

Выстроенная Банком России операционная процедура соответствует мировой практике. При этом она учитывает особенности российской экономики, банковского сектора и денежного рынка.

Ситуация с ликвидностью банковского сектора определяет выбор типа операционной процедуры – симметричного процентного коридора. В России ряд ключевых факторов формирования ликвидности характеризуется высокой волатильностью. В частности, это касается бюджетных средств и спроса на наличные деньги. Эти факторы в разное время могут приводить к существенному и резкому изменению ситуации с ликвидностью в банковском секторе. В таких условиях процентный коридор является оптимальной формой операционной процедуры. Банк России использует симметричный относительно ключевой ставки процентный коридор шириной 200 базисных пунктов (+/- 100 базисных пунктов к ключевой ставке Банка России). Это позволяет формировать равные альтернативные издержки при использовании кредитными организациями операций постоянного действия по предоставлению/абсорбированию ликвидности Банка России. Наличие операций постоянного действия ограничивает волатильность краткосрочных ставок денежного рынка шириной процентного коридора, поддерживая активность кредитных организаций на денежном рынке и сохраняя пространство для формирования ставок денежного рынка под влиянием рыночных условий.

Банк России для управления ставками в процентном коридоре, как и многие центральные банки, в зависимости от ситуации с ликвидностью проводит либо недельные аукционы репо, либо депозитные аукционы. Данные операции позволяют минимизировать текущий дефицит/профицит ликвидности на горизонте свыше одной недели и присутствие Банка России на денежном рынке. Если Банк России видит риски роста спреда ставок денежного рынка к ключевой ставке из-за возникающих краткосрочных дисбалансов ликвидности, он проводит аукционы «тонкой настройки» на срок от 1 до 6 дней.

В условиях существенного объема структурного дефицита (профицита) ликвидности Банк России дополнительно проводит операции на более длительные сроки. Это позволяет снизить нагрузку на основные операции и волатильность ставок денежного рынка.

С учетом особенностей российского денежного рынка Банк России выбрал операционным ориентиром денежно-кредитной политики процентную ставку RUONIA – ставку овернайт необеспеченного сегмента денежного рынка (МБК). В сегменте овернайт кредитные организации заключают наибольший объем сделок, а процентные ставки не учитывают премию за срочность. Участниками рынка МБК являются только кредитные организации, а обеспечение отсутствует (стоимость и доступность обеспечения не влияют на уровень ставок). Поэтому, регулируя уровень ликвидности, Банк России может максимально эффективно влиять на уровень ставок в этом сегменте.

Однодневные ставки рынка МБК служат отправной точкой для большинства ставок в экономике, базовой ставкой для производных финансовых инструментов и финансовых продуктов с плавающей ставкой. Это позволяет Банку России с лагом воздействовать на всю транс-

**Трансфертная кривая** – набор внутренних единых трансфертных процентных ставок для операций разных сроков, устанавливаемых коммерческим банком. Она является центральной частью внутрибанковской системы трансфертного ценообразования, позволяющей кредитной организации выстраивать согласованную линейку цен по операциям на различных сегментах рынка и в случае необходимости гибко изменять структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств.

фертную кривую, обеспечивая эффективность трансмиссии решения по денежно-кредитной политике в экономику. При этом Банк России стремится снизить свое влияние на финансовый рынок. Ценообразование на прочих рынках, кроме сегмента овернайт денежного рынка, происходит под действием рыночных факторов. А операционная процедура денежно-кредитной политики выстроена так, чтобы стимулировать участников рынка управлять своей ликвидностью с помощью преимущественно рыночных операций.

Как и другие центральные банки, управляющие процентными ставками денежного рынка, Банк России использует обязательные резервы как инструмент, позволяющий сформировать устойчивый и предсказуемый спрос кредитных организаций на ликвидность. При этом банкам предоставлено право усреднять обязательные резервы на корреспондентских счетах, то есть не каждый день поддерживать соответствующий объем средств, а только в среднем за период в 4–5 недель. Это позволяет банкам гибко реагировать на изменения уровня ликвидности, самостоятельно компенсировать текущий дефицит/профицит ликвидности, что в конечном счете способствует стабилизации рыночных ставок. Обязательные резервы формируют буфер ликвидности: при необходимости у Банка России есть возможность снизить нормативы и оперативно предоставить необходимые средства банкам. Банк России также применяет дифференцированные нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в национальной и иностранной валютах. Это формирует различную альтернативную стоимость привлечения обязательств. В этом контексте Банк России задействует обязательные резервы в качестве инструмента девальютизации структуры балансов кредитных организаций.

Операции денежно-кредитной политики Банка России являются связующим звеном между решениями Банка России по денежно-кредитной политике, финансовым сектором и далее всей экономикой. От того, насколько быстро и точно решения по денежно-кредитной политике передаются в процентные ставки на финансовом рынке, зависит успешность достижения цели по инфляции. Проведенный в рамках Обзора ДКП анализ ([Яцык О. и др., 2023](#)) показал, что операционная процедура Банка России позволяет управлять ставками МБК при любой ситуации с ликвидностью и эффективно достигать операционной цели. Даже в условиях резкого перехода от структурного дефицита к структурному профициту ликвидности в 2022 году Банк России не терял возможности управлять краткосрочными ставками денежного рынка. Ставка RUONIA в прошедший период максимально оперативно изменялась вслед за изменением ключевой ставки Банка России.

В нормальных условиях ставка RUONIA остается в рамках процентного коридора. Ее средний спред к ключевой ставке в период с 2016 года был меньше стандартного шага денежно-кредитной политики (0,25 п.п.). Ситуация с ликвидностью банковского сектора (структурный дефицит или профицит ликвидности) влияла на положение ставки RUONIA в процентном коридоре: в случае дефицита ликвидности формировался положительный спред RUONIA к ключевой ставке Банка России, в случае избытка ликвидности – отрицательный. При этом величина структурного дефицита или профицита не влияла на размер спреда. Значительное изменение структурного дефицита или профицита могло приводить к временному росту волатильности ставок денежного рынка, однако банковский сектор достаточно быстро (1–2 периода усреднения) адаптировался к изменению ситуации с ликвидностью. В целом величина спреда RUONIA к ключевой ставке предсказуема и учитывалась при принятии решений по ключевой ставке. Через процентный канал трансмиссионного механизма изменения ставки RUONIA эффективно транслировались в другие ставки денежного рынка.

В то же время есть ряд факторов, ограничивающих эффективность операционной процедуры Банка России. Это сегментированность и высокая концентрация банковского сектора, определяющие специфику распределения средств на денежном рынке и их стоимость. Некоторому росту волатильности ставок способствует и отсутствие синхронизации графиков периодов усреднения и заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке (Яцык О. и др., 2023). С учетом этого с 2023 года Банк России максимально сблизил эти графики. В их полной синхронизации нет необходимости, поскольку рост волатильности ставок в ожидании заседания Совета директоров носит временный характер. В целом обозначенные факторы не являются критичными и не препятствуют управлению ликвидностью банковского сектора.

Большое внимание в Обзоре ДКП было уделено параметрам обязательных резервов. Поскольку основной их функцией является содействие управлению ликвидностью банковского сектора, кредитные организации поддерживают обязательные резервы в форме остатков на своих счетах в Банке России. В целом порядок формирования обязательных резервов соответствует задачам данного инструмента и международной практике. Проведенный анализ (Яцык О. и др., 2023) показывает, что объем обязательных резервов является достаточным для бесперебойного проведения платежей в платежной системе Банка России и компенсации шоков ликвидности. Вместе с тем сейчас небольшая доля обязательных резервов (около 10%) блокируется на счетах по их учету. С учетом функций обязательных резервов целесообразно всю сумму обязательных резервов поддерживать на корсчетах банков в Банке России, чтобы банки могли использовать эти средства для проведения платежей.

Банк России не начисляет проценты на обязательные резервы. В отличие от других центральных банков, использующих обязательные резервы для формирования арбитражных возможностей на денежном рынке, платность обязательных резервов не является необходимым элементом операционной процедуры Банка России. В то же время неоплачиваемые обязательные резервы позволяют Банку России использовать дифференцированные нормы обязательных резервов в качестве инструмента девальютизации банковских балансов.

По мере развития платежной инфраструктуры, изменения структуры банковского и в целом финансового сектора России и передового опыта крупнейших центральных банков Банк России продолжает совершенствовать свою операционную процедуру денежно-кредитной политики. В настоящее время Банк России проводит **трансформацию** стандартного механизма предоставления ликвидности в основной и дополнительный механизмы. Операции предоставления ликвидности будут разделены в соответствии с их задачами: формирование верхней границы процентного коридора и выполнение Банком России роли кредитора последней инстанции. Эти инструменты будут разграничены по ставкам, срокам и принимаемому обеспечению. Разделение операций направлено на то, чтобы дестимулировать кредитные организации излишне полагаться на операции постоянного действия Банка России в стабильных условиях и при этом дать им возможность оперативно привлекать необходимую ликвидность в стрессовой ситуации ее оттока.

#### Вопросы для обсуждения:

1. Разделяете ли вы мнение Банка России, что система процентного коридора продемонстрировала свою гибкость и эффективность в достижении операционной цели денежно-кредитной политики и оснований для ее пересмотра нет?
2. Как вы оцениваете предложенную Банком России реформу механизма предоставления ликвидности с его разделением на основной (наиболее ликвидный пул обеспечения и меньший спред ставки к ключевой – для регулирования ликвидности в нормальных условиях) и дополнительный (более широкий круг обеспечения с более широким спредом – для использования в условиях значительного оттока ликвидности)?
3. Считаете ли вы целесообразным синхронизировать графики периодов усреднения обязательных резервов и даты вступления в силу решений Совета директоров Банка России по ключевой ставке?



## НОВЫЕ ВЫЗОВЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В последние несколько лет мировая экономика развивается в непростых условиях. Торговые противоречия и протекционистские меры, пандемия и ограничения привычной деятельности, усиление геополитического напряжения и фрагментация рынков – все это значимо влияло на экономическую динамику и инфляцию.

В то же время продолжали развиваться и долгосрочные тренды, связанные с поступательным развитием общества. Увеличение разнообразия финансового сектора и рост числа потребителей финансовых и инвестиционных услуг, глобальное потепление и рост экологической осознанности, старение населения и сокращение его численности, дифференциация разных групп населения в доходах и возможностях – все эти процессы идут одновременно во многих странах, хотя их проявление различается из-за экономического, институционального и социокультурного контекста.

Все эти процессы находят отражение в российской экономике и прямо или опосредованно будут оказывать на нее влияние в будущем. Дополнительно в 2022 году российская экономика столкнулась с существенным изменением внешних условий, связанным с введением беспрецедентных по масштабу санкций в отношении российского реального и финансового секторов. Это запустило процесс структурной трансформации российской экономики – центрального вызова для российской экономики на ближайшие годы.

Многие из отмеченных процессов формируют вызовы за рамками влияния денежно-кредитной политики. Тем не менее, как показывает анализ ([Смирнова Ж., 2023](#)), они могут осложнять проведение денежно-кредитной политики.

Прежде всего это связано с вероятным увеличением частоты шоков предложения. В отличие от шоков спроса, шоки предложения двигают цены и выпуск в разном направлении. Как следствие, денежно-кредитная политика не может одновременно стабилизировать инфляцию и выпуск. Увеличение частоты и длительности шоков предложения может также осложнять задачу по определению того, в какой фазе цикла находится экономика, и, соответственно, требуемой реакции денежно-кредитной политики. Для экономики с незаякоренными инфляционными ожиданиями, как в России, ключевое значение для определения требуемой реакции денежно-кредитной политики будет иметь оценка продолжительности шока и рисков возникновения вторичных эффектов инфляционных ожиданий. Пространства для «выжидательного наблюдения» может быть меньше, чем в экономике с заякоренными инфляционными ожиданиями, а реакция денежно-кредитной политики на возникающие отклонения в ценовой динамике – более активной. В связи с этим дополнительное значение получает коммуникация принятых решений.

Одновременно будут происходить изменения на стороне спроса. Демографические изменения, развитие «зеленой» экономики, расширение возможностей в финансовой сфере и другие процессы будут приводить к тому, что будет меняться потребительское, сберегательное и инвестиционное поведение населения. Это в свою очередь будет определять различие в реакции на экономические шоки и решения по денежно-кредитной политике, влияя на трансмиссионный механизм.

Рассмотренные выше долгосрочные тренды способны существенно влиять на задачи и приоритеты, требующие государственных расходов, а также оказывать влияние на налоговые доходы. Это касается и других стран, и России. В то же время необходимым условием успешной структурной трансформации и создания предпосылок для более высокого темпа потенциального роста в экономике является макроэкономическая стабильность. Сохранение ответственной бюджетной политики необходимо для того, чтобы денежно-кредитная полити-

ка была способна эффективно решать задачу поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий для сбалансированного и устойчивого экономического роста.

## Структурная трансформация российской экономики

Российской экономике предстоит пройти через масштабные процессы перестройки. Одни предприятия существенно изменят фокус своего производства и переключатся на иной тип продукции, другим придется покинуть рынок, их заменят новые предприятия в новых нишах. Соотношение отраслей в экономике изменится.

Первичная адаптация экономики к новым условиям во многом совершилась. В дальнейшем процесс структурной трансформации российской экономики будет зависеть от доступности факторов производства и их производительности. В свою очередь на доступность капитала и труда будут влиять санкции, реконфигурация мировой торговли, увеличение фрагментации рынков, климатическая политика, увеличение глобальной конкуренции за рабочую силу.

Ограничения на технологический импорт делают недоступной часть капитала, которая ранее была задействована в производственных процессах. Одновременно сложившаяся демографическая структура указывает на постепенное сокращение рабочей силы в России на долгосрочном горизонте. Ограниченная доступность капитала и дефицит рабочей силы могут приводить к волнообразным шокам производительности. В ближайшие несколько лет отрицательные шоки производительности, вероятно, будут преобладать. Проинфляционное давление может усилиться. В то же время высокий уровень инфляции отрицательно влияет на производительность. К тому же процесс технологического улучшения требует существенного объема финансирования, доступность которого часто зависит от ставок. Поэтому денежно-кредитная политика, направленная на поддержание инфляции вблизи цели и снижение инфляционных ожиданий, будет улучшать перспективы роста производительности и возвращения экономики на траекторию устойчивого роста.

Для реализации денежно-кредитной политики важно также влияние, которое оказывают и будут оказывать введенные ограничения и структурная трансформация на трансмиссионный механизм и реальную нейтральную процентную ставку. Санкции и ответные меры существенно изменили работу валютного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Прежде решение по ключевой ставке транслировалось в стоимость финансовых инструментов и далее в валютный курс напрямую, теперь оно в значительной степени влияет через процентный канал сначала на спрос на импортные товары и уже затем на курс. Трансмиссия денежно-кредитной политики по курсовому каналу стала более опосредованной. Влияние внешних ограничений и структурной трансформации экономики на реальную нейтральную ставку неоднозначно. Преобладают факторы, способствующие ее повышению, как минимум на краткосрочном горизонте. К ним можно отнести и дополнительные издержки в финансовом секторе, и рост потребностей в инвестициях, и возможный рост структурного дефицита бюджета, и увеличение премии за риск.

## Эволюция финансовой архитектуры

Финансовая архитектура меняется вместе с увеличением технологических возможностей. Упрощение доступа к финансовым рынкам и развитие технологий способствовали быстрому росту числа розничных инвесторов в мире в последние 5–10 лет. В России эта тенденция также наблюдалась. Дополнительным фактором стали переход к режиму ИТ и стабилизация инфляции. Рост числа розничных инвесторов на рынке ведет к увеличению его ликвидности, улучшению трансмиссии денежно-кредитной политики, более эффективному распределению капитала в экономике. При этом для ограничения рисков, связанных с эмоциональными или

недостаточно информированными действиями инвесторов, важно расширять программы финансовой грамотности и принимать меры по защите прав инвесторов. Банк России продолжит работу в этом направлении.

В последние годы получили развитие цифровые валюты. Банк России одним из первых приступил к разработке собственной цифровой валюты. Цифровой рубль – это третья форма денег. Доступ к цифровым счетам будет осуществляться через банковский сектор, при этом проценты на цифровой рубль начисляться не будут. На соотношение между различными формами денег будет влиять ряд факторов, в том числе удобство их использования, транзакционные издержки и простота конвертации средств из одной формы денег в другую, а также уровень процентных ставок по банковским депозитам. Введение цифрового рубля не предполагает значимых изменений в трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики. Для снижения рисков для кредитных организаций, связанных с оттоком средств клиентов, и облегчения адаптации банков к появлению цифрового рубля Банк России установит лимит на объем перевода средств с банковских счетов в цифровой рубль.

Инфраструктура системы трансграничных платежей также меняется под влиянием новых технологий. Рассматриваемые варианты включают цифровые валюты, альтернативные системы передачи финансовых сообщений, объединение платежных систем, интеграцию систем быстрых платежей и другие. Значимый тренд в трансграничных расчетах – это переход на расчеты в национальных валютах. Во внешнеторговых расчетах России происходит смещение валютной структуры в пользу валют дружественных стран. При этом часть расчетов неизбежно останется в традиционных резервных валютах. В результате двусторонние внешнеторговые потоки становятся менее сбалансированными, что оказывает влияние на динамику курса рубля к разным валютам. Для сглаживания возможных валютных дисбалансов необходимо развитие инструментов валютного арбитража, инструментов хеджирования внешнеторговых и финансовых операций, развитие рынка производных финансовых инструментов.

## Декарбонизация и глобальное потепление

Изменение климата – медленный процесс, но его последствия для экономики могут быть существенными. Если темп глобального потепления не замедлится, через несколько десятилетий его последствия могут стать необратимыми, некоторые экосистемы перестанут существовать. Изменение климата также приводит к увеличению числа экстремальных погодных явлений и природных катастроф, которое неуклонно растет со второй половины XX века.

С изменением климата связано два типа рисков: физические и переходные. Физические риски являются следствием реализации экстремальных погодных явлений. Они приводят к снижению выпуска и всплескам инфляции. При этом чем чаще случаются разрушительные природные явления, тем больше экономика вынуждена работать в режиме восстановления вместо развития.

Переходные риски возникают из-за перехода к низкоуглеродной экономике, в том числе мер, принимаемых правительствами и органами регулирования, направленных на предотвращение изменений климата (например, введение внутреннего или трансграничного углеродного регулирования). Климатическая политика может ограничить рост температуры, но согласование единого международного подхода сопряжено с трудностями из-за разной обеспеченности стран финансовыми и природными ресурсами и технологическими возможностями. Как следствие, подстройка мировой экономики к новому равновесию на рынках энергоносителей может быть длительной и турбулентной. Неупорядоченная климатическая политика будет вызывать рост стоимости энергетических товаров, причем в этом случае инфляционное давление будет волатильным и продолжительным и может вызывать существенный рост инфляционных ожиданий. При этом выпуск в экономике может снижаться как

из-за необходимости перестройки производственных процессов, так и из-за прекращения использования углеродоемких активов.

Для российской экономики проявление эффектов, сопоставимых с реализацией переходных рисков, фактически началось в 2022 году. В дальнейшем переходные риски будут связаны с продолжающимся снижением мирового спроса на товары с высоким углеродным следом, ужесточением требований торговых партнеров к ESG-отчетности, а также с введением трансграничного углеродного регулирования (прежде всего в Азии). России, вероятно, также предстоит введение соразмерного внутреннего углеродного налога, в том числе для того, чтобы производить его зачет в рамках уплаты трансграничных платежей. При этом дистанцирование от международной климатической повестки приведет к накоплению технологического отставания (в том числе на фоне ограничений на импорт высокотехнологичного оборудования), которое может привести к росту затрат на проекты по повышению энергоэффективности.

Климатические изменения и меры по декарбонизации будут приводить к тому, что все чаще одновременно будут происходить как шоки спроса, так и шоки предложения, и их будет сложнее отделить друг от друга. Такое переплетение шоков усложняет оценку разрыва выпуска – одного из ключевых параметров в принятии решений по ДКП, и обостряет проблему выбора между стабилизацией инфляции и стабилизацией выпуска. Кроме того, более частые шоки на товарных рынках могут осложнить прогнозирование инфляции. Границы неопределенности относительно наиболее подходящей реакции ДКП на ситуацию в экономике могут становиться все более широкими. Таргетирование инфляции остается наиболее подходящим режимом денежно-кредитной политики для экономики в условиях климатических изменений, однако существенно вырастает роль коммуникации – в особенности в периоды, когда центральный банк не реагирует на инфляционные шоки, связанные с климатическими изменениями или переходной политикой.

## Социально-демографические вызовы

Один из наиболее существенных социально-демографических вызовов – старение населения. Оно наблюдается в большинстве крупных стран, а во многих из них этот процесс сопровождается депопуляцией. Демографические процессы в России сочетают в себе как снижение численности населения, так и его старение. Это означает снижение численности рабочей силы и ее производительности, что в свою очередь может привести к снижению потенциального выпуска.

Демографические изменения проявляются как на стороне спроса, так и на стороне предложения, поэтому однозначный вывод относительно их влияния на инфляцию сделать пока затруднительно. В условиях, когда люди старших возрастов меньше тратят, а предложение не подстраивается, может наблюдаться дефляционное давление. Если же наоборот, в период активной жизни люди больше сберегают, в то время как после ее завершения склонны тратить, то при увеличении доли старших возрастов может наблюдаться проинфляционное давление. В то же время и сокращение рабочей силы, и рост государственных расходов на социальное и пенсионное обеспечение, вызванные старением населения, связывают с увеличением проинфляционного давления.

Демографические изменения формируют понижающее давление на нейтральную ставку. Основная причина в том, что рост ожидаемой продолжительности жизни побуждает больше сберегать, и общий уровень сбережений в экономике растет. При этом снижение численности населения ведет к сокращению отдачи на капитал и снижению спроса на инвестиции, что в совокупности приводит к снижению нейтральной ставки.

Влияние трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики на совокупный спрос может несколько снизиться. Люди старшего возраста меньше пользуются кредитами, менее

заинтересованы в покупке жилья, товаров длительного пользования и рискованных активах. Тем не менее исследования показывают, что режим таргетирования инфляции в целом является оптимальным для экономики с высокой долей старших возрастов.

Другой важный социально-демографический вызов – проблема неравенства. Неравенство в том или ином виде наблюдается во всех странах мира. Оно проявляется в неравенстве доходов, потребления, активов и возможностей и складывается под действием множества факторов за длительный промежуток времени. В России в последние несколько лет неравенство снижалось. Денежно-кредитная политика, направленная на поддержание низкой и стабильной инфляции, косвенно способствует сокращению неравенства. Домохозяйства с низкими доходами большую часть средств имеют в виде наличных денег или на текущих счетах, которые никак не застрахованы от инфляции. При высокой и волатильной инфляции покупательная способность номинальных доходов существенно сокращается. Низкая инфляция делает расходы низкодоходных групп более предсказуемыми, позволяет планировать бюджет, создает условия для формирования сбережений и ограничивает рост неравенства. Вдобавок ДКП, реализуемая в рамках режима ИТ, не дает неравенству усугубляться. Это особенно заметно во время спада – низкодоходные группы населения обычно страдают первыми, поскольку, часто имея самые низкие квалификации, в первую очередь попадают под сокращение. ДКП, направленная на возвращение экономики к потенциалу, позволяет быстрее повысить доходы этих групп населения.

Очень большое неравенство может влиять на эффективность трансмиссии решений по ДКП. Более состоятельные категории населения лишь незначительно меняют потребление в ответ на изменение ставок ДКП, поэтому, если неравенство в экономике большое, центральному банку приходится более резко менять ставки при необходимости стимулирования или охлаждения экономики. Это может приводить к волатильности выпуска и затруднять достижение цели по инфляции. В России текущий уровень неравенства не влияет на работу процентного канала трансмиссионного механизма ДКП, который демонстрирует высокую эффективность.

## Сохранение ответственной бюджетной политики

Рассмотренные выше долгосрочные тренды способны существенно влиять на задачи и приоритеты, требующие государственных расходов. Одновременно они также могут оказывать влияние на налоговые доходы бюджетной системы. Это касается как России, так и других стран.

Помимо этого, структурная трансформация российской экономики, связанная с адаптацией к изменившимся внешним условиям, санкционному давлению, изменением конфигурации производственных и логистических цепочек, является дополнительным фактором, способным значимо повлиять на бюджетную политику.

При этом необходимым условием успешной структурной трансформации и создания предпосылок для более высокого темпа потенциального роста в экономике является макроэкономическая стабильность. С учетом новых вызовов ее необходимость даже возрастает. Так, долгосрочная конфигурация бюджетной политики, в частности размер структурного дефицита бюджетной системы в целом, является неотъемлемой составляющей устойчивости экономики к будущим шокам.

С точки зрения денежно-кредитной политики, как и в любых других условиях, предсказуемость бюджетной политики и стабильность ее параметров на среднесрочном горизонте необходимы для более точной оценки вклада операций бюджетного сектора в формирование совокупного спроса в экономике. Это помогает определять своевременную и соразмерную реакцию денежно-кредитной политики на риски для ценовой стабильности, устойчивого отклонения инфляции от целевого уровня.

Более высокие значения структурного дефицита, большой вклад бюджетного сектора в совокупный спрос и прирост денежных агрегатов при прочих равных означают, что для

сохранения ценовой стабильности, поддержания экономики на траектории устойчивого и сбалансированного роста остается меньше пространства для расширения кредита экономике, бизнесу и гражданам.

При этом уверенность граждан и бизнеса в бюджетной устойчивости, соразмерности структурного дефицита и прироста долга, связанного с ним, будущим возможностям экономики напрямую влияет на уровень премии за макроэкономический риск, которая закладывается в процентные ставки и стоимость капитала. Предсказуемость бюджетной политики и доверие к макроэкономической политике, которая является следствием этой предсказуемости и выражается, в частности, в заякоренных инфляционных ожиданиях, создают больше гибкости в проведении контрциклической денежно-кредитной политики. И наоборот: дефицит доверия к бюджетной политике, заявленным структурным параметрам бюджетной системы, готовности государства их удерживать даже при изменении условий может требовать от центрального банка реагировать более жестко. Поскольку такой дефицит доверия часто приводит к росту инфляционных ожиданий, то центральный банк будет вынужден ужесточать денежно-кредитную политику для предотвращения раскручивания инфляционной спирали.

Более того, при поддержании высокого структурного дефицита бюджета происходит непрерывный рост объема государственного долга не только в абсолютном выражении, но и по отношению к ВВП и доходам бюджета. Это может приводить к так называемому бюджетному доминированию – ситуации, когда эффективность денежно-кредитной политики для поддержания ценовой стабильности падает. Крайний случай бюджетного доминирования возникает, если из-за накопленного объема долга и сильно разъякоренных инфляционных ожиданий последствия от повышения процентных ставок для процентных расходов бюджета, темпа дальнейшего наращивания государственного долга и его вклада в динамику денежной массы начинают превышать эффект от изменения ставки центрального банка на рост кредита экономике. То есть если из-за разбалансированности государственных финансов повышение ставок не способно затормозить рост денежной массы. Именно подобный механизм в той или иной форме наблюдался во многих странах с формирующимися рынками в 1980–1990-х годах, а в некоторых из них имеет место и сейчас. Выход из этих эпизодов крайне высокой инфляции становится возможным только при радикальной бюджетной консолидации.

Благодаря консервативной бюджетной политике прошлых лет для российской экономики о ситуации бюджетного доминирования в настоящий момент говорить неуместно. Денежно-кредитная политика была способна решительно отреагировать на инфляционный шок 2022 года и быстро восстановить ценовую стабильность.

Тем не менее очень важно этот риск не упускать из виду, так как последствия его реализации могут быть очень болезненными и для экономики в целом, и для бизнеса, и для граждан. В свете этого сохранение бюджетного правила, которое обеспечивает предсказуемый и умеренный уровень структурного дефицита бюджета, и доверия к тому, что государство будет следовать этому правилу, является необходимой предпосылкой как для умеренного уровня процентных ставок в экономике, так и для способности денежно-кредитной политики эффективно возвращать инфляцию к цели, поддерживать экономику вблизи траектории сбалансированного и устойчивого роста.

**Вопросы для обсуждения:**

1. Какие из рассмотренных долгосрочных трендов в мировой экономике способны в наибольшей мере повлиять на развитие российской экономики?
2. Какие основные долгосрочные последствия для российской экономики вы видите от введенных в 2022 году ограничений, а также дальнейшей реконфигурации мировой торговли и увеличения фрагментации рынков? Способны ли они значимо повлиять на способность денежно-кредитной политики Банка России обеспечить достижение цели ценовой стабильности?
3. Насколько значительным, на ваш взгляд, может быть результирующее влияние всех рассмотренных трендов и факторов на уровень долгосрочной реальной нейтральной ключевой ставки для российской экономики? Или, другими словами, по мере развития этих трендов в предстоящие годы Банку России, на ваш взгляд, потребуется в среднем поддерживать более высокий или более низкий уровень ключевой ставки, чтобы обеспечить ценовую стабильность, формировать условия сбалансированного и устойчивого экономического роста.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

## ЭТАПЫ ПЕРЕХОДА БАНКА РОССИИ К ИТ

Рис. 1



Источник: данные Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ  
(% Г/Г)

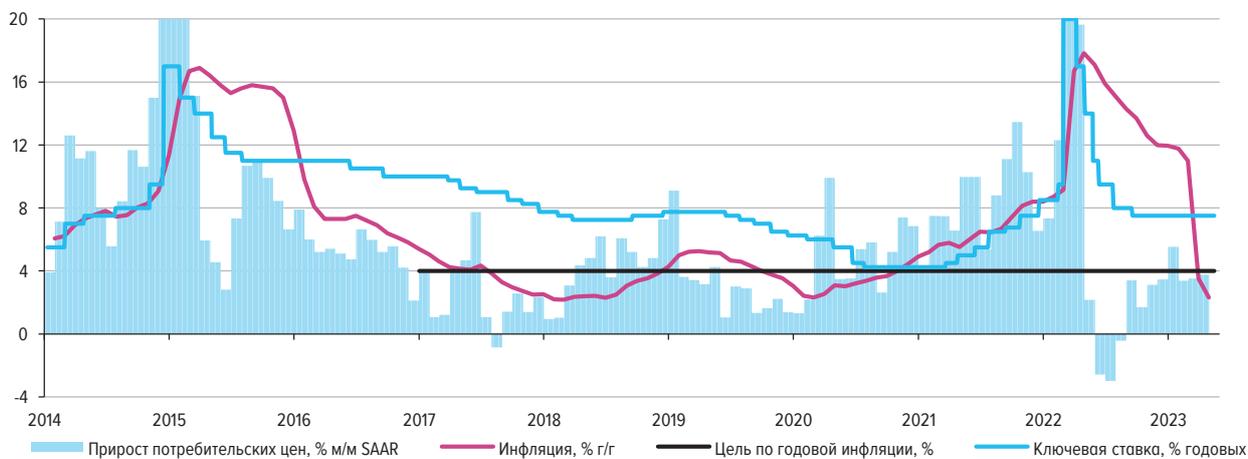
Рис. 2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ И ИНФЛЯЦИЯ

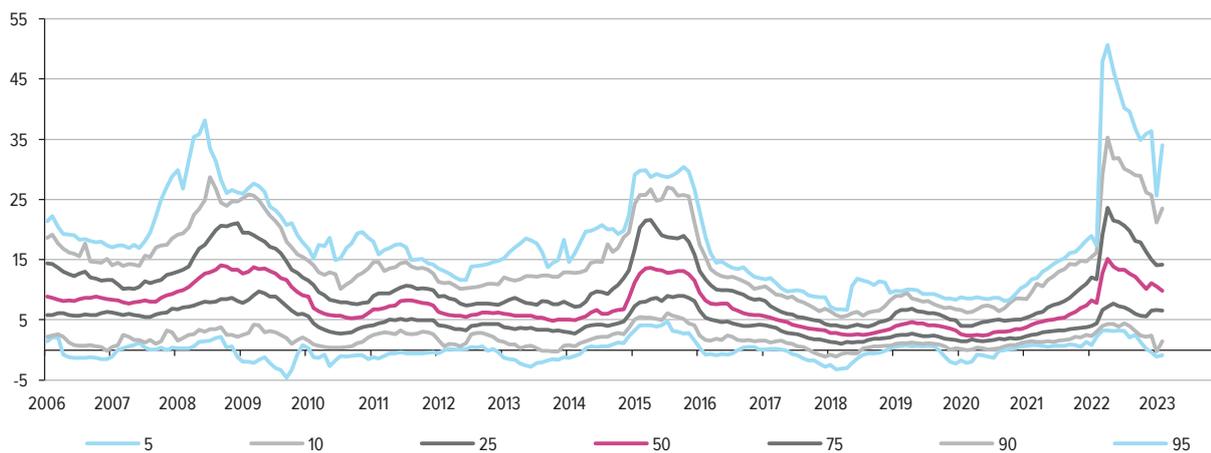
Рис. 3



Источники: Росстат, Банк России.

ПЕРСЕНТИЛИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ГОДОВЫХ ПРИРОСТОВ ЦЕН  
(%)

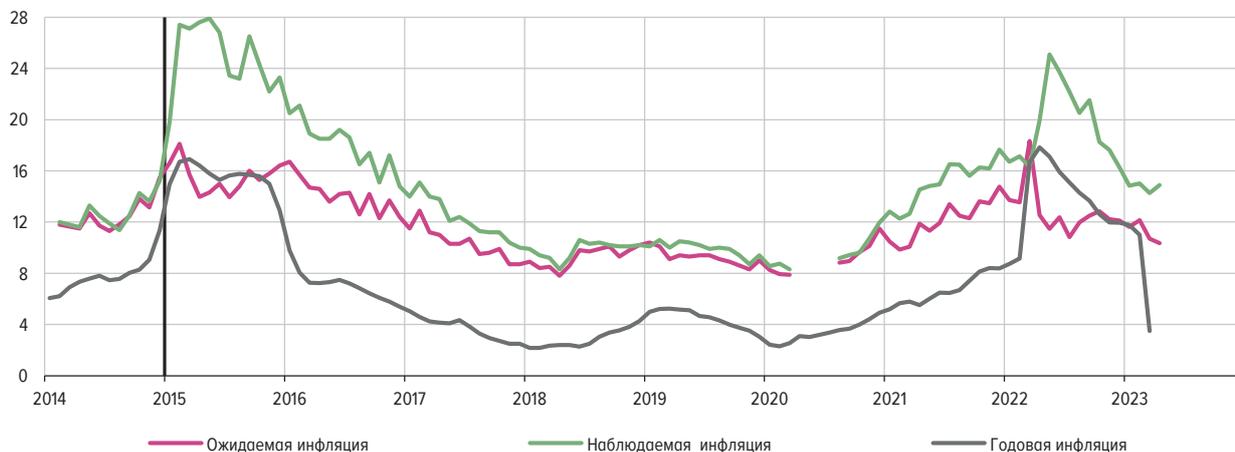
Рис. 4



Примечание. Распределение ценовых приростов приведено без учета волатильных цен на отдельные виды продуктов питания, услуги зарубежного туризма и авиаперелеты.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ НА ГОД ВПЕРЕД ИНФЛЯЦИЯ, МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА  
(%)

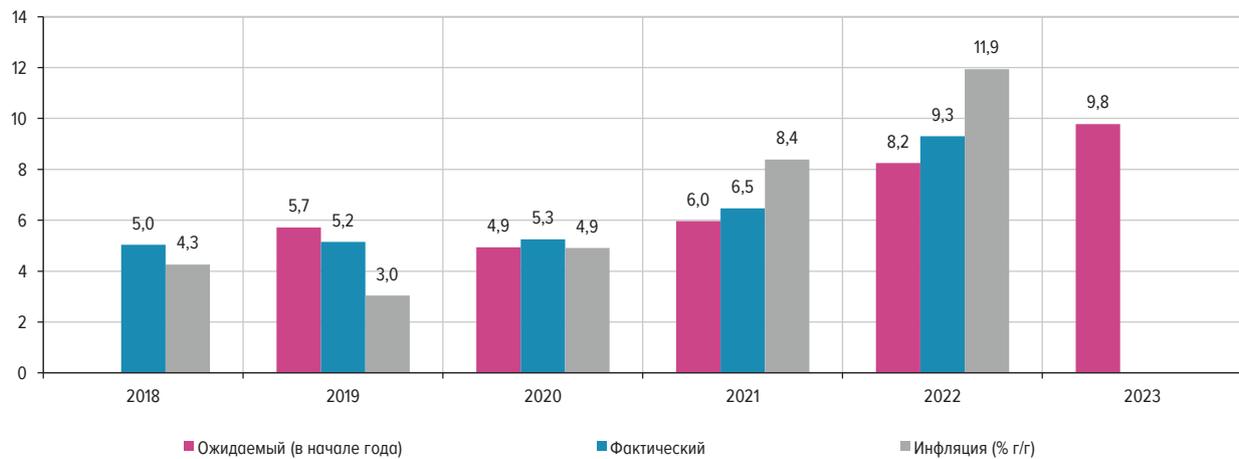
Рис. 5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

СРЕДНИЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ, ЗАЛОЖЕННЫЙ В БИЗНЕС-ПЛАНЫ  
(%)

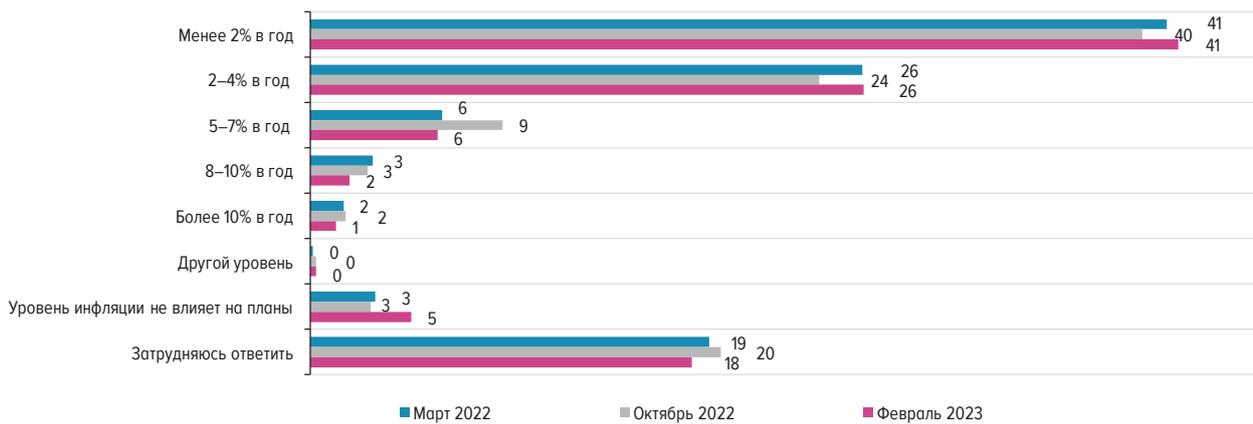
Рис. 6



Источники: Банк России, Росстат.

ПРИЕМЛЕМЫЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ НАСЕЛЕНИЯ  
(% ОТ ОПРОШЕННЫХ)

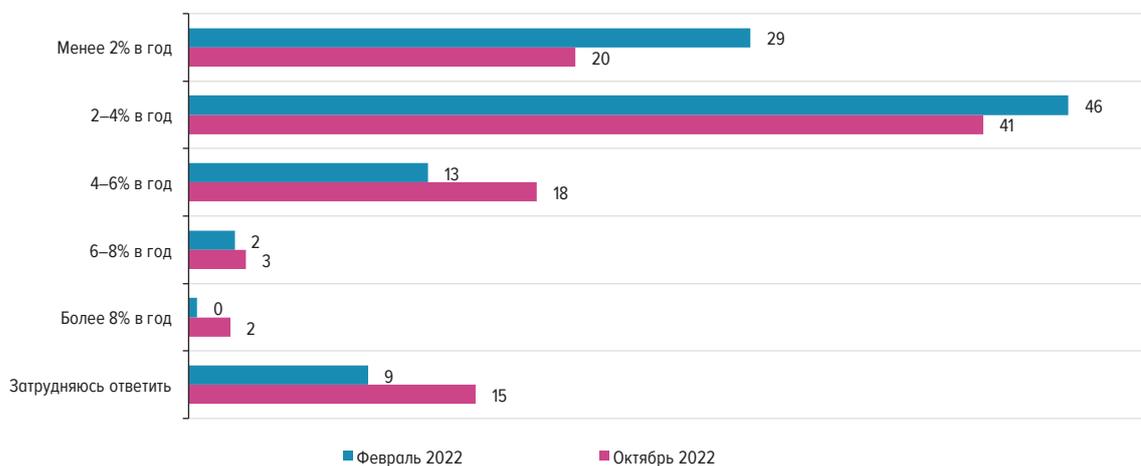
Рис. 7



Примечание. Ответ на вопрос: «А какой уровень инфляции кажется вам приемлемым – то есть таким, при котором вы можете строить долгосрочные финансовые планы, принимать серьезные финансовые решения о покупках, кредитах, сбережениях, не особо задумываясь о росте цен?».  
Источник: ООО «инФОМ».

КОМФОРТНЫЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА  
(% ОТ ОТВЕТИВШИХ)

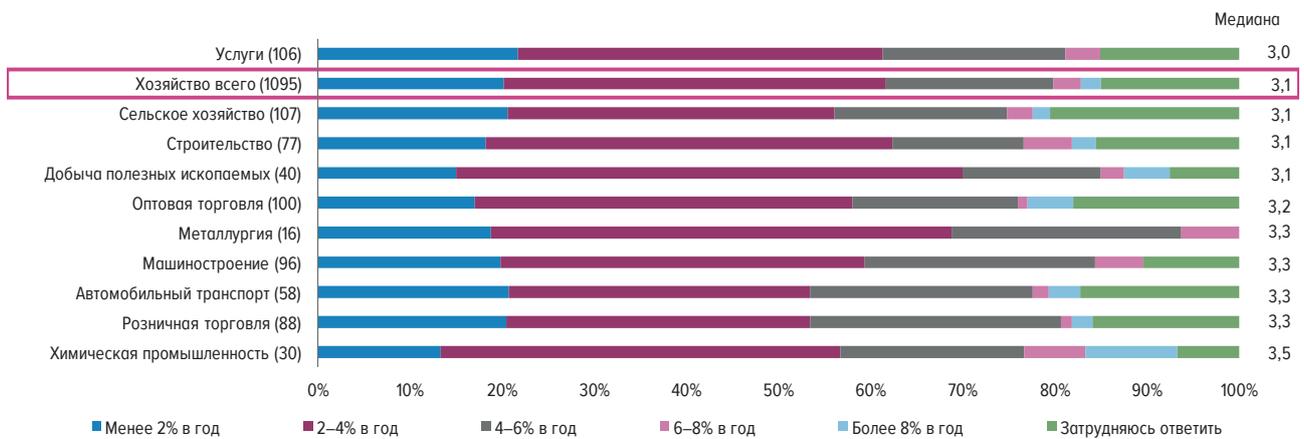
Рис. 8



Примечание. Ответ на вопрос: «Какой уровень инфляции кажется вам комфортным для ведения бизнеса?».  
Источник: мониторинг предприятий, проводимый Банком России.

КОМФОРТНЫЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ ДЛЯ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ  
(% ОТ ОТВЕТВИШИХ)

Рис. 9

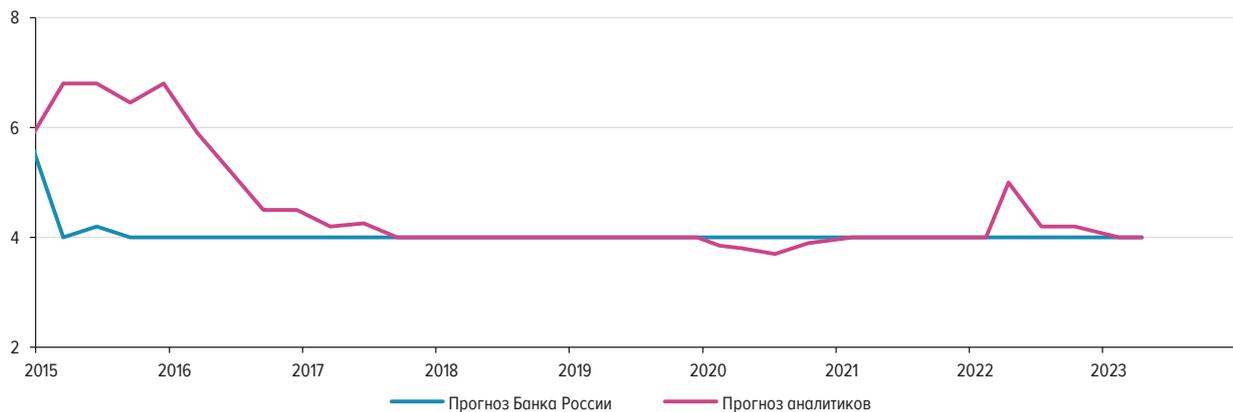


Примечание. В скобках указано число ответивших предприятий, в столбце справа приведены медианные значения уровня инфляции, являющегося комфортным по мнению представителей отрасли.

Источник: мониторинг предприятий Банка России (октябрь 2022).

ПРОГНОЗЫ БАНКА РОССИИ И ОЖИДАНИЯ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ АНАЛИТИКОВ  
ПО ИНФЛЯЦИИ НА ДВА ГОДА ВПЕРЕД  
(% Г/Г)

Рис. 10

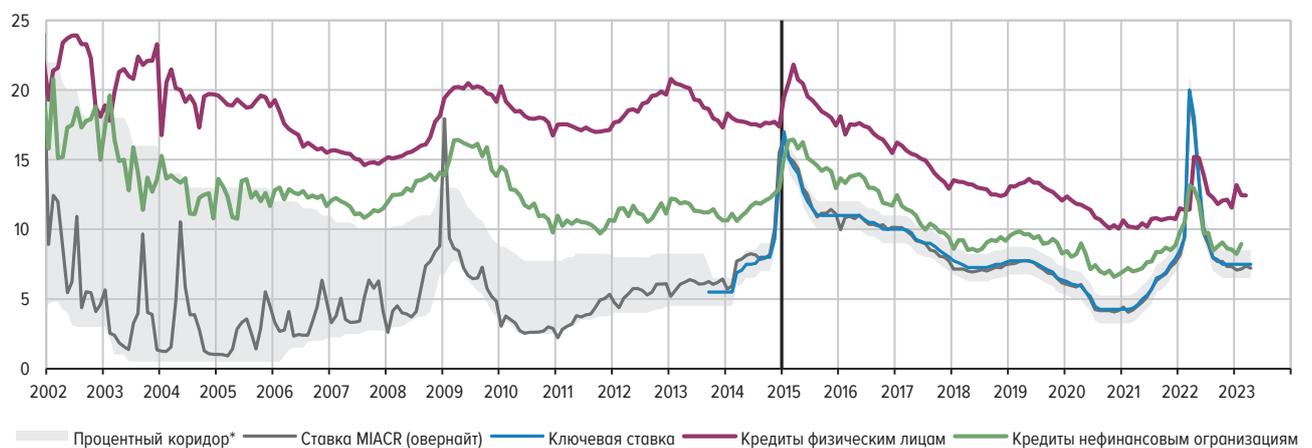


Примечание. По горизонтальной оси приведены даты публикации прогнозов. Источник прогнозов аналитиков до июля 2021 г. – консенсус Bloomberg, после – макроэкономический опрос Банка России.

Источники: Банк России, Bloomberg.

ДИНАМИКА КРЕДИТНЫХ СТАВОК НА СРОК ВЫШЕ ГОДА  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 11



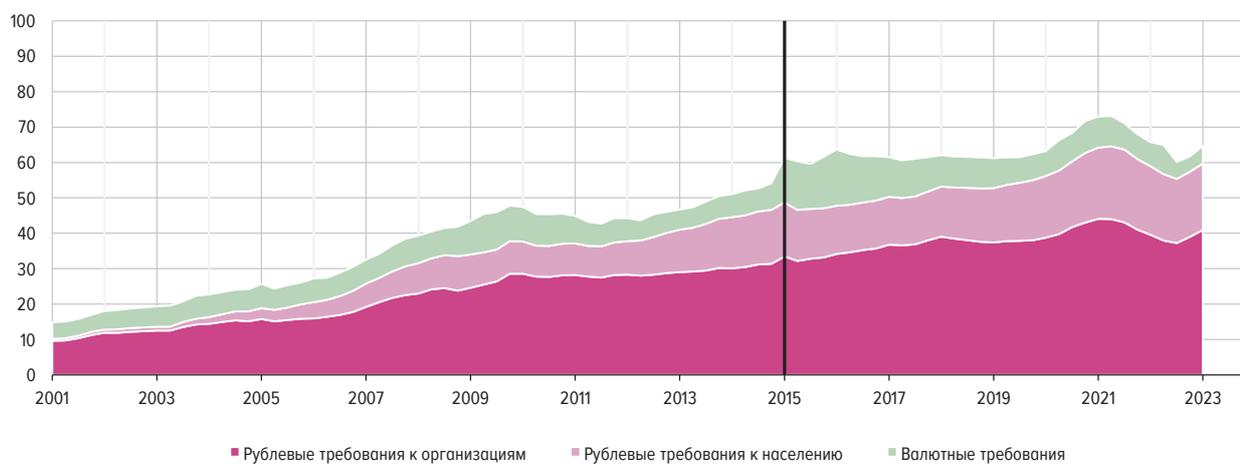
Примечание. Приведены средние за месяц значения. Ставки по кредитам – рублевые средневзвешенные.

\* Нижняя граница – ставка по депозитам постоянного действия, верхняя – по кредитам овернайт.

Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ТРЕБОВАНИЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ К НАСЕЛЕНИЮ И НЕБАНКОВСКИМ ОРГАНИЗАЦИЯМ  
(% ВВП)

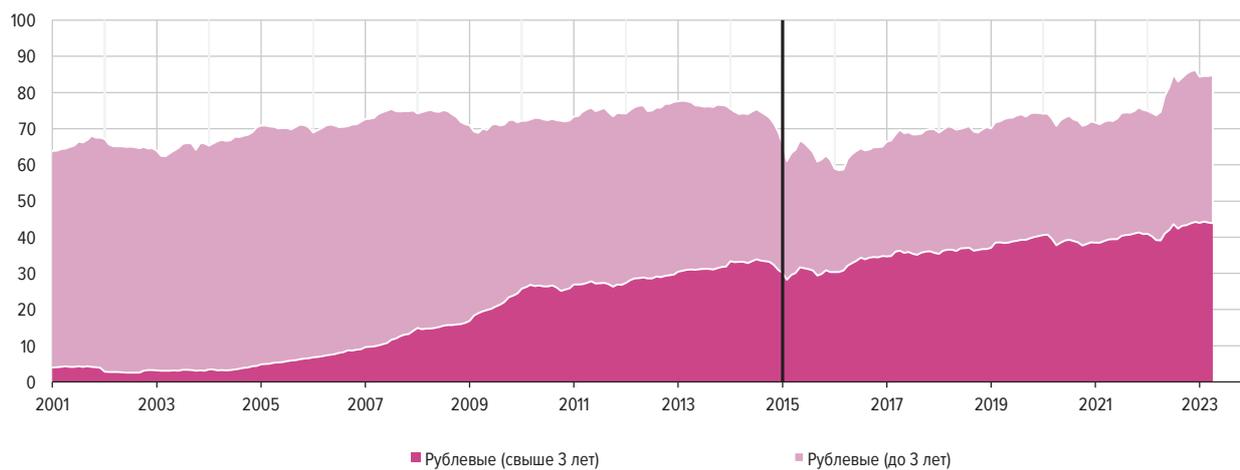
Рис. 12



Источник: Банк России.

ДОЛЯ РУБЛЕВЫХ КРЕДИТОВ В ОБЩЕЙ СТРУКТУРЕ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ  
(%)

Рис. 13



Источник: Банк России.

## ЦЕЛИ ПО ИНФЛЯЦИИ В СТРАНАХ, ПРИМЕНЯЮЩИХ РЕЖИМ ТАРГЕТИРОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ (%)

Рис. 14



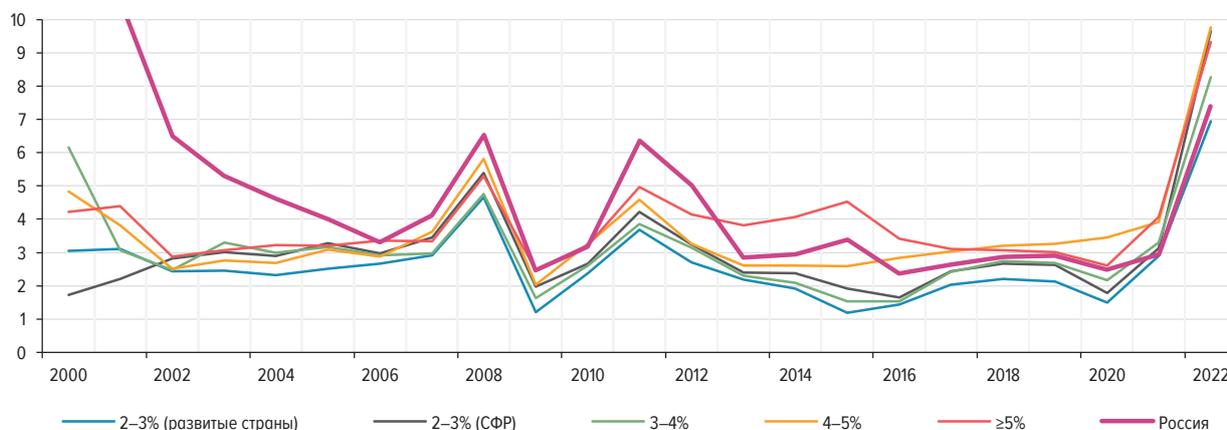
\* Цель Банка Индонезии с 2024 г. (в 2023 г. – на уровне 3%±1), цель Центрального банка Бразилии на 2024 г. (цель на 2023 г. – на уровне 3,25% ± 1,5); цель Национального Банка Казахстана с 2025 г. (цель на 2023–2024 гг. установлена в диапазоне 4–5%).

Примечание. Лиловым цветом выделены страны, таргетирующие инфляцию, среди СФР, серым – развитые страны.

Источники: ОНДКП 2023–2025 (Приложение 8 «Инфляция и денежно-кредитная политика: межстрановые сопоставления»), сайты центральных банков, ежегодный доклад Международного валютного фонда о валютных режимах и валютных ограничениях (AREAER).

## ИНФЛЯЦИЯ ТОРГОВЫХ ПАРТНЕРОВ ПО ГРУППАМ СТРАН, ТАРГЕТИРУЮЩИХ ИНФЛЯЦИЮ, С РАЗНЫМИ УРОВНЯМИ ЦЕЛЕЙ (%)

Рис. 15

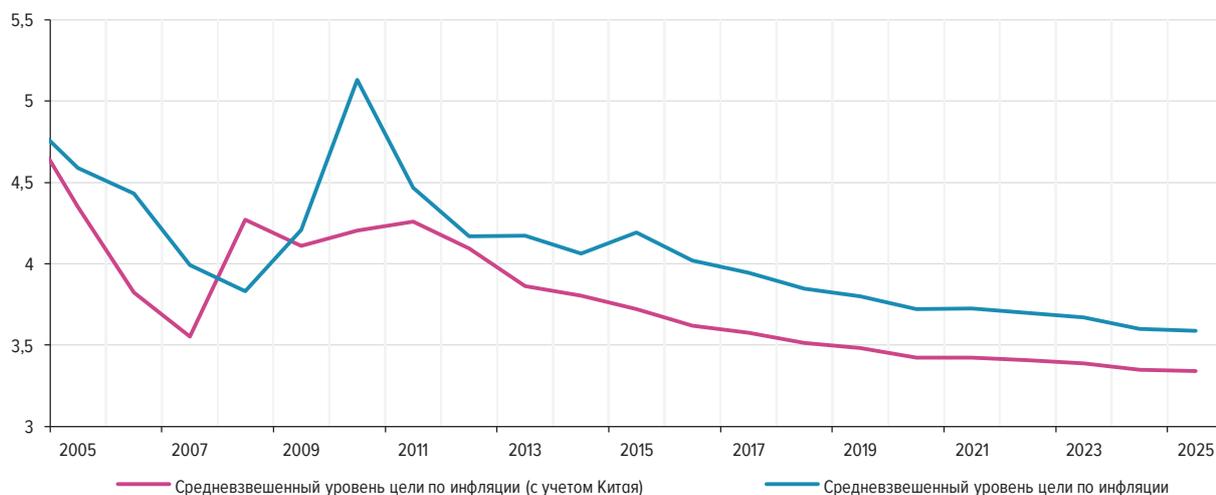


Примечание. На рисунке показаны медианные значения средневзвешенного уровня инфляции торговых партнеров внутри групп стран, таргетирующих инфляцию, с разными уровнями целей, а также средневзвешенный уровень фактической инфляции торговых партнеров России. При группировке учитываются исторические пересмотры уровней целей в тех странах, таргетирующих инфляцию, где такие пересмотры были. За цель принимается объявленное точечное значение, в том числе в случае использования типа цели в виде точки с диапазоном отклонений. Если цель по инфляции задана только в виде целевого диапазона, в качестве цели используется его середина. Уровень инфляции торговых партнеров рассчитывается путем взвешивания уровня инфляции стран – торговых партнеров (в том числе стран, не таргетирующих инфляцию) на доли этих стран в общем объеме импорта товаров в конкретную страну, таргетирующую инфляцию, за соответствующий год.

Источники: Мецержяков А. и др., 2023; МВФ, Всемирный банк WITS, сайты статистических служб рассматриваемых стран, сайты центральных банков.

УРОВНИ ЦЕЛЕЙ ПО ИНФЛЯЦИИ СРЕДИ СФР  
(%)

Рис. 16



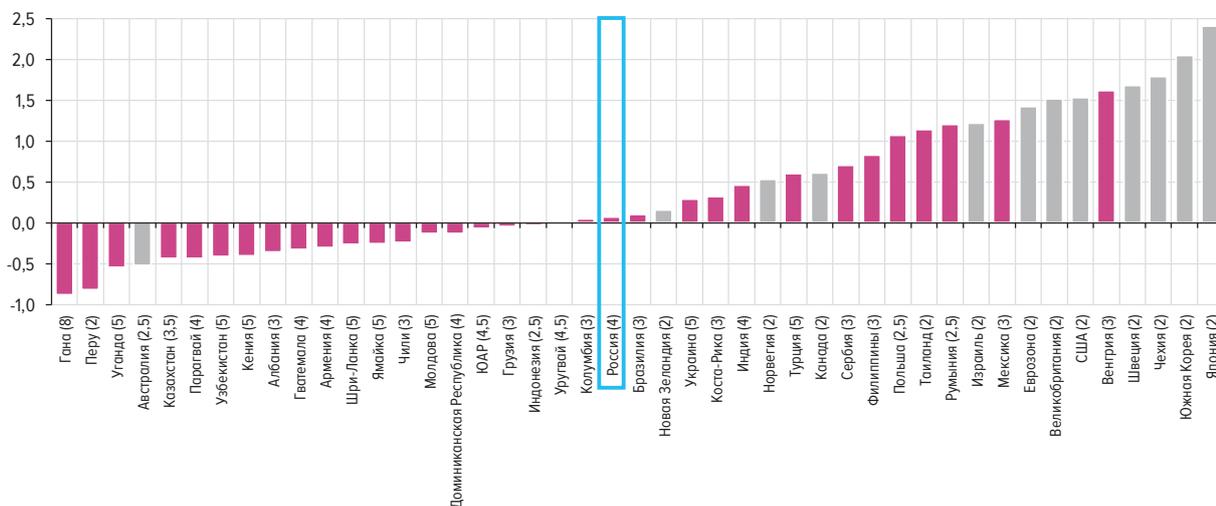
Примечание. Для расчета средневзвешенного уровня цели по инфляции используются веса, рассчитанные с учетом размера ВВП страны по паритету покупательной способности (ППП) за соответствующий год. Веса рассчитываются среди стран, таргетирующих инфляцию, с учетом изменения их количества на истории, за 2023–2025 гг. используются прогнозы ВВП по ППП из World Economic Outlook. Китай отдельно добавляется к выборке стран, таргетирующих инфляцию, среди СФР ввиду размера экономики и лишь в иллюстративных целях. Официально Народный банк Китая не проводит ДКП в рамках режима таргетирования инфляции, однако в ежегодном докладе Правительства Китая устанавливается целевой ориентир на текущий календарный год. С 2015 г. этот целевой ориентир составляет 3%.

Список стран, таргетирующих инфляцию, среди СФР: Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай, Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка, Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан, Турция, Украина, Россия, ЮАР, Сейшель, Гана, Уганда, Кения.

Источники: Мещеряков А. и др., 2023; сайты центральных банков, World Economic Outlook (октябрь 2022 г.), AREAER (2021 г.), ежегодные доклады о работе Правительства Китая (2005–2023 гг.).

СРЕДНИЙ ИНДЕКС СЛОЖНОСТИ ЭКОНОМИКИ ЕС1 ДЛЯ СТРАН, ТАРГЕТИРУЮЩИХ ИНФЛЯЦИЮ  
(п.)

Рис. 17

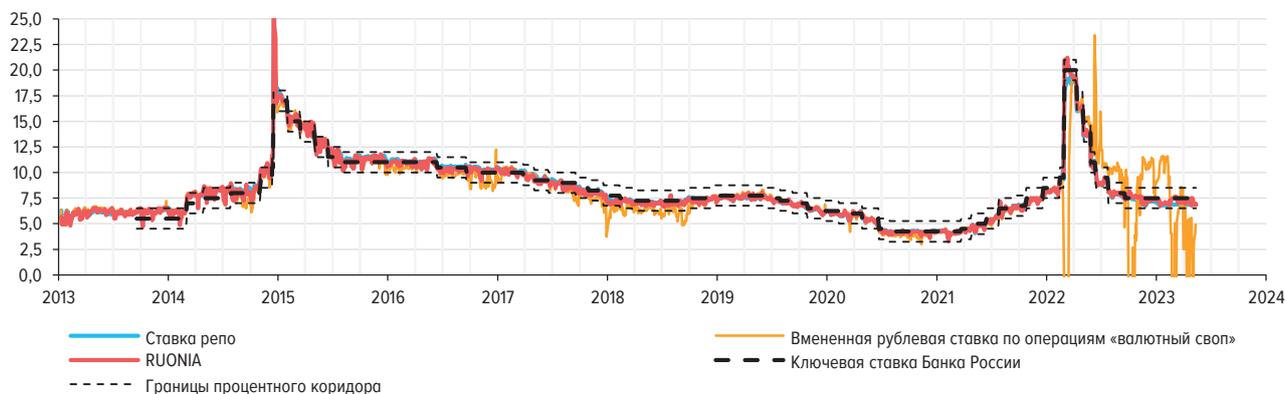


Примечание. Индекс ЕС1 усреднен за 2018–2020 годы. Серым цветом выделены развитые страны, лиловым – СФР. В скобках указаны уровни целей по инфляции для каждой страны (региона).

Источники: Мещеряков А. и др., 2023, Atlas of Economic Complexity (the Growth Lab at Harvard University).

СТАВКИ ОВЕРНАЙТ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА В 2013–2022 ГОДАХ\*  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 18



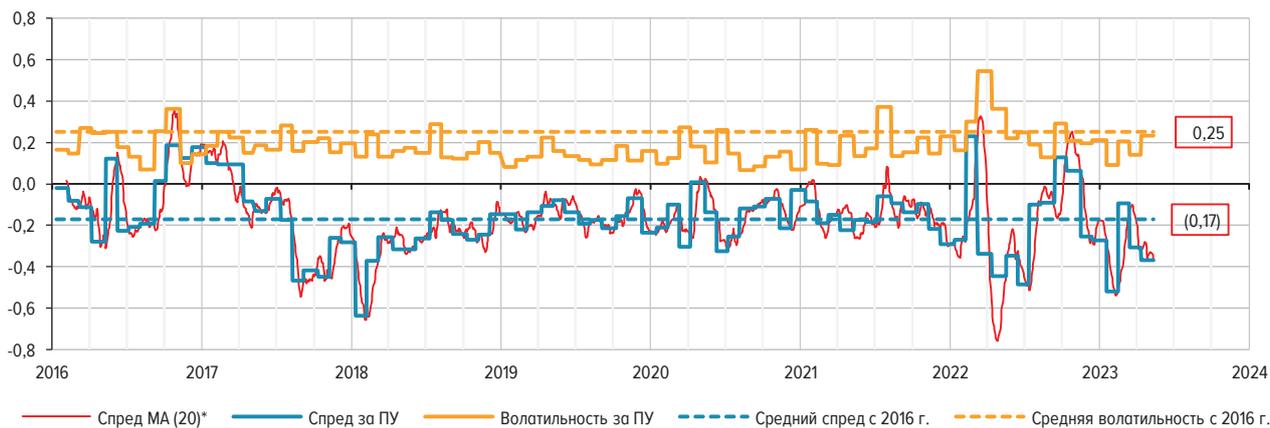
\* Вмененная рублевая ставка по операциям «валютный своп» в 2013–2021 гг. рассчитана на основе биржевых и внебиржевых операций по валютным парам USD/RUB и EUR/RUB, в 2022 г. – на основе операций на Московской Бирже в безадресном режиме по валютной паре USD/RUB. Ставка репо рассчитана на основе операций репо на Московской Бирже, а также внебиржевых операций репо. Все расчеты произведены без учета сделок Банка России и Федерального казначейства.

Дата отсечения данных: 12.05.2023.

Источники: Московская Биржа, Банк России.

СПРЕД И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ СПРЕДА С 2016 ГОДА  
(п.п.)

Рис. 19



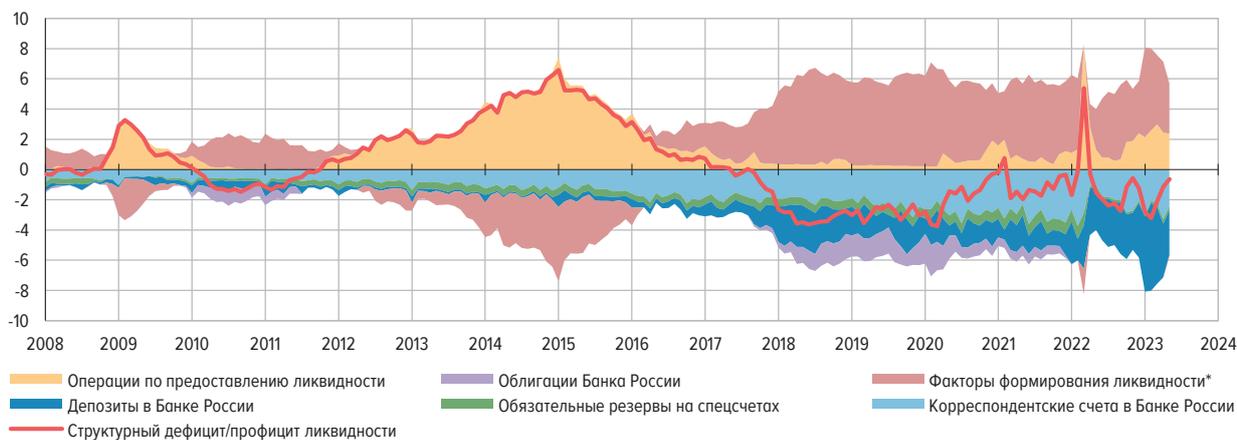
\* MA (20) – скользящее среднее за 20 торговых дней.

Дата отсечения данных: 12.05.2023.

Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРНОГО ДЕФИЦИТА/ИЗБЫТКА ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА  
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 20



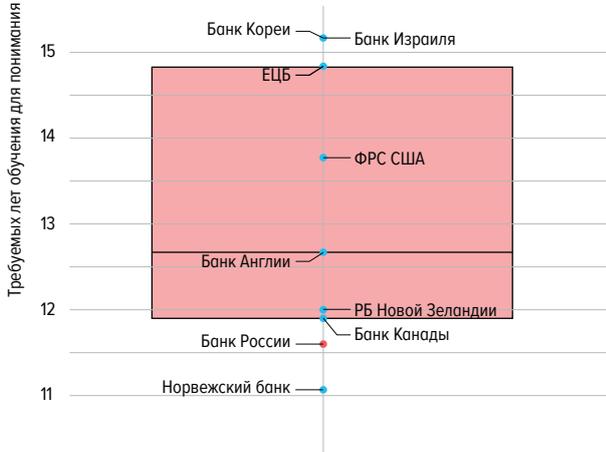
\* Данная статья является сальдирующей и включает в себя изменение всех прочих, не выделенных отдельно статей баланса Банка России.

Дата отсечения данных: 01.05.2023

Источник: Банк России.

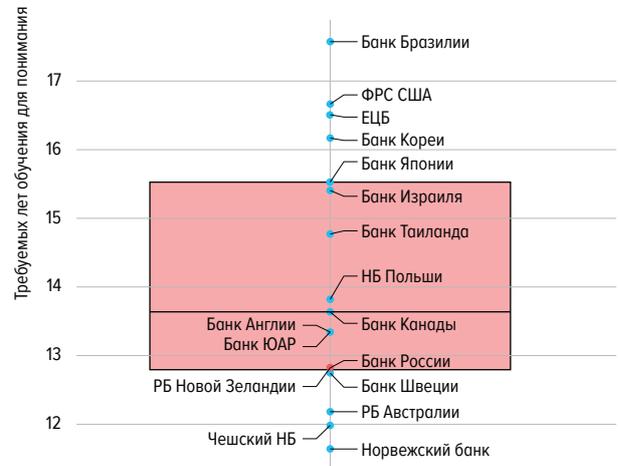
УДОБОЧИТАЕМОСТЬ УСТНЫХ ЗАЯВЛЕНИЙ О РЕШЕНИЯХ (АНАЛОГ ЗАЯВЛЕНИЯ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ) ПО ИНДЕКСУ ФЛЕША – КИНКЕЙДА

Рис. 21



УДОБОЧИТАЕМОСТЬ СООБЩЕНИЙ О РЕШЕНИЯХ (АНАЛОГ ПРЕСС-РЕЛИЗА О РЕШЕНИИ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ) ПО ИНДЕКСУ ФЛЕША – КИНКЕЙДА

Рис. 22



## ГЛОССАРИЙ

**Базовый ИПЦ** – ИПЦ, очищенный от компонентов, динамика цен на которые носит административный, событийный или сезонный характер.

**Выпуск** – стоимость товаров и услуг, являющихся результатом производственной деятельности резидентов экономики в отчетный период. Валовой внутренний продукт (ВВП) является одним из индикаторов выпуска. ВВП характеризует стоимость товаров и услуг, произведенных в стране во всех отраслях экономики и предназначенных для конечного потребления, накопления и экспорта (за вычетом импорта).

**Девальютизация** – снижение доли валютных остатков на счетах физических и юридических лиц, на балансах финансовых учреждений, а также сокращение использования иностранных валют в финансовых операциях.

**Дезинфляция** – снижение темпов роста цен на товары и услуги с высоких значений, уменьшение темпов инфляции.

**Дефлятор ВВП** – индекс, рассчитываемый на основе стоимости корзины всех конечных товаров и услуг, произведенных в экономике в течение года. В отличие от ИПЦ для расчета дефлятора используются веса текущего года и учитываются все товары и услуги, произведенные национальной экономикой.

**Дефляция** – снижение общего уровня цен на товары и услуги в экономике на протяжении не менее 12 месяцев, отрицательные годовые темпы прироста потребительских цен.

**Заякоренность инфляционных ожиданий** – инфляционные ожидания субъектов экономики можно считать заякоренными, если они нечувствительны к краткосрочным колебаниям цен на товары и услуги и устойчиво находятся на цели по инфляции. Хотя краткосрочные инфляционные ожидания (до 1–1,5 лет) могут колебаться в ответ на реализацию разовых про- или дезинфляционных шоков, состояние заякоренности предполагает, что такого рода колебания не приводят к росту более длинных инфляционных ожиданий (на сроке более 1–1,5 лет). В условиях заякоренных инфляционных ожиданий экономические агенты понимают, что колебания инфляции являются временными и центральный банк сможет вернуть инфляцию к цели (в случае ее отклонения) на горизонте влияния денежно-кредитной политики (за 1–1,5 года) и обеспечить ее стабилизацию на цели в дальнейшем.

**Индекс потребительских цен (ИПЦ)** – отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

**Инфляционные ожидания** – ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают

экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений по денежно-кредитной политике.

**Инфляция** – устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины: набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также статью «Индекс потребительских цен»).

**Ключевая ставка Банка России** – основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Ставка устанавливается Советом директоров Банка России восемь раз в год. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. Соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя.

**Ликвидность банковского сектора** – средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежей через платежную систему Банка России и выполнения обязательных резервных требований.

**Микро- и макропруденциальная политика.** Финансовая стабильность достигается за счет комбинации микропруденциального регулирования, надзора за отдельными финансовыми организациями, макропруденциальной и антикризисной политики. Антикризисная политика призвана сохранить финансовую стабильность, когда стрессовый сценарий уже реализовался. Макропруденциальная политика минимизирует вероятность и смягчает последствия будущих финансовых кризисов. Макропруденциальные инструменты используются для ограничения или снижения уязвимостей в финансовой системе и для накопления буферов капитала и ликвидности финансовой системой для повышения устойчивости финансовых институтов в случае реализации шоков и поддержания деятельности, например, кредитования в период турбулентности на финансовых рынках. Микропруденциальная политика регулирует устойчивость отдельных учреждений. Микропруденциальные меры действуют на постоянной основе и включают обязательные требования по управлению капиталом, ликвидностью, процентным и валютным риском в финансовой организации. Их соблюдение контролируется органами банковского и финансового надзора. Микропруденциальное регулирование воздействует на долгосрочные параметры деятельности финансовых организаций.

**Модельный аппарат** – комплекс количественных моделей, используемых Банком России в разработке [макроэкономического прогноза](#). Модели позволяют решать такие задачи, как анализ текущих экономических условий, формирование краткосрочного прогноза, расчет среднесрочного прогноза при различных сценариях предпосылок и вариаций сценариев.

**Нейтральная ставка** – такой уровень ключевой ставки, при котором денежно-кредитная политика не способствует ни снижению, ни ускорению инфляции.

**Нормативы обязательных резервов** – коэффициенты, значения которых могут находиться в интервале от 0 до 20%, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

**Операции абсорбирования** – операции Банка России по привлечению ликвидности у кредитных организаций на возвратной основе. Могут быть в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

**Операции рефинансирования** – операции Банка России по предоставлению ликвидности кредитным организациям на возвратной основе. Могут быть в форме кредита, репо или валютного свопа.

**Относительная цена** – цена одного товара или услуги, измеренная в сравнении с ценой на другой товар или услугу, то есть соотношение цен. Относительная цена может быть выражена как соотношение между ценами любых двух товаров или соотношение цены одного товара и цены корзины товаров.

**Режим плавающего валютного курса** – режим валютного курса, при котором центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

**Системный риск** – риск сбоев предоставления финансовых услуг, вызванного нарушением функционирования части или всей финансовой системы и имеющего существенные отрицательные последствия для реальной экономики.

**Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора.** *Структурный дефицит* – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. *Структурный профицит* характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

**Таргетирование инфляции** – стратегия денежно-кредитной политики со следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, цель по инфляции четко обозначена и объявлена, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза, при этом Банк России стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

**Трансмиссионный механизм** – механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

**Трансфертная кривая** – это набор внутренних единых трансфертных процентных ставок для операций разных сроков, устанавливаемых коммерческим банком. Она является центральной частью внутрибанковской системы трансфертного ценообразования, позволяющей кредитной организации выстраивать согласованную линейку цен по операциям на различных сегментах рынка и в случае необходимости гибко изменять структуру своего баланса, выбирая между различными источниками фондирования и размещения средств.

**Финансовая стабильность** – состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива к внешним шокам.

**Эталонная процентная ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average)** – взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

**Эффективная нижняя граница процентных ставок (Effective Lower Bound, ELB)** – нижний предел для ключевой ставки, при достижении которого ее дальнейшее снижение не дает требуемого результата из-за уменьшения эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Уровень ELB может варьироваться в зависимости от экономических условий. Ее частным случаем является нулевая нижняя граница процентных ставок (Zero Lower Bound, ZLB).

## СПИСОК МАТЕРИАЛОВ

### Блок 1. Формат цели по инфляции

1. Мещеряков А., Сухомлинов А., Глазова А. Формат цели по инфляции/Банк России: Обобщающая аналитическая записка. 2023.
2. Глазова А. Оптимальный уровень цели по инфляции, ZLB и равновесная реальная процентная ставка/Банк России: Исследовательский доклад. 2023.
3. Мещеряков А., Сухомлинов А., Колосов А. Факторы выбора уровня цели по инфляции: теория и практика в мире/Банк России: Исследовательский доклад. 2023.
4. Кузьмина З., Мещеряков А., Колосов А. Мировой опыт снижения уровней среднесрочных целей по инфляции/Банк России: Аналитическая записка. 2023.
5. Магжанов Т., Мещеряков А. Что определяет выбор «ширины» цели по инфляции?/Банк России: Исследовательский доклад. 2023.
6. Кузьмина З., Плущевская Ю., Жемков М., Мещеряков А., Колосов А., Шемякина К. Выбор показателя для таргетирования инфляции/Банк России: Аналитическая записка. 2023.
7. Мелихова М., Резепина Е., Шарафутдинов А. Альтернативные стратегии ДКП: преимущества и недостатки/Банк России: Исследовательский доклад. 2023.

### Блок 2. Операционная процедура ДКП

1. Яцык О., Киюцевская А., Клепацкий Д. Обязательные резервы в Банке России/Банк России: Аналитическая записка. 2023.
2. Яцык О., Киюцевская А., Клепацкий Д., Ахмед Абу Бакр Ф. Операционная процедура ДКП Банка России/Банк России: Аналитическая записка. 2023.

### Блок 3. Ретроспективная оценка оптимальности ДКП

Змановский А. Ретроспективная оценка оптимальности ДКП/Банк России: Исследовательский доклад. 2023.

### Блок 4. Коммуникация как инструмент ДКП

1. Евстигнеева А. Коммуникация как инструмент ДКП/Банк России: Обобщающая аналитическая записка. 2023.
2. Евстигнеева А., Карпов Д. Влияние негативных новостей на восприятие инфляции населением/Банк России: Серия докладов об экономических исследованиях. 2023. № 111.
3. Евстигнеева А., Сидоровский М. Оценка ясности коммуникации Банка России по денежно-кредитной политике с помощью нейронных сетей // Деньги и кредит. 2021. № 3.
4. Евстигнеева А., Щадилова Ю., Сидоровский М. Роль коммуникации и информационных факторов в возникновении сюрпризов денежно-кредитной политики Банка России/Банк России: Серия докладов об экономических исследованиях. 2022. № 99.
5. Павленко М., Горбатова Т., Евстигнеева А. Уроки кризисов для совершенствования коммуникации Банка России с финрынками/Банк России. 2023.
6. Щадилова Ю., Евстигнеева А. Международный опыт коммуникации о решениях по денежно-кредитной политике и макроэкономических прогнозах/Банк России: Аналитическая записка. 2023.

## **Блок 5. Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность**

*Асриев М., Мирошниченко Д.* Денежно-кредитная политика и финансовая стабильность/ Банк России: Исследовательский доклад. 2023.

## **Блок 6. Новые вызовы ДКП**

*Смирнова Ж.* Новые вызовы для денежно-кредитной политики/Банк России: Аналитическая записка. 2023.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**ИТ** – таргетирование инфляции

**МБК** – межбанковские кредиты

**ОНДКП 2017–2019** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов

**ОНДКП 2018–2020** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов

**ОНДКП 2021–2023** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов

**ОНДКП 2022–2024** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов

**ОНДКП 2023–2025** – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов

**ФРС США** – Федеральная резервная система США

**ЕЦБ** – European Central Bank (Европейский центральный банк)

**ELB** – Effective Lower Bound (эффективная нижняя граница)

**RUONIA** – Ruble Overnight Index Average (взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях)

**ZLB** – Zero Lower Bound (нулевая нижняя граница)