



Банк России



№ 3

ИЮЛЬ 2023

# ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

31 июля 2023

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 20.07.2023.

В случае выхода статистики или иной важной информации после даты отсечения, она может быть включена в текст доклада.

[Электронная версия](#) информационно-аналитического сборника размещена на сайте Банка России в разделе «Издания Банка России / Доклад о денежно-кредитной политике». Вы можете направить ваши предложения и замечания по адресу [monetarypolicyreport@mail.cbr.ru](mailto:monetarypolicyreport@mail.cbr.ru).

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефон: +7 (495) 771-46-74

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2023

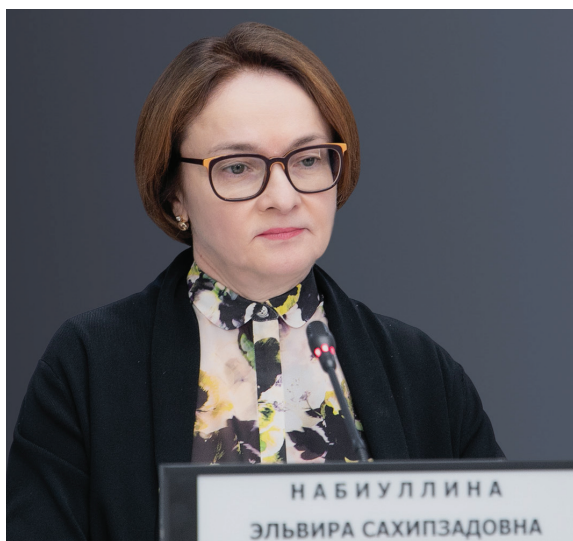
# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ</b> .....	<b>1</b>
<b>СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>4</b>
Ключевые предпосылки .....	5
Основные факторы уточнения прогноза.....	6
<b>ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>8</b>
Инфляция в большинстве стран все еще выше цели .....	9
Рост в мировой экономике замедляется .....	10
Ужесточение денежно-кредитной политики в мире пока не завершено.....	11
Мировые финансовые условия смягчились.....	12
Риск резкого замедления мировой экономики уменьшился.....	13
Цены на сырьевых рынках продолжили снижаться.....	14
Российский экспорт дополнительно снизился, импорт продолжил расти.....	15
Обменный курс рубля снизился в мае – июле.....	17
Прогноз профицита счета текущих операций на 2023–2024 годы уменьшен.....	18
<b>РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА</b> .....	<b>20</b>
Кривая ОФЗ сдвинулась выше .....	21
Приток средств на рублевые счета сохранился на высоком уровне .....	22
Денежно-кредитные условия продолжили смягчаться .....	22
Прогноз роста требований к экономике повышен.....	23
Врезка 1. Долгосрочные процентные ставки и ключевая ставка .....	25
Рост экономической активности остается высоким .....	27
Потребительский спрос устойчиво возрастает .....	28
Инвестиционная активность продолжает увеличиваться .....	29
Уровень безработицы достиг нового исторического минимума.....	29
Исполнение бюджетных расходов в II квартале приблизилось к норме .....	31
Прогноз ВВП на 2023 год вновь повышен .....	32
Врезка 2. О вкладе бюджетного сектора в совокупный спрос и денежные агрегаты .....	34
Рост цен заметно ускорился .....	37
Инфляционные ожидания выросли .....	38
Инфляция вернется к 4% в 2024 году .....	38
Врезка 3. Консенсус-прогнозы аналитиков.....	40

ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА.....	42
ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ .....	43
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	48
Описание Квартальной прогнозной модели с рынком труда.....	48
Основные уравнения Квартальной прогнозной модели с рынком труда .....	57
СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ .....	61
КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2023 ГОДУ .....	62
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ.....	63
ГЛОССАРИЙ.....	69
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	72

# ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

## ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ 21 ИЮЛЯ 2023 ГОДА



*Добрый день! Сегодня мы приняли [решение](#) повысить ключевую ставку до 8,5% годовых.*

*За последние месяцы произошли важные изменения в экономике. Первое – завершение восстановительной фазы экономического роста, активизация потребительского спроса и обострение дефицита рабочей силы. Второе – ускорение текущих темпов инфляции, в том числе в ее устойчивых компонентах. Третье – ослабление рубля. Четвертое – повышение инфляционных ожиданий. Это потребовало начать ужесточение денежно-кредитной политики. Она направлена на возвращение инфляции к 4% в следующем году.*

*Остановлюсь подробнее на аргументах сегодняшнего решения.*

### **Первое. Ценовое давление усиливается.**

*Месячные темпы роста цен с поправкой на сезонность продолжают ускоряться, и большая часть показателей устойчивой инфляции – выше 4% в пересчете на год.*

*Увеличение инфляционного давления связано прежде всего со спросом. В период восстановительного роста экономики спрос поддерживался главным образом госсектором, и спрос со стороны государства остается высоким. Потребительский спрос был сдержанным вплоть до конца прошлого года. С начала текущего года он усилился, в том числе благодаря росту зарплат и потребительской уверенности, а в II квартале дополнительно ускорился из-за быстрого расширения кредитования. Когда спрос начинает устойчиво превышать возможности наращивания предложения, это неизбежно выливается в рост цен, ведь компании не могут мгновенно запускать новые производства и находить для них дополнительную рабочую силу.*

*Есть яркие факты, которые иллюстрируют такую ситуацию. Например, резкий рост спроса на услуги внутреннего туризма. Российской индустрии гостеприимства требуется время, чтобы подстроиться к такому скачку спроса: построить новые отели и создать комфортные места для отдыха. Кроме того, заметно выросли издержки перевозчиков. Но именно высокий спрос позволил компаниям переносить их в цены. Можно привести еще один пример, где растущий спрос сталкивается с ограничениями для быстрого расширения предложения. Это автомобильный рынок. В нашем докладе о региональной экономике мы подробно рассматриваем эту ситуацию.*

*Увеличение спроса сказалось и на быстром восстановлении импорта, что наряду со снижением экспорта внесло вклад в ослабление рубля. Движение курса за последнее время пока еще не полностью перенеслось в цены. Кроме прямого переноса изменений курса рубля в цены, нас беспокоят возможные вторичные эффекты. Курсовая динамика влияет на инфляционные ожидания населения и бизнеса. Они остаются повышенными и незаякоренными. И в июле они выросли. Мы будем внимательно следить за дальнейшей динамикой инфляционных ожиданий и учитывать ее при принятии решений.*

С учетом всех факторов мы повысили нижнюю границу прогноза по инфляции на текущий год на половину процентного пункта. Инфляция составит 5,0–6,5%. Проводимая денежно-кредитная политика ограничит масштаб отклонения инфляции от цели и будет направлена на то, чтобы к концу следующего года вернуть ее к 4%.

### **Второе. Об экономике.**

Восстановительная фаза экономического роста завершается. Она характеризовалась высокими квартальными темпами роста ВВП. Они обусловлены тем, что при восстановлении задействуются свободные ресурсы, рабочая сила и производственные мощности, которые простаивали во время спада. Сейчас, помимо исторически низкой безработицы, по данным мониторинга предприятий, отмечается исторически высокая загрузка мощностей. Это также указывает на то, что восстановительный рост близок к завершению. После этого темпы роста экономики, как правило, выходят на сбалансированную, более умеренную траекторию.

В целом экономика достигла докризисного уровня, если вынести за скобки нефтегазовый сектор, где действуют жесткие внешние санкции. Однако структурные изменения экономики создали существенную неоднородность по отдельным отраслям и регионам. В большинстве из тех, которые в основном ориентированы на внутренний спрос, мы не только достигли докризисного уровня, но даже начинаем превышать его. В другой части экономики, которая ориентирована на экспорт, возможности для полного восстановления производства остаются ограниченными.

Еще одно ключевое ограничение для ускоренного роста производства, которое проявляется в той или иной мере во всех отраслях, – это дефицит на рынке труда. Так, по данным нашего мониторинга, примерно три четверти компаний в машиностроении заявили о нехватке персонала. Показатель безработицы вновь обновил исторический минимум. Некоторые компании были вынуждены привлекать работников в несколько смен, и в целом интенсивность использования как рабочей силы, так и мощностей возросла. Проблема дефицита трудовых ресурсов особенно остро стоит в тех регионах, экономика которых растет быстрыми темпами. Низкая географическая и межотраслевая мобильность персонала усиливает эту проблему.

Учитывая быстрое восстановление спроса, мы повысили прогноз роста ВВП на этот год до 1,5–2,5%.

### **Третье. О денежно-кредитных условиях.**

Хотя номинальные процентные ставки, в том числе доходности ОФЗ, увеличились с предыдущего заседания, в целом денежно-кредитные условия смягчились прежде всего за счет неценовых условий.

На это указывает продолжающийся уверенный рост кредитования во всех сегментах рынка. Особенно активно расширяется розница, где темпы роста ипотеки находятся вблизи максимумов последних лет. Ускорение кредитования населения связано с увеличением доходов и происходит на фоне повышенных инфляционных ожиданий. Возросшие инфляционные ожидания являются значимым фактором смягчения денежно-кредитных условий.

С учетом этих тенденций в обновленном прогнозе, в котором учтено ужесточение денежно-кредитной политики, мы повысили оценку роста кредита экономике на этот год до 13–17%, что выше среднего за последние пять лет.

### **Перейду к внешним условиям.**

Темпы роста мировой экономики замедляются. Это отражается в ценах на товары российского экспорта – газ, уголь, удобрения дешевеют на глобальном рынке. Российский экспорт, таким образом, находится под двойным давлением – и санкций, и экономического цикла. Вместе с ростом импорта это обусловило ту динамику курса, которую мы наблюдали в этом году.

Динамика рубля в последнее время привлекала много внимания, поэтому остановлюсь на ней подробнее. На наш взгляд, основной фактор движения курса в июне – июле – это последствия происходившего в последние несколько месяцев снижения экспорта при одновременно выросшем импорте. Обычно ослабление курса приводит к сокращению спроса на импорт, но пока этого не произошло. Для этого есть две причины. Первая – лаги по контрактам. Тот импорт, который приходит в страну сейчас, покупался по курсу на день заключения договора поставки некоторое время назад. Вторая и главная причина – это то, что при расширении внутреннего спроса растет и спрос на импорт. По этой логике произошедшее ослабление курса является еще одним подтверждением того, что внутренний спрос значимо вырос.

Помимо экспортно-импортных операций, на курс оказывали влияние потоки по финансовому счету. Так, в прошлом году увеличились переводы средств населения на зарубежные счета. Многие задавались вопросом: как это отражается на динамике курса. Здесь наглядным будет следующее сопоставление. В прошлом году курс большую часть года укреплялся, притом что переводы средств физлиц на зарубежные счета были существенными. В первой половине этого года переводы сократились примерно вдвое по сравнению со второй половиной прошлого. И в этом году их объемы практически не меняются от месяца к месяцу. Остальные слагаемые финансового счета также преимущественно уменьшились по сравнению со вторым полугодием прошлого года. Это касается и операций в связи с решениями Правительственной комиссии по контролю за иностранными инвестициями, которые в мае – июне были минимальными. Поэтому в целом фактор движения капитала сейчас не был определяющим для динамики курса. Главное – это динамика экспорта и импорта.

#### **Теперь о рисках.**

На прогнозном горизонте проинфляционные риски существенно усилились. К ним мы относим возможное увеличение разрыва между ростом спроса и возможностями предложения, в том числе из-за сохранения повышенных темпов роста потребительского кредитования и дальнейшего обострения дефицита кадров. Также проинфляционными рисками являются более резкий перенос ослабления рубля в цены и длительное сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне. По-прежнему значимым риском остается ухудшение внешних условий, в том числе возможное ужесточение санкционного режима.

Дезинфляционные риски незначительны.

#### **В заключение – о перспективах нашей политики.**

Учитывая изменения в нашей оценке экономической ситуации, потребуется более высокая траектория ключевой ставки, чтобы мы завершили следующий год с инфляцией на цели вблизи 4%. В обновленном прогнозе учтен пересмотр нашей оценки нейтральной ставки вверх на 0,5 п.п., до 1,5–2,5% в реальном или 5,5–6,5% в номинальном выражении. Оценка нейтральной ставки повышена из-за роста риск-премии для российского рынка и увеличения внешней нейтральной ставки.

Согласно обновленному прогнозу, средняя за год ключевая ставка на текущий год повышена до 7,9–8,3%, на следующий – более существенно, до 8,5–9,5% годовых. На ближайших заседаниях мы допускаем возможность дальнейшего повышения ключевой ставки. Шаг возможного повышения будет определяться тем, в какой мере поступающие данные будут влиять на нашу оценку развития ситуации и баланс рисков для достижения цели по инфляции вблизи 4% в 2024 году.

Спасибо за внимание!

**Председатель Банка России**

**Э.С. Набиуллина**

# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

## ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 21 ИЮЛЯ 2023 ГОДА

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ  
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

Табл. 1

	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	11,9	5,0–6,5	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	13,8	5,1–5,7	4,5–5,4	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	10,6	7,9–8,3 <sup>1</sup>	8,5–9,5	6,5–8,5	5,5–6,5
Валовой внутренний продукт	-2,1	1,5–2,5	0,5–2,5	1,0–2,0	1,5–2,5
– в %, IV квартал к IV кварталу предыдущего года	-2,7	1,0–2,0	0,5–2,5	1,0–2,0	1,5–2,5
Расходы на конечное потребление	-0,3	7,0–9,0	0,0–2,0	0,5–1,5	1,5–2,5
– домашних хозяйств	-1,4	6,0–8,0	0,0–2,0	0,5–1,5	1,5–2,5
Валовое накопление	-4,9	3,5–6,5	(-2,5)–(+0,5)	0,0–2,0	1,0–3,0
– основного капитала	3,3	2,0–5,0	0,0–3,0	0,0–2,0	1,0–3,0
Экспорт	-14,2	(-7,0)–(-4,0)	0,5–3,5	1,0–3,0	1,0–3,0
Импорт	-15,0	13,5–16,5	(-3,5)–(-0,5)	(-0,5)–(+1,5)	1,0–3,0
Денежная масса в национальном определении	24,4	17–21	9–14	6–11	6–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте <sup>2</sup>	12,0	13–17	9–14	8–13	8–13
– к организациям	13,2	12–16	9–14	8–13	8–13
– к населению, в том числе	9,4	15–19	8–13	8–13	8–13
ипотечные жилищные кредиты	17,6	17–21	10–15	10–15	10–15

<sup>1</sup> С учетом того что с 1 января по 23 июля 2023 г. средняя ключевая ставка равна 7,5%, с 24 июля до конца 2023 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 8,5–9,3%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

<sup>2</sup> Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым организациям и населению в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ<sup>1</sup>  
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 2

	2022 (факт)	2023	2024	2025	2026
<b>Счет текущих операций</b>	<b>236</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>31</b>
Торговый баланс	314	97	105	110	111
Экспорт	591	414	424	439	453
Импорт	277	317	318	329	342
Баланс услуг	-23	-30	-30	-30	-31
Экспорт	49	45	47	48	50
Импорт	71	75	77	78	80
Баланс первичных и вторичных доходов	-55	-42	-45	-48	-50
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	231	26	30	32	31
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	<b>238</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>36</b>
Чистое принятие обязательств	-131	9	23	20	20
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	106	39	51	53	56
Чистые ошибки и пропуски	-1	-2	0	0	0
<b>Изменение резервных активов</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>
<b>Цена нефти Urals, в среднем за год, долл. США за баррель</b>	<b>76</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>

<sup>1</sup> В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.



## КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

В основе прогноза Банка России лежит ряд предпосылок, изменение которых может существенно повлиять на траекторию российской экономики.

- **Мировая экономика.** Рост экономической активности в мире замедляется. Сказывается как реализовавшееся ужесточение ДКУ, так и завершение периода постпандемического восстановительного роста. Несмотря на снижение инфляционного давления в мире, общий индекс потребительских цен в большинстве стран пока остается заметно выше целевых уровней. Базовая инфляция и повышенные инфляционные ожидания во многих странах оказываются более устойчивыми к повышению ставок и снижаются медленнее прогнозов. Одновременно риски для финансовой стабильности со стороны банковского сектора развитых стран снизились. В совокупности это означает, что траектория ужесточения ДКП в развитых странах будет более высокой, а нормализация политики – более длительной, чем предполагалось ранее.
- **Геополитические условия.** Базовый сценарий не предполагает значимого изменения геополитических условий до конца прогнозного горизонта. Введенные внешние ограничения на российский экспорт, импорт, инвестиционное и технологическое сотрудничество на среднесрочном горизонте сохраняются.
- **Цены экспорта.** Товары российского экспорта на мировом рынке продолжают продаваться с дисконтом. Для большинства из них ожидается сохранение размера дисконта вблизи текущего уровня до конца прогнозного горизонта. Предполагается, что на среднесрочном горизонте цена на нефть марки Urals стабилизируется на уровне 55 долл. США за баррель, при этом средняя экспортная цена российской нефти будет выше Urals за счет иных направлений экспорта нефти, что учитывается Банком России при прогнозе платежного баланса.
- **Потенциальный выпуск.** С 2022 г. российская экономика функционирует в изменившихся внешних условиях. Выстраивание новых схем организации производства и логистики, установление новых партнерских отношений, поиск альтернативных рынков сбыта – все это обуславливает более низкую траекторию ВВП по сравнению с наблюдавшимся ранее трендом. В дальнейшем темп потенциального роста может возрасти по мере оптимизации сформировавшихся производственных взаимосвязей, роста технологического уровня экономики, повышения квалификации рабочей силы и роста производительности труда, увеличения эффективности использования капитала и создания новых средств производства.
- **Бюджетная политика.** Бюджетные предпосылки базового сценария опираются на Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов (ОНБП 2023 – 2025) с учетом объявленной корректировки прогноза нефтегазовых доходов и плановых расходов в рамках функционирования механизма бюджетного правила и сведений о бюджетной росписи.
- **Нейтральная ставка.** Долгосрочный уровень реальной нейтральной ставки для российской экономики на текущий момент определяется тремя основными факторами. Во-первых, более низкий по сравнению с периодом 2017–2019 гг. потенциальный темп роста российской экономики действует в сторону снижения оценки нейтральной ставки. Во-вторых, изменение внешних условий и санкционный режим, ограниченное участие российской экономики в глобальных рынках капитала, рост неопределенности относительно перспектив бизнес-проектов по сравнению с периодом до 2022 г. обуславливают более высокую премию за риск, оказывая повышающее давление на нейтральную ставку. В-третьих, устойчивость внешней инфляции при более высокой траектории ставок внешней ДКП предполагает более высокую по сравнению с допандемическим периодом внешнюю нейтральную ставку, что оказывает некоторое повышающее влияние на нейтральную ставку и для России. С учетом этих факторов уточненная оценка долгосрочной реальной нейтральной ставки для российской экономики составляет 1,5–2,5%, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует номинальная нейтральная ставка 5,5–6,5%.

## ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ УТОЧНЕНИЯ ПРОГНОЗА

[Предыдущий базовый прогноз Банка России](#) был опубликован после заседания Совета директоров Банка России 28 апреля и в [ДоДКП 2/23](#). За прошедший период сделаны следующие уточнения прогноза.

**Прирост мирового ВВП в 2023–2024 гг. повышен до 3,0 и 2,9% (+0,1 п.п. ежегодно), на 2025 г. – снижен до 2,7% (-0,3 п.п.).**

- Динамика экономик США и еврозоны на уровне ожиданий, экономическая активность и потребительский спрос пока устойчивы к уже произошедшему ужесточению ДКУ.
- Ценовое давление в развитых экономиках все еще остается на повышенном уровне, особенно в базовой инфляции и услугах.
- Возвращение инфляции к целевым уровням потребует дополнительного ужесточения ДКП и более медленной последующей траектории нормализации.

**Профицит счета текущих операций снижен на всем прогнозном горизонте: 2023 г. – до 26 млрд долл. США, 2024 г. – до 30 млрд долл. США, 2025 г. – до 32 млрд долл. США.**

- Экспорт сложится на более низком уровне на всем прогнозном горизонте из-за более низких экспортных цен на газ и другие товары.
- Импорт товаров и услуг повышен в 2023 г. с учетом более высокой оценки за первое полугодие. В 2024 г. некоторое снижение объемов импорта товаров отражает произошедшее ослабление курса рубля. В 2025 г. импорт товаров и услуг будет складываться вблизи уровней предыдущего прогноза.

**Прирост российского ВВП в 2023 г. улучшен до 1,5–2,5%. Дальнейшая динамика будет определяться постепенным возвращением на траекторию сбалансированного роста к концу прогнозного горизонта.**

- Экономическая активность в I квартале в годовом выражении сложилась выше ожиданий (-1,8% против -2,3%).
- Большая часть отраслей достигла докризисного уровня, восстановительная фаза в целом завершена.
- Потребительский спрос вырос заметно быстрее ожиданий и продолжает расти. В апреле – мае увеличение оборотов продаж наблюдалось во всех крупных категориях.
- Инвестиции остаются на высоком уровне, загрузка мощностей – вблизи максимальных уровней.

**Темп прироста кредитования экономики существенно повышен в 2023 г. – до 13–17% (+3 п.п.), на среднесрочном горизонте – вблизи прежнего прогноза.**

- Фактические данные по динамике кредитов оказались лучше ожиданий.
- С учетом наблюдаемой в первом полугодии экономической и ценовой динамики уровень номинального ВВП будет выше прежнего прогноза.

**Прогноз инфляции на 2023 г. повышен до 5,0–6,5%. Инфляция стабилизируется на цели вблизи 4% в 2024 году.**

- Текущие темпы роста цен ускорились и превышают целевой уровень в 4%. С поправкой на сезонность месячный прирост цен в июне составил 0,52%, что в годовом выражении соответствует 6,4%.
- Адаптация к новым условиям, в том числе привыкание к новой структуре предложения, завершилась. Спрос устойчиво растет.
- Экономика практически вернулась на докризисный уровень, дальнейшее расширение спроса будет сопровождаться ограничениями на стороне предложения, в том числе в условиях дефицита на рынке труда.
- Произошло ослабление рубля, перенос этого эффекта в конечные цены на текущий момент умеренный и более полно будет проявляться в дальнейшем.

**Траектория средней ключевой ставки повышена на всем прогнозном горизонте: на 2023 г. – до диапазона 7,9–8,3%, на 2024 г. – до 8,5–9,5%, на 2025 г. – до 6,5–8,5%.**

- Прогнозный диапазон на 2023 г. допускает как неизменность, так и возможность повышения ключевой ставки.
- Шаг возможного повышения будет определяться тем, в какой мере поступающие данные будут влиять на оценку развития ситуации и баланс рисков для достижения цели по инфляции вблизи 4% в 2024 году.
- Оценка долгосрочной нейтральной ставки с учетом действия на нее структурных факторов, изменившихся по сравнению с периодом до 2019–2020 гг., повышена до 1,5–2,5% в реальном выражении, чему при целевом значении инфляции вблизи 4% соответствует номинальная нейтральная ставка 5,5–6,5%.

## ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

Инфляция в мире продолжает снижаться, но пока остается заметно выше целевых уровней в большинстве экономик. Общая инфляция уменьшается быстрее за счет цен на энергоносители и разрешения логистических сложностей. В то же время базовая инфляция и инфляционные ожидания снижаются медленнее, чем прогнозировалось. При этом в развитых странах инфляция и инфляционные ожидания пока в меньшей степени отреагировали на ДКП, чем в странах СФР. Одновременно риски для финансовой стабильности со стороны банковского сектора крупных стран значительно сократились. Поэтому центральные банки СФР в основном остановили ужесточение ДКП, в то время как центральные банки развитых стран будут вынуждены проводить более жесткую ДКП в течение более длительного периода времени, чем это предполагалось ранее.

На текущий момент экономическая активность в мире оказалась достаточно устойчива к ужесточению ставок ДКП крупнейшими странами – итоги первого полугодия 2023 г. оказались несколько выше ожиданий. Однако период постпандемического восстановительного роста, последним импульсом которого стало окончательное снятие всех ограничений в Китае, завершится, и рост экономической активности в мире постепенно замедляется. Эффекты более жесткой ДКП развитых стран проявятся заметнее к концу прогнозного горизонта, оказывая сдерживающее влияние на экономический рост.

Цены на большинстве товарных рынков, в том числе цены на нефть, газ и прочие сырьевые товары, продолжили снижаться. В сочетании с сокращением физического объема поставок это привело к уменьшению стоимостного объема экспорта в II квартале 2023 года. В то же время импорт продолжил восстанавливаться и превысил уровень II квартала не только прошлого, но и 2021 года. В итоге профицит счета текущих операций в II квартале 2023 г. заметно сократился, сложившись ниже, чем предполагалось в ДоДКП 2/23. Это отразилось на курсе рубля, который снизился в период после публикации ДоДКП 2/23.

Прогноз профицита счета текущих операций на всем прогнозируемом горизонте снижен. Наиболее заметное изменение произошло в 2023 году. Основной вклад внес пересмотр вниз экспорта из-за более низких экспортных цен на газ и другие товары. В дальнейшем возможно увеличение экспорта в условиях перенаправления поставок при сопоставимом увеличении импорта. В результате в 2024–2026 гг. профицит сальдо текущих операций стабилизируется на значении около 30 млрд долл. США.

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ВНЕШНИХ УСЛОВИЙ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

Табл. 1

	2019	2020	2021	2022	2023 (прогноз)	2024 (прогноз)	2025 (прогноз)	2026 (прогноз)
ВВП, мир, % г/г	2,8	-3,1	6,1	3,4	3,0	2,9	2,7	2,7
ВВП, США, % г/г	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,5	1,2	1,5	1,7
ВВП, еврозона, % г/г	1,6	-6,3	5,3	3,5	0,5	1,1	1,0	1,1
ВВП, Китай, % г/г	6,0	1,8	8,6	3,1	5,3	5,1	4,7	4,6
Инфляция, США*, % г/г	1,5	1,1	5,0	4,6	4,2	3,2	2,7	2,4
Инфляция, еврозона**, % г/г	1,2	0,1	2,6	5,2	4,8	3,7	3,0	2,5
Ставка, ФРС США***, %, на конец года	1,82	0,25	0,25	3,84	5,50	5,25	4,75	4,00
Ставка, ЕЦБ****, %, на конец года	-0,5	-0,5	-0,5	1,4	4,1	4,6	4,2	3,6

\* Базовая инфляция (Core PCE) в США.

\*\* Базовая инфляция (Core HICP) в еврозоне.

\*\*\* Ставка ФРС США (Fed Funds Target Rate), верхняя граница, среднее за IV квартал соответствующего года.

\*\*\*\* Ставка ЕЦБ, депозитная (ECB Deposit Facility Rate), среднее за IV квартал соответствующего года.

Источники: ФРС США, ЕЦБ, Международный валютный фонд, Investing, расчеты Банка России.

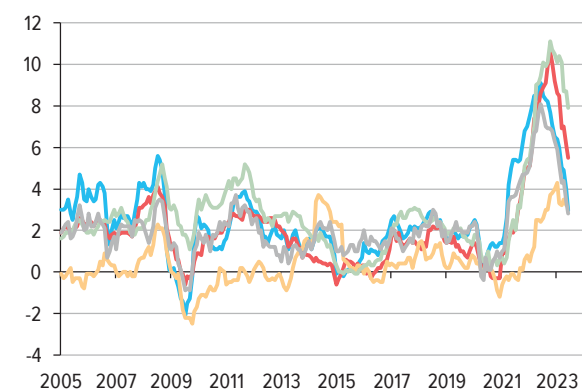
## ИНФЛЯЦИЯ В БОЛЬШИНСТВЕ СТРАН ВСЕ ЕЩЕ ВЫШЕ ЦЕЛИ

В II квартале 2023 г. инфляционное давление в мире продолжило снижаться, а в некоторых странах – достаточно существенно (например, в Бразилии и Индии). Значимые факторы нисходящей ценовой динамики – снижение цен на энергоносители и продовольствие, а также окончательное разрешение всех логистических сложностей, накопленных за время пандемических ограничений. Тем не менее прирост общего индекса потребительских цен в большинстве стран пока остается заметно выше целевых уровней.

Более того, базовая инфляция и повышенные инфляционные ожидания в развитых странах оказываются более устойчивыми к повышению ставок и снижаются медленнее прогнозов рыночных аналитиков. Одна из основных причин – сильный рынок труда, особенно в сфере услуг, способствующий росту реальных доходов и таким образом подпитывающий потребительский спрос. При этом выпуск уже близок к потенциальному или даже превышает его (например, в США, еврозоне). Как следствие, базовая инфляция способна дольше оставаться на повышенном уровне, что потребует проведения жесткой ДКП.

ИНФЛЯЦИЯ В РАЗВИТЫХ ЭКОНОМИКАХ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 1



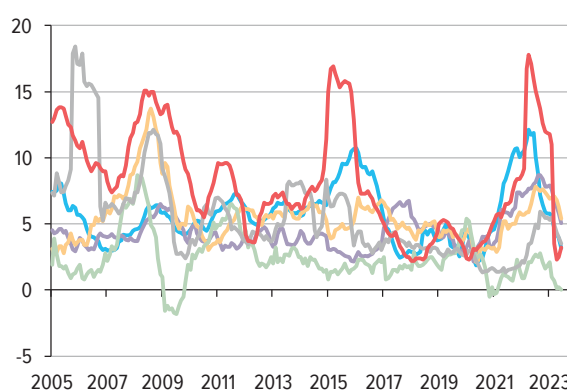
— США — Еврозона — Япония  
— Великобритания — Канада

Источник: Investing.

ИНФЛЯЦИЯ В СФР

(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 2

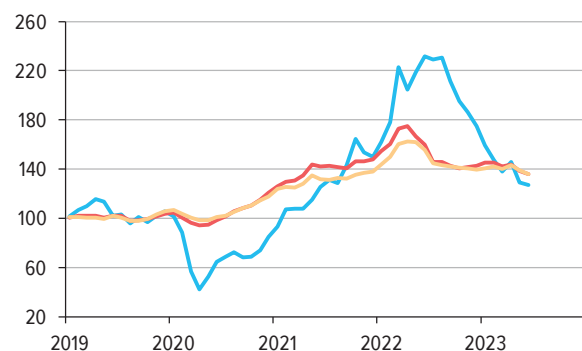


— Бразилия — Мексика — ЮАР  
— Китай — Индонезия — Россия

Источник: Investing.

ДИНАМИКА НОМИНАЛЬНЫХ СЫРЬЕВЫХ  
ИНДЕКСОВ, ДОЛЛ. США  
(2019 = 100)

Рис. 3

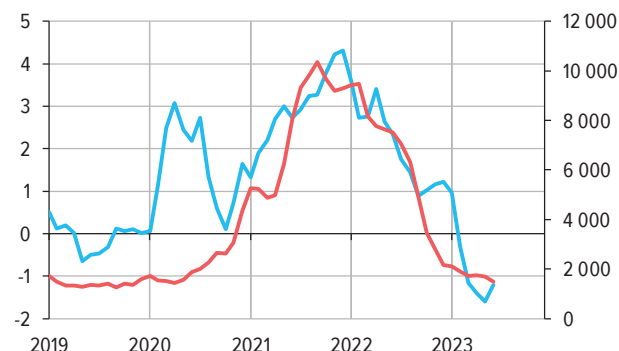


— Энергоносители  
— Неэнергетические товары  
— Сельхозпродукция

Источник: Всемирный банк.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ, ОТРАЖАЮЩИХ  
СИТУАЦИЮ В ЛОГИСТИКЕ  
(п.)

Рис. 4



— Global Supply Chain Pressure Index  
— World Container Index (правая шкала)

Источник: Investing.

## РОСТ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ ЗАМЕДЛЯЕТСЯ

Рост экономической активности в мире постепенно замедляется. Сказывается как реализовавшееся ужесточение ДКУ, так и завершение периода постпандемического восстановительного роста, последним импульсом которого стало окончательное снятие всех ограничений в Китае. Экономическая активность поддерживается сектором услуг, спрос на которые начал активно расти после снижения эпидемических рисков. В то же время в промышленности началось явное замедление. Это видно, помимо прочего, из индикаторов PMI Composite, которые во многих странах остаются выше 50 п. за счет сферы услуг, в то время как для промышленности значения находятся ниже 50 п., особенно в странах с развитой экономикой.

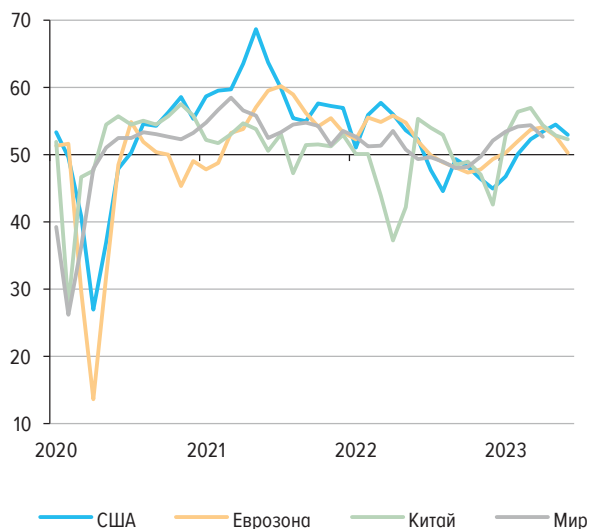
Индексы сюрпризов в данных об экономической активности указывают на то, что статистика выходит гораздо слабее прогнозов в еврозоне и Китае. Положительный сюрприз в данных пока сохраняется в США.

**США.** Оценки динамики экономики США в I квартале 2023 г. сложились несколько лучше предположений ДоДКП 2/23. Статистика по II кварталу показывает, что рынок труда и потребительский спрос выглядят устойчивыми к повышению ставки ФРС США и кризису региональных банков. Число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе (Nonfarm Payrolls) в апреле – июне оставалось выше 200 тыс., хотя их прирост замедляется. Количество новых открытых вакансий (Job Labor Turnover Survey) снижается относительно медленно и держится на уровне около 10 миллионов. При этом в течение 10 лет перед пандемией этот показатель колебался в диапазоне 6–8 млн вакансий, а в начале 2022 г. достигал 12 млн – в результате действия программы помощи безработным. Сильный рынок труда и накопленные в период пандемии сбережения поддерживают потребительский спрос. В то же время индекс опережающих индикаторов Conference Board допускает возможность рецессии в экономике США в период с III квартала 2023 г. по II квартал 2024 г., учитывая накопленное влияние повышения процентных ставок, а также высокой и устойчивой инфляции.

**Еврозона.** Пересмотренные данные за IV квартал 2022 г. и I квартал 2023 г. показали, что темпы роста в экономике еврозоны были околонулевыми, что совпадает с ожиданиями в ДоДКП 2/23. Факторами, ограничившими возможное сокращение выпуска, стали субсидии на оплату энергоносителей, а также снижение цен на газ.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI COMPOSITE  
(п.)

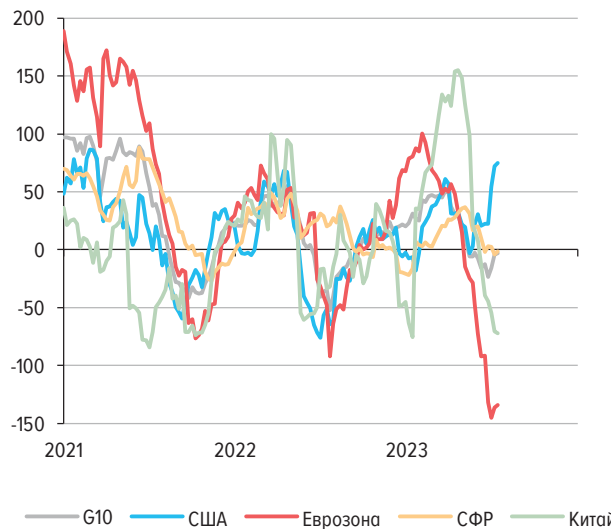
Рис. 5



Источник: IHS Markit.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА СЮРПРИЗОВ В ДАННЫХ  
ОБ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ  
(п.)

Рис. 6



Источник: CitiFX.

В большинстве экономик региона на высоком уровне сохраняется активность в секторе услуг. Однако PMI-индексы в промышленности указывают на сохранение неустойчивости текущей экономической конъюнктуры (например, в июне 40,6 п. в Германии, 43,8 п. в Италии).

**Китай.** Эффект окончательного снятия ограничений в экономике реализовался в I квартале 2023 года. Факт оказался выше, чем предполагалось в ДоДКП 2/23. Вместе с тем данные за II квартал говорят о существенном замедлении роста экономической активности. Индексы PMI новых заказов и новых экспортных заказов снижаются, данные по розничным продажам выходят хуже прогнозов. Рынок недвижимости остается слабым: инвестиции в недвижимость снижаются самыми быстрыми темпами с 2001 года. Годовая инфляция находится вблизи нулевых значений, индекс цен производителей снижается.

## УЖЕСТОЧЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В МИРЕ ПОКА НЕ ЗАВЕРШЕНО

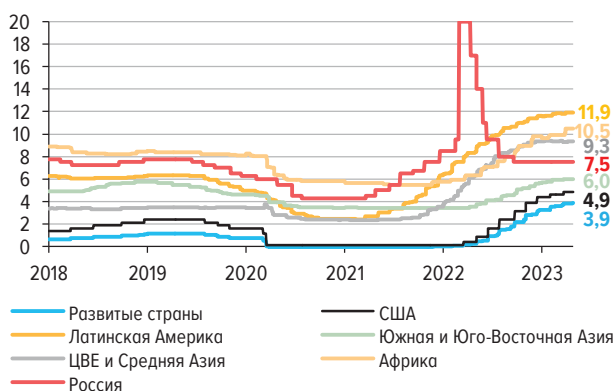
Период синхронного повышения ставок в мире завершился. В ДКП стран с развитой экономикой и СФР все больше расхождений. Среди СФР большинство центральных банков в основном остановили повышение ключевых ставок – инфляция в странах замедляется, а реальные ставки заметно растут (рис. 7, 8). В то же время регуляторы в СФР пока не сигнализируют о возможном начале цикла снижения ставок, предпочитая наблюдать за ситуацией в развитых экономиках и оценивая возможные перекрестные эффекты.

Центральные банки стран с развитой экономикой пока с осторожностью оценивают устойчивость замедления инфляции и заявляют о необходимости поддержания жесткой ДКП в течение длительного периода. Проблемы отдельных банков в США и Европе в целом выглядят разрешенными, дилемма между задачами поддержания финансовой стабильности и возвращением инфляции на целевой уровень становится менее острой. Сейчас основной акцент политики – на стабилизации ценового давления.

Представители ФРС США полагают, что снижение ставки вряд ли возможно ранее 2024 года. Представители ЕЦБ указывают, что на текущий момент сложно определить временной горизонт возможного пика по ставке. Участники рынка ожидают еще не менее одного шага повышения ставки для ФРС США и двух – для ЕЦБ<sup>1</sup>.

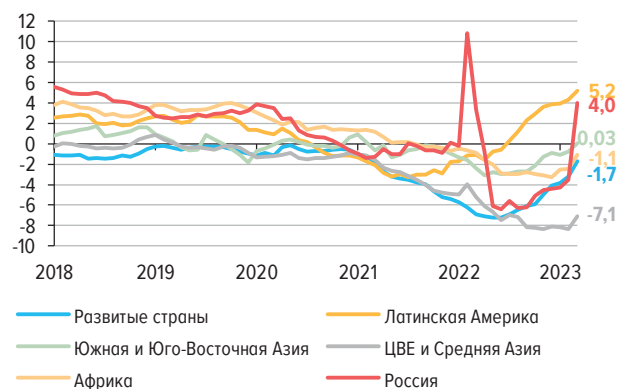
КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ  
(% годовых)

Рис. 7



РЕАЛЬНЫЕ СТАВКИ  
(% годовых)

Рис. 8



Примечание. Для расчетов используются средневзвешенные по ВВП (в текущих ценах в долларах США за соответствующий год) внутри каждой группы уровень инфляции и уровень ключевых ставок центральных банков. Список стран по регионам: развитые страны – США, страны еврозоны, Япония, Великобритания, Канада, Норвегия, Швеция, Австралия, Новая Зеландия, Израиль, Исландия, Южная Корея, Чехия; Латинская Америка – Мексика, Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Доминиканская Республика, Ямайка, Коста-Рика, Гватемала, Парагвай, Уругвай; Южная и Юго-Восточная Азия – Таиланд, Индонезия, Индия, Филиппины, Шри-Ланка; ЦВЕ и Средняя Азия – Польша, Венгрия, Румыния, Сербия, Албания, Молдова, Казахстан, Армения, Грузия, Узбекистан; Африка – ЮАР, Сейшельские острова, Гана, Уганда, Кения.

Источники: Sbondz, Всемирный банк, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> ФРС США на заседании 26 июля повысила ставку на 25 б.п. (5,25–5,5%), ЕЦБ на заседании 27 июля повысил ставку на 25 б.п. (депозитная до – 3,75%).

## МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ УСЛОВИЯ СМЯГЧИЛИСЬ

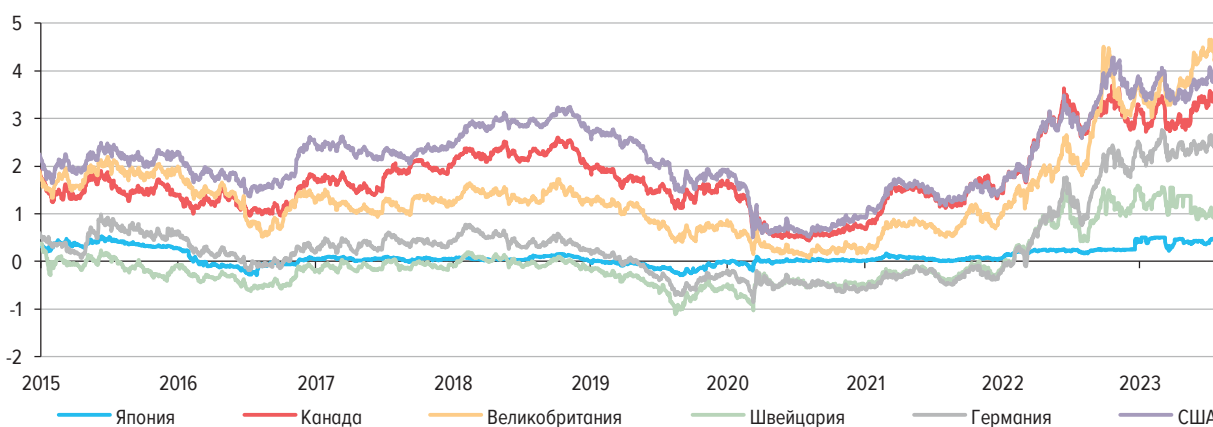
Финансовые условия в США слегка смягчились, но в целом степень жесткости пока остается на уровне средней за период с 2000 года. Принятые решения и риторика регуляторов остаются жесткими, что вынуждает участников рынка пересматривать ожидания по ставкам: доходности 10-летних облигаций сейчас находятся вблизи многолетних максимумов.

В то же время заметный смягчающий эффект на финансовые условия оказывает динамика показателей, характеризующих стоимость риска в мире. Индекс финансового стресса снизился до уровня ниже -0,7, реагируя на то, что опасения инвесторов относительно усугубления проблем в банковском секторе США и еврозоны не оправдались. CDS стран с формирующимися рынками перешел в область локальных минимумов за последние пару лет, до значений вблизи 125 базисных пунктов. Индекс волатильности VIX также отражает оптимистичные настроения инвесторов: в отдельные моменты показатель опускался ниже 15 п. (что примерно соответствует периодам 2012–2013, 2005–2006 гг.). Спреды доходности корпоративных заемщиков также снижаются, хотя их значения еще заметно превышают уровни начала 2022 года.

Одновременно экономические показатели остаются сильными. Как следствие, несмотря на значимое ужесточение ДКП в мире, участники рынка высоко оценивают вероятность «мягкой посадки».

ДИНАМИКА 10-ЛЕТНИХ ДОХОДНОСТЕЙ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РАЗВИТЫХ СТРАН (%)

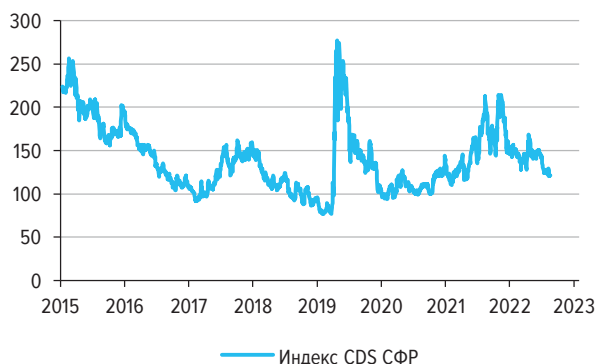
Рис. 9



Источник: расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА CDS СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ (б.п.)

Рис. 10



Источники: Sbond, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ВОЛАТИЛЬНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА США (VIX) И ИНДЕКСА ФИНАНСОВОГО СТРЕССА (п.)

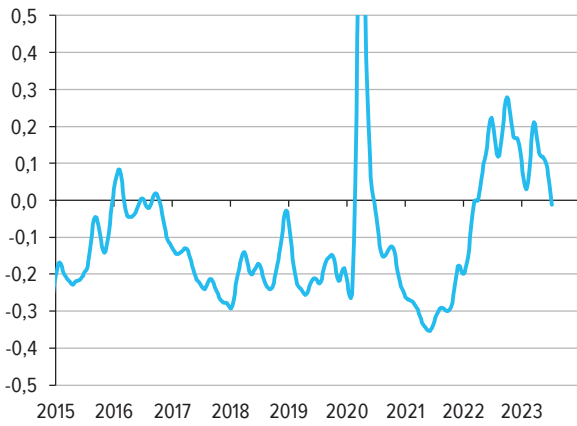
Рис. 11



Источники: Sbond, ФРБ Сент-Луиса, расчеты Банка России.

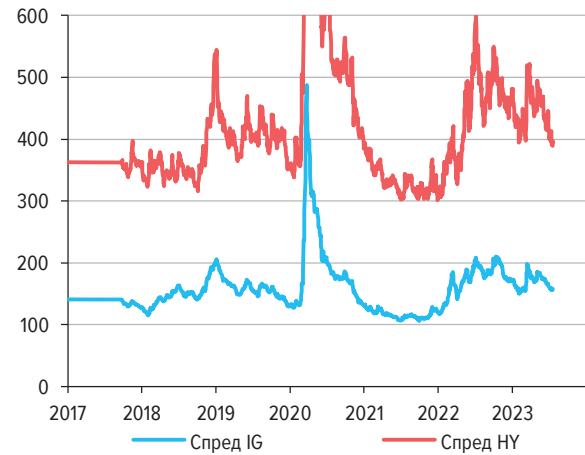


ИНДЕКС ФИНАНСОВЫХ УСЛОВИЙ (ФРБ ЧИКАГО) Рис. 12



Источник: ФРБ Чикаго, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА СПРЕДОВ ДОХОДНОСТЕЙ СЕГМЕНТОВ ЭМИТЕНТОВ NY-IG В США (б.п.) Рис. 13



Источники: FRED Economic Data, расчеты Банка России.

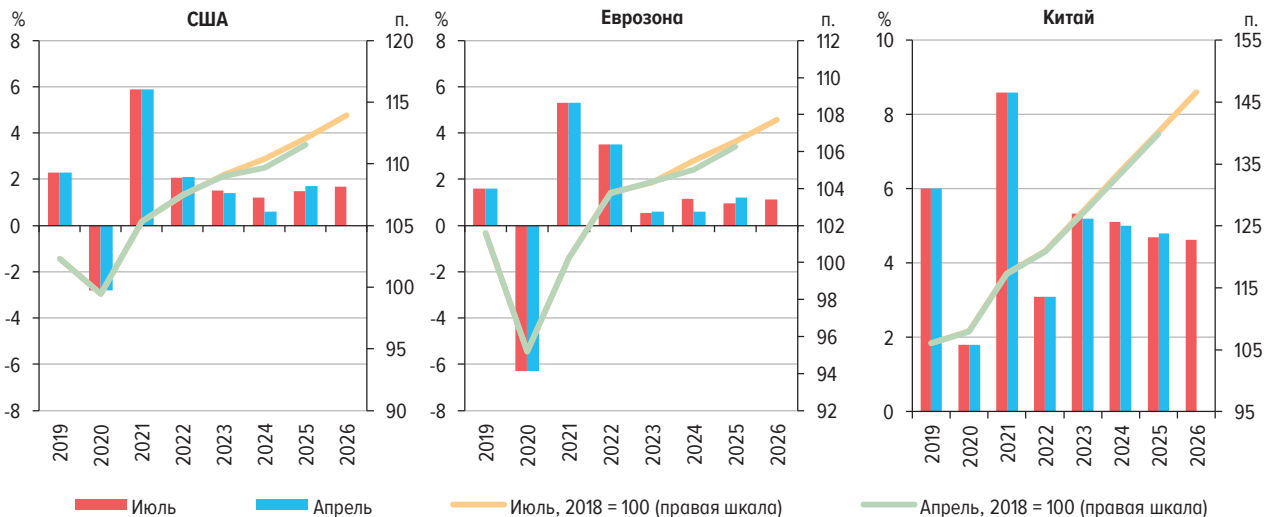
## РИСК РЕЗКОГО ЗАМЕДЛЕНИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ УМЕНЬШИЛСЯ

С учетом сильных данных за I квартал 2023 г. и хороших оперативных данных за II квартал прогнозы роста мировой экономики на 2023–2024 гг. были повышены на 0,1 п.п., до 3,0 и 2,9% соответственно. В то же время большая инерционность инфляционных ожиданий и инфляции в основных развитых экономиках и, как следствие, более высокие траектории по ставкам в США и еврозоне обуславливают более сильное влияние ДКП на рост на среднесрочном горизонте. Прогноз роста на 2025 г. понижен на 0,3 п.п., до 2,7%, что сохраняет среднесрочную траекторию практически неизменной.

**США.** Прогноз по ВВП на 2023 г. несколько повышен с учетом факта за I квартал и сохраняющейся в II квартале сильной экономической активности. При этом на текущий момент нельзя исключить отрицательную динамику в III квартале как следствие жестких ДКУ. На 2024 г. прогноз заметно повышен – устойчивость экономики и потребительского спроса к уже произошедшему повышению ставки ДКП оказалась выше, чем ожидалось ранее.

ПРОГНОЗ ДИНАМИКИ ВВП ЗАРУБЕЖНЫХ ЭКОНОМИК В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ

Рис. 14



Источник: расчеты Банка России.

**Еврозона.** Прогноз на 2023 г. несколько снижен с учетом вышедших данных за I квартал 2023 года. Однако, как и для США, на среднесрочном горизонте динамика выпуска еврозоны прогнозируется несколько выше, чем в ДоДКП 2/23, – экономика относительно умеренно реагирует на уже произошедшее ужесточение ДКП.

**Китай.** Эффект от снятия ограничений в значительной мере реализовался в I квартале 2023 года. Вновь выходящая статистика выглядит слабой, в том числе в отношении внутреннего спроса и сектора недвижимости. Однако в целом сильные данные за I квартал компенсируют более слабый рост последующих кварталов, поэтому итоговый рост на 2023 г. прогнозируется несколько выше, чем ожидалось ранее. Прогноз на 2024–2025 гг. – вблизи ДоДКП 2/23.

## ЦЕНЫ НА СЫРЬЕВЫХ РЫНКАХ ПРОДОЛЖИЛИ СНИЖАТЬСЯ

За период, прошедший с публикации ДоДКП 2/23, цены на большинстве товарных рынков снижались из-за опасений относительно замедления мирового экономического роста.

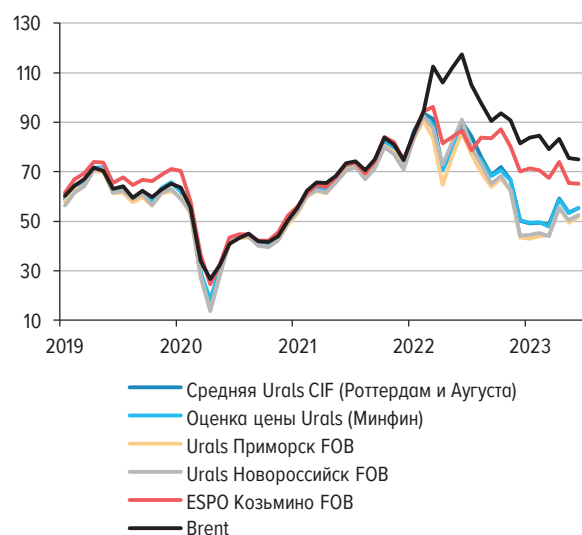
**Нефть.** Мировые цены на нефть марки Brent, находясь на нисходящем тренде в апреле – мае, в июне стабилизировались на уровне 75 долл. США за баррель благодаря заявлениям о дополнительных сокращениях добычи ОПЕК+. Давление на цены оказывали ожидания слабого роста спроса на нефть в условиях замедления роста крупнейших экономик, в частности Китая. В начале июля котировки нефти вновь начали расти на фоне сокращения добычи Саудовской Аравией. В ближайшем будущем поддержку ценам окажут дополнительное добровольное сокращение экспорта нефти Россией на 0,5 мбс и Саудовской Аравией на 1 мбс.

Цена на нефть марки Urals в июне стабилизировалась на уровне около 55 долл. США за баррель. Дисконт Urals к Brent продолжил постепенно сокращаться, в июне достигнув 20 долл. США. Поскольку Россия экспортирует несколько сортов нефти на разных направлениях (Urals, Siberian Light, ESPO, Sokol, ARCO и другие) с различными спредами к Brent, фактическая экспортная цена российской нефти по-прежнему складывается из взвешенных по объемам поставок котировок отдельных сортов (рис. 15).

**Природный газ.** В мае цена на газ в Европе продолжала снижаться из-за мягкой погоды и локального избытка СПГ, однако в июне падение остановилось вследствие перебоев с поставками из Норвегии и намерения Нидерландов закрыть крупное Гронингенское газовое месторождение. В целом в II квартале 2023 г. стоимость 1 тыс. куб. м газа в хабе TTF в Нидер-

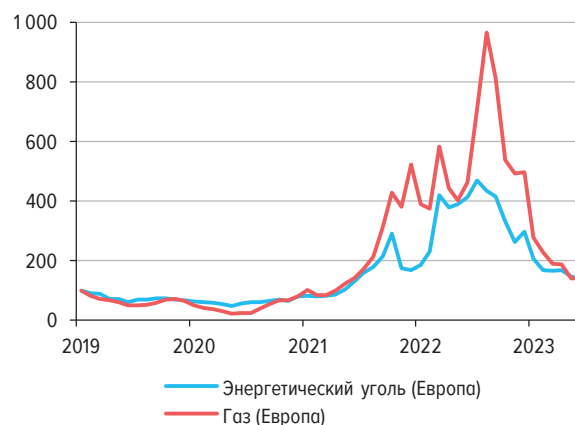
ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ  
(долл. США)

Рис. 15



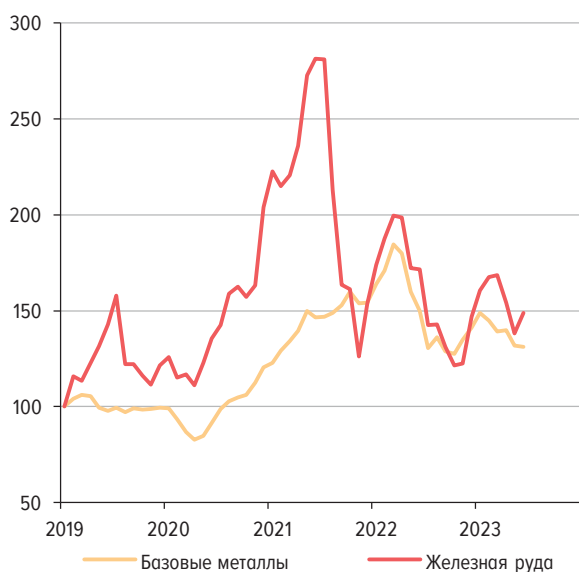
ДИНАМИКА ЦЕН НА УГОЛЬ И ГАЗ  
(01.01.2019 = 100)

Рис. 16



ДИНАМИКА ЦЕН НА МЕТАЛЛЫ  
(01.01.2019 = 100)

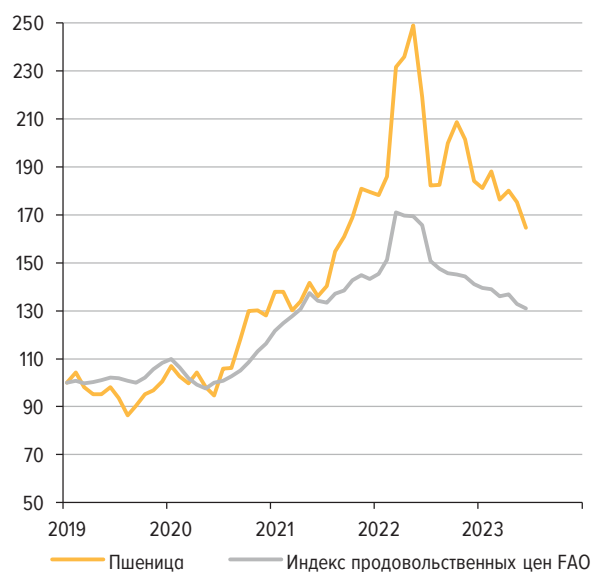
Рис. 17



Источник: Всемирный банк.

ДИНАМИКА ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ  
(01.01.2019 = 100)

Рис. 18



Источник: Всемирный банк.

ландах снизилась на 33% по сравнению с I кварталом и составила около 427 долл. США, что на 30% ниже среднего значения за 2021 год.

**Энергетический уголь.** Цены на энергетический уголь в Европе снижались вслед за ценами на газ. В II квартале 2023 г. стоимость тонны энергетического угля уменьшилась на 16% по сравнению с I кварталом и составила около 123 долл. США, что все еще на 3% больше среднего значения за 2021 год.

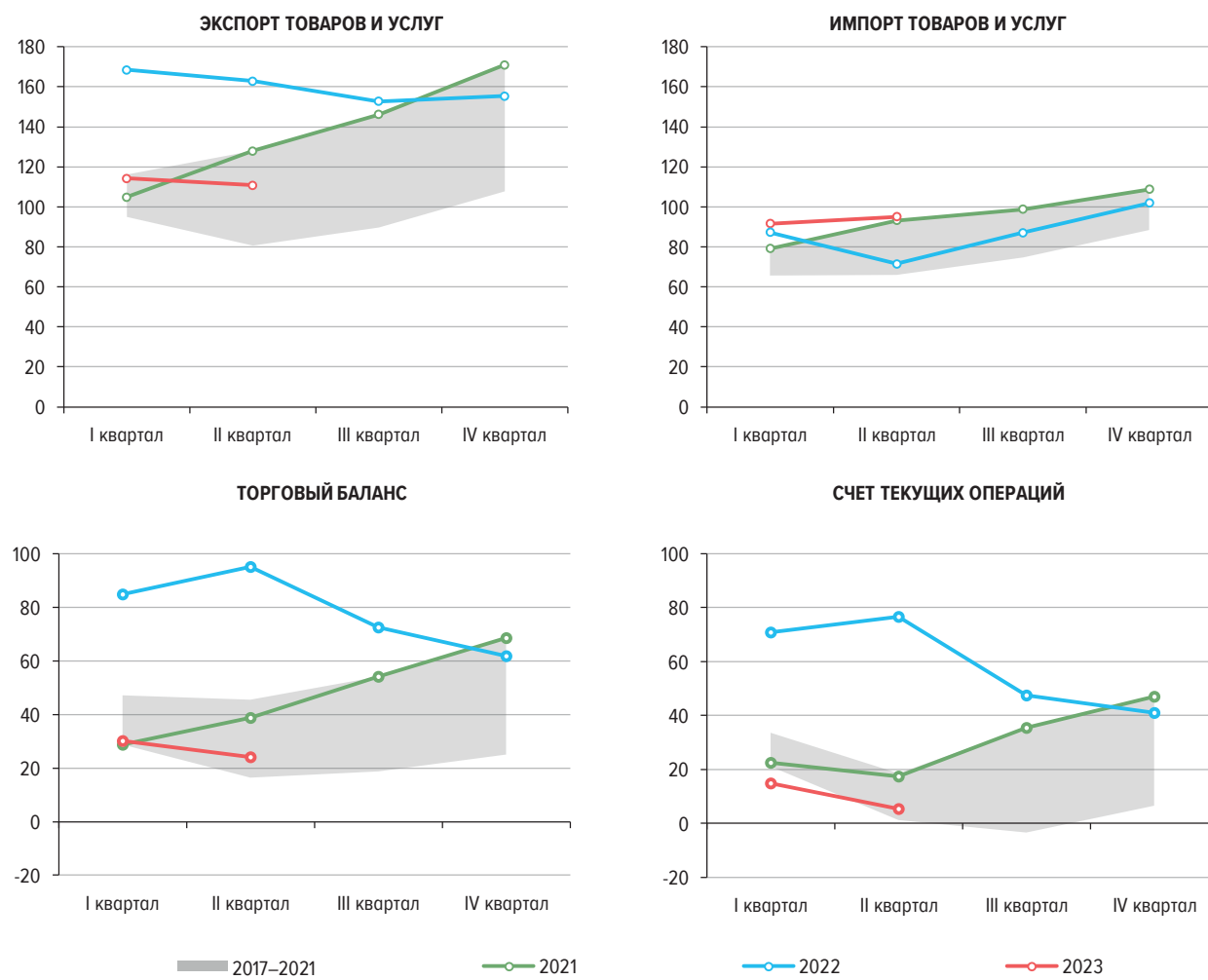
**Цветные металлы.** Цены на цветные металлы в II квартале 2023 г. снизились на 7% по сравнению с I кварталом из-за ухудшения перспектив мирового роста и спроса со стороны Китая.

**Черные металлы и коксующийся уголь.** Пессимизм относительно мирового роста сказался и на ценах на черные металлы: железная руда в II квартале 2023 г. подешевела на 11% по сравнению с I кварталом, цены на горячекатаную сталь в Черном море также снизились на 10%. Стоимость коксующегося угля за тот же период снизилась на 40% из-за слабого спроса со стороны металлургов и возобновления Китаем покупок австралийского угля.

**Сельскохозяйственные товары.** Мировые цены на сельскохозяйственную продукцию в II квартале 2023 г. продолжали снижаться, индекс продовольственных цен FAO сократился на 3% относительно уровня I квартала. В лидерах снижения – зерновые, молочная продукция и масла, падение цен на которые составило порядка 10%. Цены на сахар, напротив, в II квартале выросли на 24% из-за ухудшения перспектив урожая в Индии, Таиланде и Китае в условиях погодного явления Эль-Ниньо.

## РОССИЙСКИЙ ЭКСПОРТ ДОПОЛНИТЕЛЬНО СНИЗИЛСЯ, ИМПОРТ ПРОДОЛЖИЛ РАСТИ

**Экспорт.** В II квартале 2023 г. стоимостный объем экспорта товаров и услуг сильно сократился по сравнению с рекордными уровнями 2021–2022 гг. (II квартал 2023 г.: 111 млрд долл. США; II квартал 2022 г.: 163 млрд долл. США). Основные причины – ухудшение ценовой конъюнктуры на мировом рынке при сохранении существенных дисконтов на российские товары, а также снижение физического объема поставок. В то же время экспорт остается вблизи среднего уровня периода 2017–2021 годов. Ухудшение внешней конъюнктуры в некоторой степени позволяет компенсировать переориентацией поставок.

СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В 2017–2023 ГОДАХ  
(млрд долл. США)

Источник: расчеты Банка России.

**Импорт.** Стоимостный объем импорта товаров и услуг в II квартале продолжил восстанавливаться, вновь превысив уровень аналогичного периода 2021 г. (II квартал 2023 г.: 95 млрд долл. США; II квартал 2022 г.: 71 млрд долл. США). Поддержку импорту товаров оказали переориентация на альтернативных поставщиков, механизм параллельного импорта и другие правительственные меры по упрощению ввоза товаров. Импорт услуг заметно расширился в связи с зарубежными поездками россиян.

**Счет текущих операций.** В результате одновременного сокращения экспорта и роста импорта профицит счета текущих операций в II квартале 2023 г. снизился до 5 млрд долл. США (II квартал 2022 г.: 77 млрд долл. США). По сравнению с I кварталом некоторый вклад в снижение профицита счета текущих операций внесло расширение дефицита баланса первичных и вторичных доходов. Это связано с сезонным начислением дивидендов российскими компаниями иностранным инвесторам.

**Финансовый счет.** Положительное сальдо финансового счета в II квартале 2023 г. сформировалось за счет роста иностранных активов, в основном в форме прямых инвестиций. Внешние обязательства в II квартале 2023 г. увеличились, в том числе в связи с объявлением дивидендов российскими компаниями.

Сокращение резервных активов на 1,4 млрд долл. США в II квартале 2023 г. произошло в основном за счет продаж Банком России на внутреннем валютном рынке иностранной валюты в рамках операций со средствами Фонда национального благосостояния (ФНБ) по бюджетному правилу.

## ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ СНИЗИЛСЯ В МАЕ – ИЮЛЕ

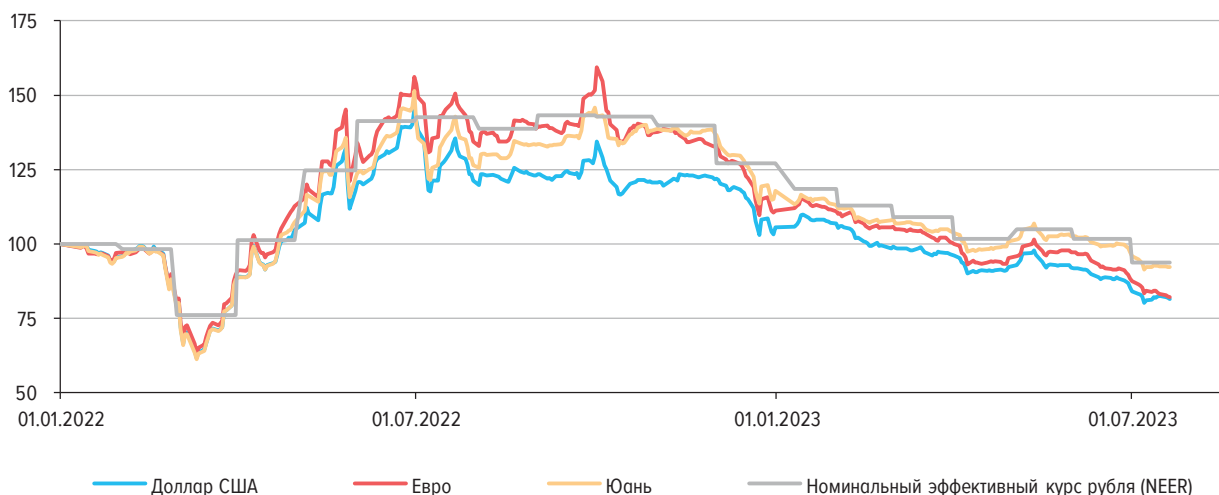
Сокращение стоимостных объемов экспорта вместе с ростом импорта в мае – июле оказало основное давление на курс рубля. К началу июля обменный курс рубля ослабел почти до 93 руб. за доллар США, несколько укрепившись впоследствии.

Помимо экспортно-импортных операций, некоторое, но неопределяющее влияние на курс рубля оказывали потоки по финансовому счету. Традиционно вырос сезонный спрос на иностранную валюту, связанный с началом периода отпусков. При этом переводы физических лиц на зарубежные счета оставались вблизи уровней, наблюдавшихся в I квартале. Операции, связанные с решениями Правительственной комиссии по контролю за иностранными инвестициями, в мае – июне проходили в минимальном объеме.

В реальном выражении по итогам июня рубль оставался вблизи медианного уровня за период с 2015 г., а в начале июля, по предварительным оценкам, опустился на уровни, наблюдавшиеся во второй половине 2015 – первой половине 2016 г. и во второй половине 2020 – первой половине 2021 г. (рис. 21). В эти периоды баланс товаров и услуг также значительно сокращался из-за падения экспорта.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ НОМИНАЛЬНОГО КУРСА РУБЛЯ К ОСНОВНЫМ ИНОСТРАННЫМ ВАЛЮТАМ  
(01.01.2022 = 100)

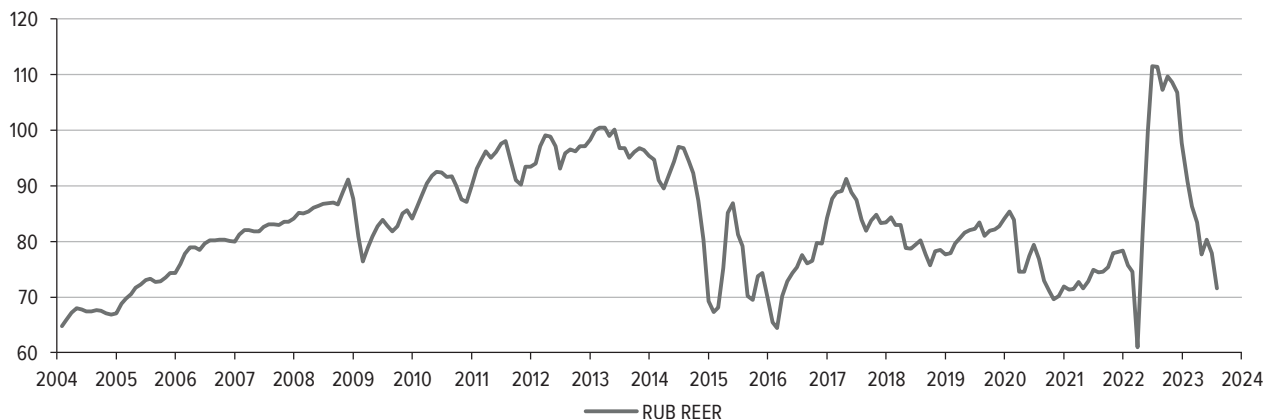
Рис. 20



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

ИНДЕКС РЕАЛЬНОГО ЭФФЕКТИВНОГО КУРСА РУБЛЯ  
(2013 = 100)

Рис. 21



Источник: расчеты Банка России.

## ПРОГНОЗ ПРОФИЦИТА СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ НА 2023–2024 ГОДЫ УМЕНЬШЕН

**Мировая конъюнктура.** Прогноз цены на нефть марки Urals на 2023–2026 гг. сохранен на прежнем уровне – 55 долл. США за баррель. При этом фактическая экспортная цена российской нефти будет несколько выше с учетом более высоких цен на другие экспортные сорта.

Цены на газ в Европе к зиме сезонно вырастут и в следующем году останутся на повышенных уровнях из-за роста спроса при стабильной добыче, однако в 2025–2026 гг. снижение цен возобновится благодаря вводу в эксплуатацию дополнительных мощностей большого объема.

Цены на остальные товары российского экспорта в 2023 г. будут ниже повышенных уровней 2022 года. В следующие годы ожидается нормализация динамики, то есть их небольшой рост.

**Экспорт.** Физический объем экспорта после существенного сокращения в 2023 г., как ожидается, расширится в следующие годы. Вместе с тем по сравнению с ДоДКП 2/23 физический объем экспорта скорректирован с учетом менее благоприятной фактической динамики по объему поставок газа с начала года. Кроме того, учтено дополнительное добровольное сокращение экспорта нефти на 0,5 мбс в августе.

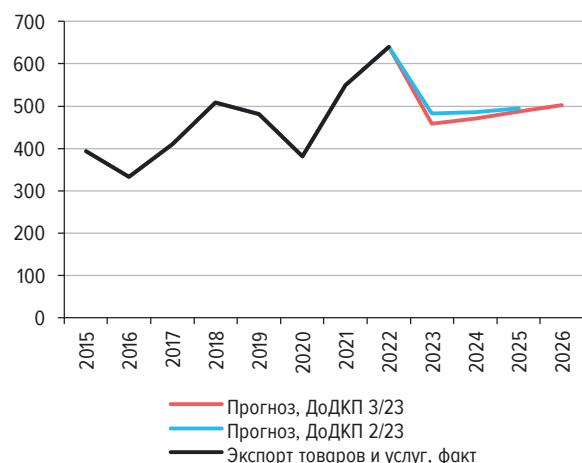
В связи с пересмотром вниз цен на газ, а также ненефтегазового экспорта товаров и экспорта услуг стоимостный объем совокупного экспорта на всем прогнозном горизонте сложится на более низком уровне, чем в прогнозе в ДоДКП 2/23.

**Импорт.** Прогноз стоимостного объема импорта товаров и услуг несколько повышен в 2023 г. с учетом превзошедшей ожидания оценки в первом полугодии. Расширению импорта способствуют переориентация на альтернативных поставщиков, выстраивание новых логистических цепочек. Вместе с тем произошедшее ослабление рубля будет сдерживать импорт. В 2025–2026 гг. стоимостный объем импорта товаров и услуг будет постепенно расти в условиях роста внутреннего спроса. В то же время из-за санкционных ограничений отношение импорта к ВВП останется ниже, чем в среднем до 2022 года.

**Счет текущих операций.** В связи со снижением прогноза стоимостного объема экспорта при незначительном изменении импорта профицит счета текущих операций снижен на всем прогнозном горизонте. Положительное сальдо текущего счета, как ожидается, сузится с 236 млрд долл. США (исторического максимума) в 2022 г. до 26 млрд долл. США в 2023 г. за счет сжатия экспорта при восстановлении импорта. В следующие годы оно расширится примерно до 30 млрд долл. США за счет увеличения экспорта в условиях перенаправления поставок.

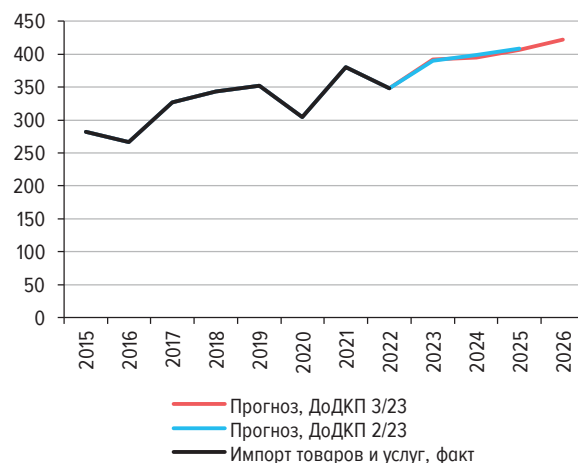
ЭКСПОРТ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(млрд долл. США)

Рис. 22



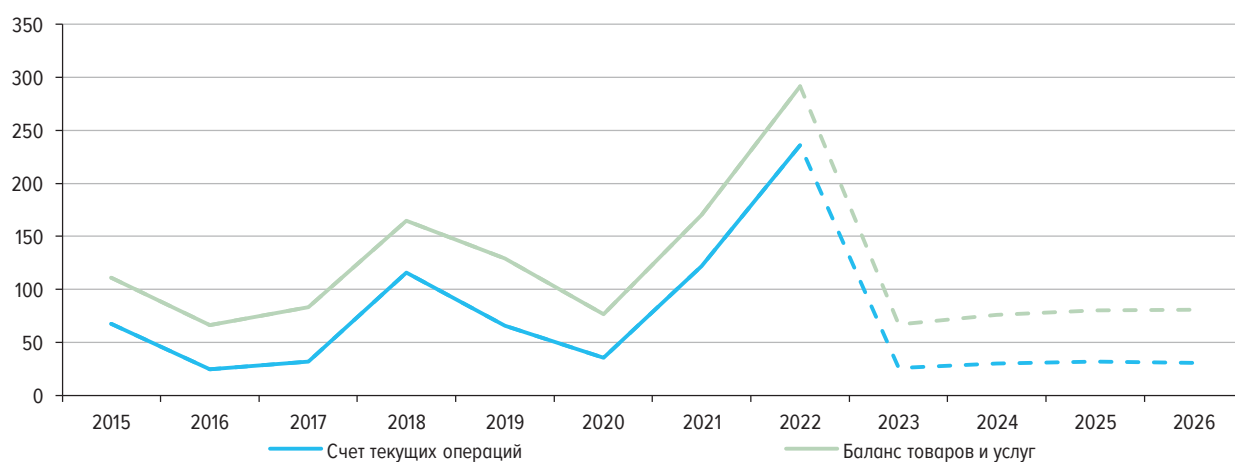
ИМПОРТ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(млрд долл. США)

Рис. 23



САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ  
(млрд долл. США)

Рис. 24



Источник: расчеты Банка России.

**Финансовый счет.** Меньший объем поступлений от внешней торговли обуславливает менее значительное накопление иностранных активов и меньший размер сальдо финансового счета по сравнению с 2022 годом. В следующие годы прогнозируется стабилизация сальдо финансового счета. Изменение резервов в прогнозе обеспечивается в основном за счет операций в рамках бюджетного правила и операций зеркалирования проинвестированных средств ФНБ.

# РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

В II квартале денежно-кредитные условия продолжили смягчаться. Несмотря на то что с момента апрельского заседания Совета директоров Банка России кривая ОФЗ сместилась вверх по всей длине, рост корпоративных кредитов оставался высоким. Розничное кредитование значительно ускорилось, наиболее заметно – в сегменте необеспеченного потребительского кредитования. Продолжается рост остатков рублевых средств населения в банках.

ВВП в I квартале 2023 г. в годовом выражении сократился меньше, чем оценивал Банк России в ДоДКП 2/23. Почти все компоненты по использованию превысили ожидания, наиболее существенно – изменение запасов материальных оборотных средств и потребление государственного управления, темпы прироста которого оказались рекордными. Потребление домашних хозяйств также сложилось выше ожиданий, заложенных в прогноз. В части производственной активности наблюдался заметный рост добавленной стоимости в строительстве и недвижимости, транспортировке и хранении, финансовой деятельности и сельском хозяйстве. При этом наибольший отрицательный вклад внесли торговля и добыча.

Выпуск в большинстве секторов экономики, ориентированных на внутренний спрос, уже достиг докризисных уровней или превысил их. В II квартале 2023 г. рост потребительской активности продолжился, положительная динамика зафиксирована во всех крупных категориях. Деловая активность также продолжила расти как в базовых отраслях, так и в сфере услуг. Уровень безработицы в мае опустился на новый исторический минимум, число вакансий продолжает расти. Индикаторы инвестиционной активности указывают на продолжение роста вложений в основной капитал. Согласно базовому прогнозу Банка России, темпы прироста ВВП в 2023 г. составят 1,5–2,5%. При этом фаза восстановительного роста экономики в целом завершается – по итогам 2023 г. экономика вернется на уровень 2021 г. или даже несколько превысит его. Как следствие, в 2024–2025 гг. темпы роста будут более умеренными.

Инфляционное давление усиливается. Текущие темпы прироста потребительских цен, включая широкий набор устойчивых показателей, превысили 4% в пересчете на год и продолжают расти. Увеличивается и показатель годовой инфляции – по оценкам Банка России, в III квартале ее уровень превысит 4%. Инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий выросли. Проводимая Банком России ДКП ограничит масштаб отклонения инфляции вверх от цели и направлена на возвращение инфляции к 4% в 2024 году. С учетом проводимой ДКП годовая инфляция составит 5,0–6,5% в 2023 г., вернется к 4% в 2024 г. и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

КРАТКОСРОЧНАЯ ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ И ВВП

Табл. 2

	Справочно: центральная точка прогнозного диапазона				Среднесрочный прогноз Банка России				
	I кв. 2023	II кв. 2023	III кв. 2023	IV кв. 2023	IV кв. 2022	IV кв. 2023	IV кв. 2024	IV кв. 2025	IV кв. 2026
Инфляция, % г/г	3,5	3,3	5,0*	5,8*	11,9	5,0–6,5	4,0	4,0	4,0
ВВП, % г/г**	-1,8	4,8*	3,6*	1,5*	-2,7	1,0–2,0	0,5–2,5	1,0–2,0	1,5–2,5

\* Оценка Банка России.

\*\* Значения темпов прироста ВВП и инфляции в III–IV кварталах 2023 г. соответствуют центрам затемненных областей на рисунках «Траектория темпов прироста ВВП в базовом прогнозе Банка России» (рис. 43), «Траектория инфляции в базовом прогнозе Банка России» (рис. 50) и представлены справочно. Диапазоны для IV квартала 2023–2026 гг. являются прогнозом Банка России.

Источник: Банк России.



## КРИВАЯ ОФЗ СДВИНУЛАСЬ ВЫШЕ

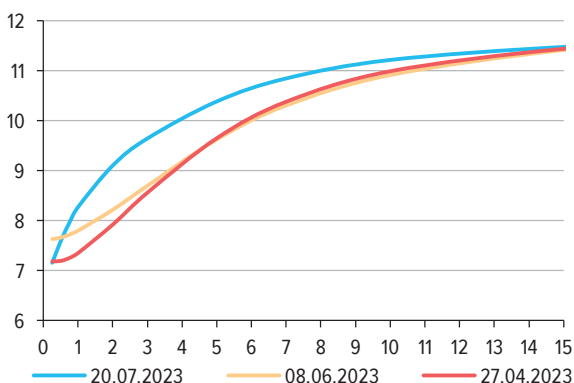
С момента заседания Совета директоров в конце апреля кривая доходности ОФЗ сдвинулась вверх, наиболее значительно – на средних сроках. Рост доходностей на коротком конце кривой во многом отражает изменение рыночных ожиданий по траектории ключевой ставки – как с учетом поступающих данных, указывающих на ускорение инфляции, так и в ответ на постепенное ужесточение сигнала Банка России о будущих решениях.

В свою очередь повышение среднесрочных и долгосрочных доходностей в большей степени отражает динамику долгосрочных инфляционных ожиданий. Так, реальная доходность ОФЗ-ИН с погашением в 2028 г. последние шесть месяцев практически не меняется, оставаясь ниже 3%. А вот вмененная инфляция, отражающая разницу между номинальной доходностью ОФЗ-ПД с аналогичной датой погашения в 2028 г. и реальной доходностью ОФЗ-ИН, в последние месяцы вновь возросла, достигнув 7%.

При этом кредитный спред доходности корпоративных облигаций к ОФЗ и цены акций с апрельского заседания демонстрировали позитивную динамику. Спред сузился до минимальных значений с IV квартала 2022 года. Индекс МосБиржи продемонстрировал дальнейший уверенный рост, продолжающийся с начала года.

КРИВЫЕ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ НА ДАТУ ПРОВЕДЕНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ (%)

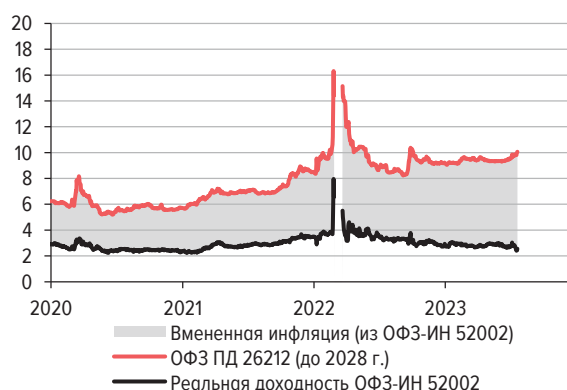
Рис. 25



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

ВМЕНЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ (ИЗ ОФЗ-ИН) (%)

Рис. 26



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

СПРЕД ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ (б.п.)

Рис. 27



Источники: Sbondz, расчеты Банка России.

ИНДЕКС МОСБИРЖИ (п.)

Рис. 28



Источник: ПАО Московская Биржа.

## ПРИТОК СРЕДСТВ НА РУБЛЕВЫЕ СЧЕТА СОХРАНИЛСЯ НА ВЫСОКОМ УРОВНЕ

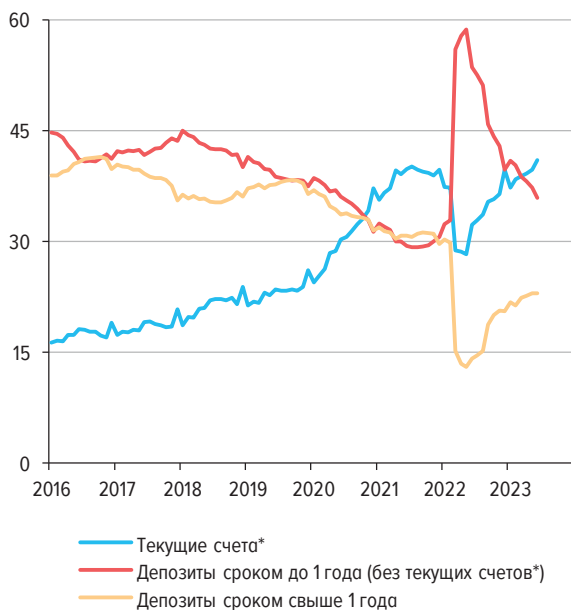
В течение большей части II квартала депозитные ставки оставались неизменными, в июне немного выросли вслед за ростом доходностей ОФЗ. Это поддерживало интерес населения к размещению средств на рублевых счетах и депозитах.

По итогам II квартала годовой прирост средств населения в банках составил 12,8% против 12,4% на конец марта. Увеличение средств населения по-прежнему происходило за счет рублевых операций. Среднемесячный приток в II квартале несколько превышал приток в аналогичный период прошлого года, когда доходность вкладов, прежде всего краткосрочных, была заметно выше. С точки зрения структуры средств в основном увеличивались остатки на ликвидных текущих счетах, включая накопительные счета с начислением процентов. Доля текущих рублевых счетов в рублевом розничном депозитном портфеле продолжила рост, начавшийся во второй половине 2022 г. (рис. 29). Кроме того, активно росли размещения средств на средне- и долгосрочные депозиты благодаря привлекательному уровню ставок в данном сегменте.

Интерес к наращиванию средств на валютных счетах и вкладах остается низким (рис. 30).

ДИНАМИКА ДОЛЕЙ ДЕПОЗИТОВ РАЗЛИЧНОЙ СРОЧНОСТИ В РУБЛЕВОМ РОЗНИЧНОМ ДЕПОЗИТНОМ ПОРТФЕЛЕ РОССИЙСКИХ БАНКОВ (%)

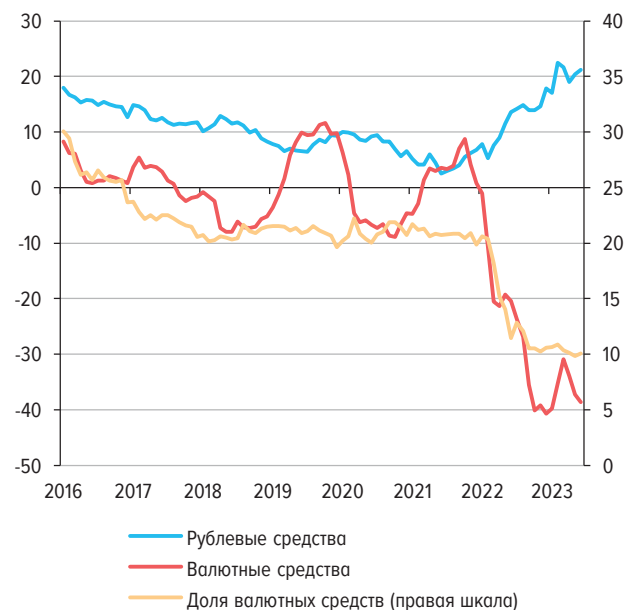
Рис. 29



\* Включая депозиты до востребования.  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ГОДОВОГО ПРИРОСТА СРЕДСТВ НА СЧЕТАХ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В РОССИЙСКИХ БАНКАХ (%)

Рис. 30



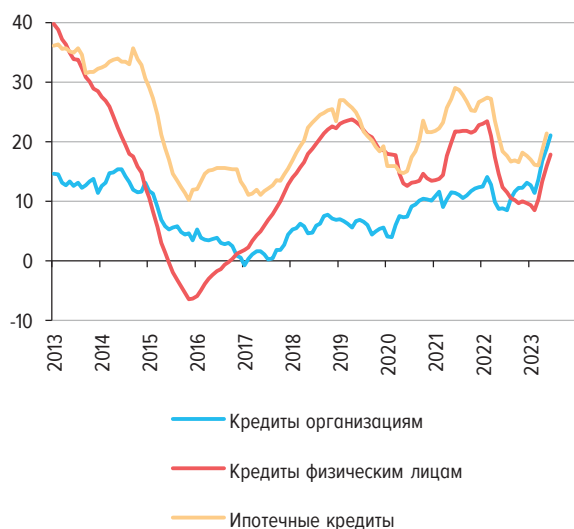
Источник: Банк России.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ ПРОДОЛЖИЛИ СМЯГЧАТЬСЯ

В начале II квартала во всех ключевых сегментах рынка кредитные ставки несколько подросли в ответ на повышение доходностей ОФЗ в феврале – марте. В ипотечном сегменте дополнительным фактором, определившим повышение средневзвешенной ставки, стали меры Банка России по снижению рисков программ «льготной ипотеки от застройщика» – ставки предложения в первичном сегменте приблизились к рыночным значениям. Однако в целом денежно-кредитные условия сложились мягче, чем ожидалось в ДоДКП 2/23, – в основном за счет неценовых условий.

ДИНАМИКА ГОДОВОГО ПРИРОСТА ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ РОССИЙСКИХ БАНКОВ (%)

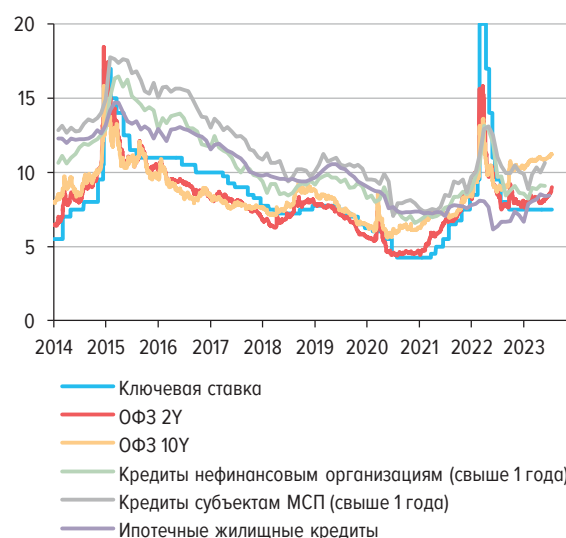
Рис. 31



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СТАВОК И ИНФЛЯЦИЯ (%)

Рис. 32



Источники: Банк России, Росстат.

Кредитная активность розничных клиентов оставалась высокой. Темп прироста розничного кредитования по итогам июня ускорился до 17,8%. Высокая активность по-прежнему отмечалась в сегменте ипотечных кредитов (средний объем выдач в апреле – июне был близок к максимумам последних лет). Восстановление потребительского кредитования в II квартале стало более заметным: годовой темп вырос с 5,1% на конец марта до 11,8% на конец июня.

Несмотря на некоторый рост ставок, спрос корпоративных клиентов на кредиты в II квартале также был высоким благодаря продолжающемуся улучшению деловых настроений. На конец июня годовой темп прироста корпоративного кредитного портфеля составил 21,0%. В основном организации наращивали долгосрочные рублевые заимствования. При этом сокращение валютного кредитного портфеля несколько замедлилось за счет операций по привлечению кредитных средств в юанях.

Таким образом, за период после публикации ДоДКП 2/23 значительный вклад в рост кредитования вносило не только розничное, но и корпоративное кредитование (рис. 31).

## ПРОГНОЗ РОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ ПОВЫШЕН

Базовый прогноз Совета директоров Банка России, опубликованный 21 июля, предполагает, что траектория ключевой ставки в среднем за год на всем прогнозном горизонте сложится выше, чем ожидалось в апреле. С учетом решения, принятого 21 июля, диапазон ключевой ставки в период с 24 июля до конца года составит 8,5–9,3% годовых (или 7,9–8,3% в среднем за 2023 г.). Хотя такой диапазон допускает неизменность ключевой ставки, с учетом существенно выросших проинфляционных рисков Банк России допускает возможность дальнейшего повышения ключевой ставки. Шаг возможного повышения будет определяться тем, в какой мере поступающие данные будут влиять на оценку развития ситуации и баланс рисков для достижения цели по инфляции вблизи 4% в 2024 году.

Прогноз темпов роста требований к экономике в 2023 г. заметно повышен. Это связано как с фактической кредитной динамикой в первой половине 2023 г., так и с более высоким уровнем номинального ВВП на текущий год. Более высокая кредитная активность прогнозируется как для розничного, так и для корпоративного сегмента рынка. Наибольший вклад в пересмотр прогноза кредитования населения обеспечивают ипотечные кредиты, объем выдач которых

в 2023 г. может обновить исторический максимум. Однако и в других сегментах розничного кредитного рынка возможно умеренное оживление. В 2024–2025 гг. прогнозируется плавное замедление кредитования темпами, близкими к прогнозируемым в ДоДКП 2/23. Ограничивающее влияние на темпы роста розничного кредитования будут оказывать принятые Банком России макропруденциальные меры.

Рост денежной массы в национальном определении (M2) в 2023 г. будет поддержан как более высокими темпами кредитования, так и сохранением стимулирующей бюджетной политики и продолжающимся перетоком средств с валютных депозитов в рублевые. В то же время влияние этих факторов будет частично ограничиваться более слабой динамикой чистых иностранных активов из-за более низкого прогноза профицита счета текущих операций. В результате рост M2 в 2023 г. сложится в диапазоне 17–21%, в том числе в связи с действием бюджетного правила. В 2024–2025 гг. вклад бюджетных операций в динамику денежного предложения будет постепенно снижаться, основной вклад в рост денежной массы будут вносить требования к экономике. По мере исчерпания потенциала перетока средств с валютных депозитов в рублевые темпы роста M2 и широкой денежной массы (M2X) сближаются.

### ВРЕЗКА 1. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА

Текущее значение ключевой ставки центрального банка непосредственно влияет на уровень краткосрочных процентных ставок. Стоимость же капитала в экономике, особенно в части финансирования инвестиционных проектов и ипотечного кредитования, определяется в значительной степени уровнем долгосрочных процентных ставок. На долгосрочные ставки существенно влияют ожидания относительно будущей инфляции – факторы, которые будут влиять на инфляционную картину, – а также долгосрочный уровень ключевой ставки, который потребуется для поддержания низкой инфляции на уровне цели.

В общем виде номинальные долгосрочные процентные ставки формируются на основе реальных долгосрочных ставок с учетом ожидаемой инвесторами и вкладчиками банков будущей инфляции. Именно поэтому **необходимое условие сохранения умеренного уровня номинальных долгосрочных процентных ставок – это закоривание инфляционных ожиданий на цели**, чего можно достичь лишь через поддержание фактической инфляции на цели в течение длительного времени.

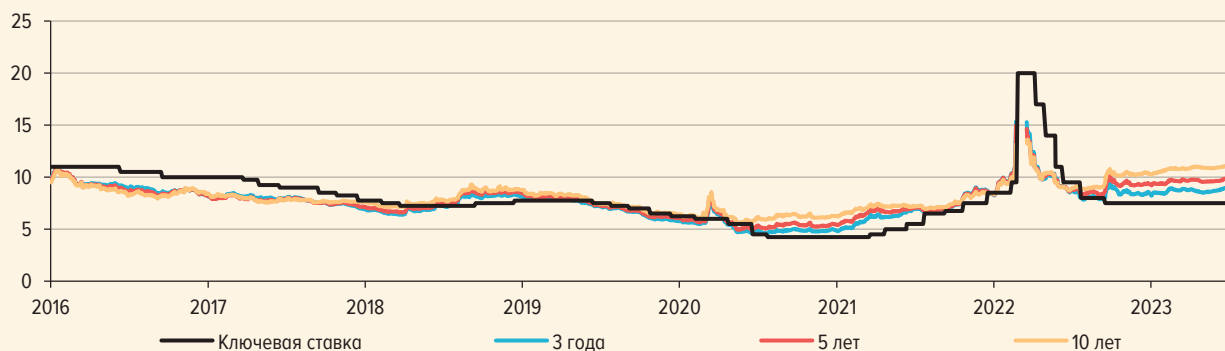
Реальные долгосрочные ставки зависят от ожиданий по долгосрочному росту экономики. При прочих равных чем выше долгосрочный рост экономики (темпы роста потенциального ВВП), тем выше реальные долгосрочные ставки – усиливается конкуренция за финансовые ресурсы между хорошими проектами. Кроме того, влияет и премия за риск – это могут быть и риски, связанные с влиянием геополитических условий, меньшей глубиной и ликвидностью рынка, и другие. Рост премии за риск повышает реальные долгосрочные ставки, так как возникает дефицит длинных денег. Поэтому снижение таких рисков будет способствовать и снижению долгосрочных процентных ставок в экономике.

Что касается ожидаемой инфляции, то при стабильной инфляции на цели и высоком доверии к тому, что она будет сохраняться на этом уровне и в дальнейшем, ожидаемая инфляция совпадает с целевым уровнем. В случае отклонения инфляции от целевого уровня инфляционные ожидания растут, влияя таким образом на номинальные ставки и повышая их даже при неизменном уровне ключевой ставки. Более того, если ключевая ставка в недостаточной мере отреагирует на рост инфляционного давления и инфляционных ожиданий, чтобы обеспечить возвращение инфляции к цели, то это способно спровоцировать дополнительный рост долгосрочных ставок. Это произойдет из-за дальнейшего увеличения инфляционных рисков, которые население, инвесторы, банки и бизнес будут закладывать в свои решения о сбережениях, депозитах и кредитах.

То, что **долгосрочные процентные ставки определяются не только текущим уровнем ключевой ставки, хорошо видно из истории российского финансового рынка последних лет**. Наиболее информативным индикатором долгосрочных ставок являются доходности государственных облигаций, ОФЗ с различными сроками погашения. Можно посмотреть, как они соотносились с динамикой ключевой ставки (**рис. В-1**).

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ (%)

Рис. В-1



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

Так, с конца 2014 г., момента перехода к таргетированию инфляции и плавающему валютному курсу рубля, было три периода времени, когда ключевая ставка была в диапазоне 7,5–8,5%:

- с сентября 2017 г. по март 2018 г.;
- с сентября 2021 г. по январь 2022 г.;
- последние 12 месяцев – с июля 2022 года.

При этом в первый из этих периодов, когда годовая инфляция замедлилась ниже 4% и у рынка росла уверенность в том, что она будет сохраняться на целевом уровне в дальнейшем, доходности ОФЗ со сроками погашения от 2 до 10 лет находились ниже ключевой ставки. Во второй период, когда инфляция значительно ускорилась и было очевидно, что для ее сдерживания потребуются более жесткая ДКП, – доходности ОФЗ были несколько выше ключевой ставки и возрастали с некоторым опережением ключевой ставки.

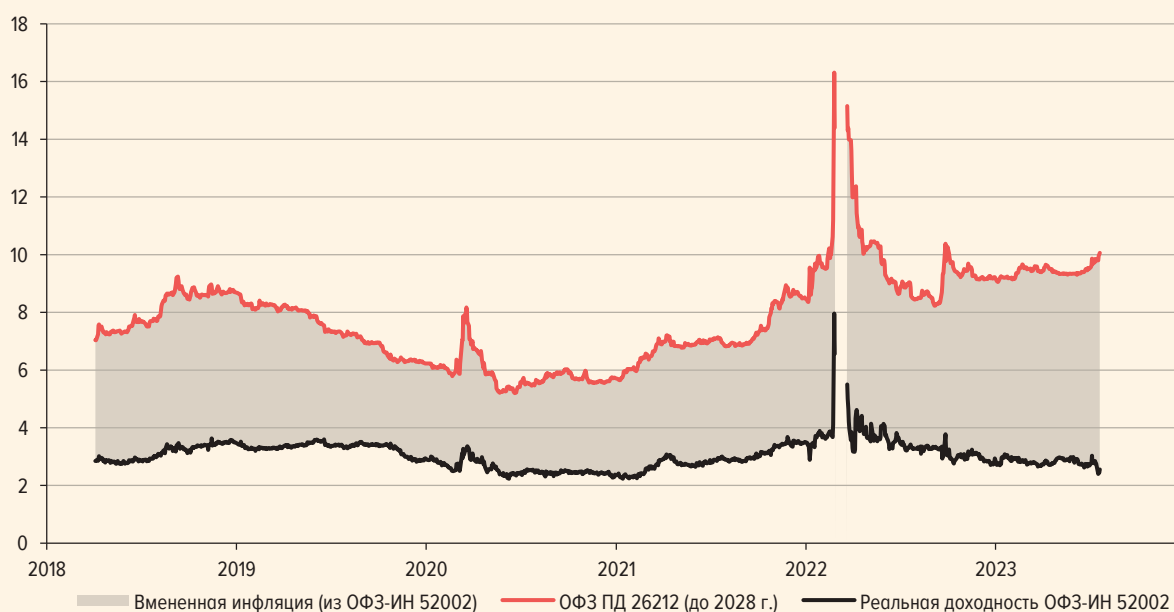
В последний же период, с осени 2022 г., доходности ОФЗ были значительно выше ключевой ставки. И более того, постепенно возрастали, несмотря на то, что ключевая ставка с 19 сентября 2022 г. по 23 июля 2023 г. оставалась неизменной на уровне 7,5%.

То, что этот рост доходностей ОФЗ с сентября прошлого года отражает рост инфляционных ожиданий и инфляционной премии за риск, закладываемой в номинальные ставки, наглядно видно из динамики ОФЗ-ИН, класса государственных облигаций, индексируемых на инфляцию. Их реальная доходность менялась в очень ограниченных пределах, и с начала 2023 г. даже немного снизилась. А вмененная инфляция – то есть разница между этой реальной доходностью и номинальной доходностью ОФЗ-ПД с фиксированным купоном и аналогичным сроком погашения – превысила 7% (рис. В-2).

Возвращение на более умеренные уровни номинальных долгосрочных доходностей ОФЗ и, соответственно, корпоративных облигаций, а также кредитных ставок, которые с ними связаны через трансфертные кривые коммерческих банков, возможно только по мере снижения долгосрочных инфляционных ожиданий и связанной с ними дополнительной премии за инфляционный риск. Для этого за счет ключевой ставки, ее влияния на краткосрочные ставки в экономике, а через них на совокупный спрос и инфляцию должны быть обеспечены такие денежно-кредитные условия, которые стабилизируют инфляцию на цели вблизи 4%.

ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ОФЗ-ИН (%)

Рис. В-2



Источники: ПАО Московская Биржа, расчеты Банка России.

## РОСТ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ ОСТАЕТСЯ ВЫСОКИМ

Фактические данные по приросту ВВП в I квартале 2023 г. в годовом выражении оказались заметно выше ожидавшихся в ДоДКП 2/23 (-1,8% против -2,3%). Почти все компоненты по использованию превысили ожидания, наиболее существенно – изменение запасов материальных оборотных средств и потребление государственного управления, темпы прироста которого оказались рекордными. Потребление домохозяйств сложилось выше, чем указывали оперативные индикаторы (например, баланс денежных доходов и расходов населения, доклад о социально-экономическом положении России, данные Лаборатории «СберИндекс»). В целом внутренний спрос российской экономики продолжил восстанавливаться уверенными темпами. При этом, по оценкам Банка России, в I квартале 2023 г. валовое накопление и расходы на конечное потребление с устранением сезонности превысили значения IV квартала 2021 года. Текущее отставание ВВП от прежних докризисных уровней обусловлено сокращением чистого экспорта.

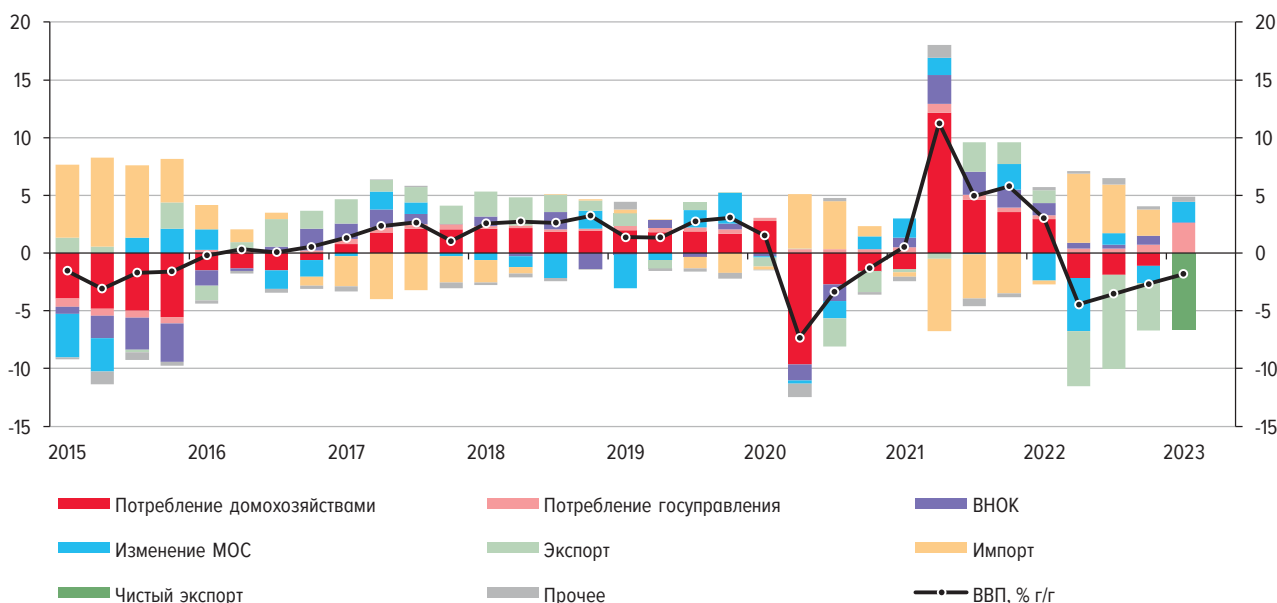
С точки зрения ВВП по производству, наблюдался заметный рост добавленной стоимости в строительстве и недвижимости, транспортировке и хранении, финансовой деятельности и сельском хозяйстве. При этом наибольший отрицательный вклад внесли торговля и добыча.

В апреле – мае 2023 г. деловая активность в российской экономике возросла (SA) как в базовых отраслях, так и в сфере услуг. Наибольший вклад в увеличение выпуска в этот период по сравнению с I кварталом 2023 г. (SA) внесла обрабатывающая промышленность, а также розничная торговля и строительство.

Рост в обрабатывающих производствах наблюдался по всем крупным группам товаров – инвестиционным, промежуточным и потребительским. Как и в I квартале, наиболее существенно увеличился выпуск инвестиционных товаров (электрооборудование, автотранспортные средства (без легковых), готовые металлические изделия, компьютеры, электроника, оптика и прочее). Значимым фактором роста остается повышенный спрос со стороны строительной отрасли. Объем строительных работ, по оценкам Банка России, продолжает обновлять рекордные уровни: в мае он уже почти на 12% превысил уровень IV квартала 2021 г. (SA).

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ГОДОВОГО ПРИРОСТА ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ (п.п.)

Рис. 33



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

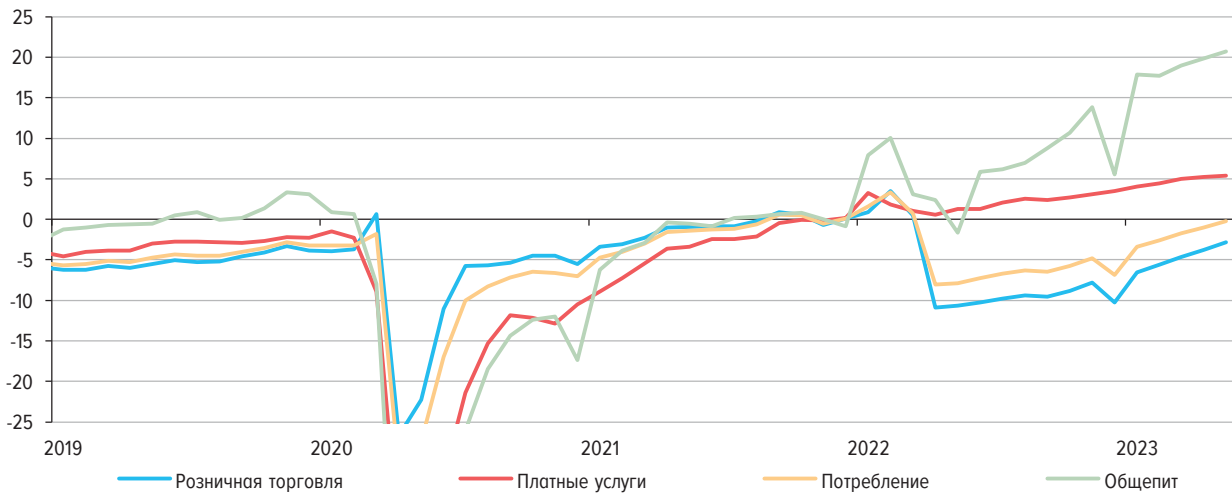
## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СПРОС УСТОЙЧИВО ВОЗРАСТАЕТ

Восстановление потребительского спроса продолжалось в течение всего II квартала. В апреле – мае 2023 г. нарастание оборотов наблюдалось во всех крупных категориях, наиболее весомый вклад внес сегмент розничной торговли непродовольственными товарами. Оборот розничной торговли продовольственными товарами также устойчиво расширился, в то время как объем платных услуг увеличивался более сдержанно. По оценкам Банка России, в мае продажи продовольственных товаров с устранением сезонности почти достигли уровня IV квартала 2021 г., продажи непродовольственных все еще остаются значительно ниже.

В июне 2023 г., согласно оперативным индикаторам (например, оценке потребительских расходов Лаборатории «СберИндекс»), рост потребления продолжился.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ АКТИВНОСТЬ  
(в % к IV кварталу 2021 г., SA)

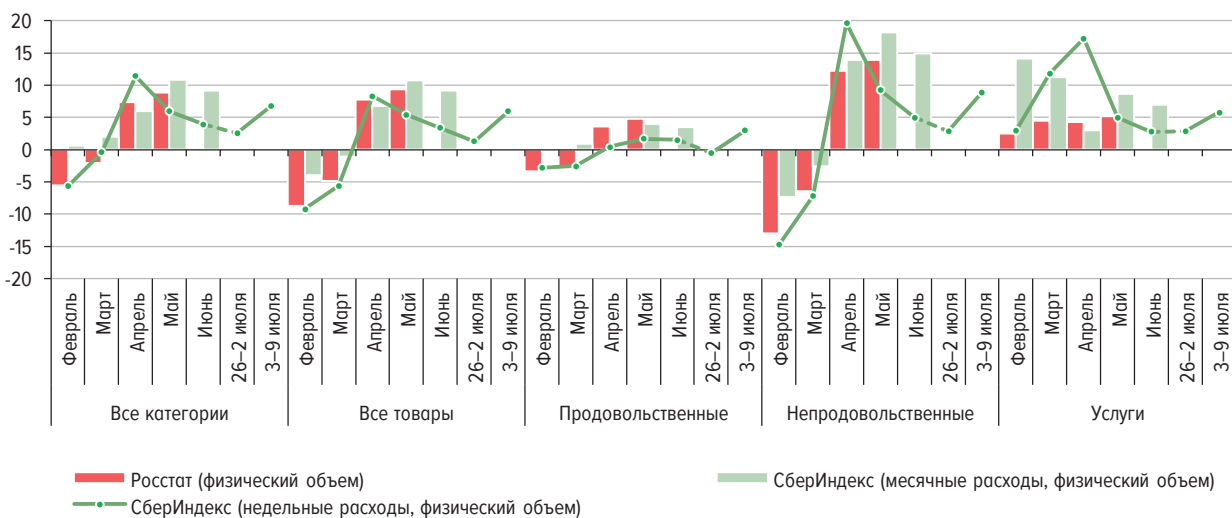
Рис. 34



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОПЕРАТИВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ АКТИВНОСТИ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 35



Примечание. Данные Лаборатории «СберИндекс» по потребительским расходам публикуются в номинальном выражении. Для вычисления индексов физического объема используются дефляторы розничной торговли (продовольственными и непродовольственными товарами) и дефлятор объема платных услуг населению. Дефляторы на недельной основе рассчитываются на основе дефлятора предыдущего месяца, скорректированного на изменение недельной инфляции. В случае отсутствия опубликованного месячного дефлятора розничной торговли и объема платных услуг он рассчитывается на основе известного дефлятора предыдущего месяца, скорректированного на изменение месячной инфляции. Источники: Росстат, Лаборатория «СберИндекс», расчеты Банка России.



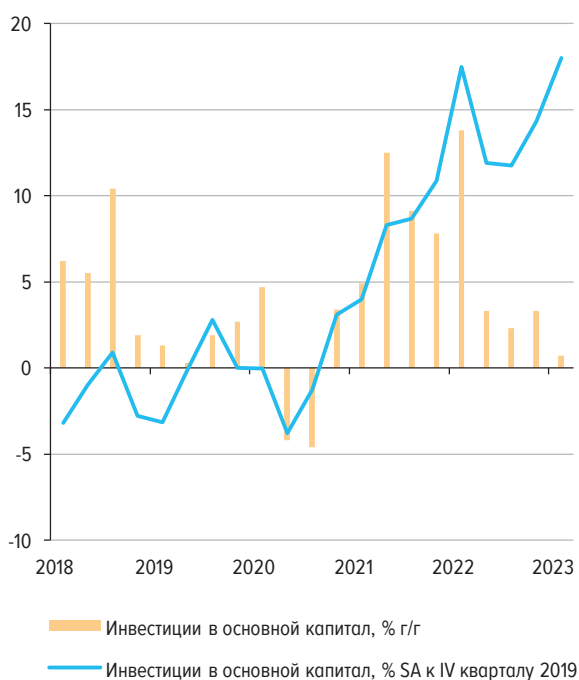
## ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ ПРОДОЛЖАЕТ УВЕЛИЧИВАТЬСЯ

По данным Росстата, инвестиции в основной капитал в I квартале 2023 г. выросли на 0,7% в годовом выражении (**рис. 36**). Валовое накопление основного капитала (ВНОК) в I квартале 2023 г. также увеличилось на 0,6% относительно соответствующего периода прошлого года. Опережающие индикаторы инвестиционной активности (например, объем строительных работ, железнодорожные перевозки стройматериалов, производство инвестиционных товаров) указывают на продолжающееся расширение вложений в капитал.

На основе статистики за I квартал и опережающих индикаторов за II квартал можно предположить, что инвестиционная активность продолжила расти. Оперативные данные опросов предприятий Банка России также это подтверждают. Загрузка мощностей оставалась на максимальных уровнях. Предприятия по-прежнему наращивали мощности и модернизировали производство в условиях переориентации на внутренний спрос, активизации программ импортозамещения.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

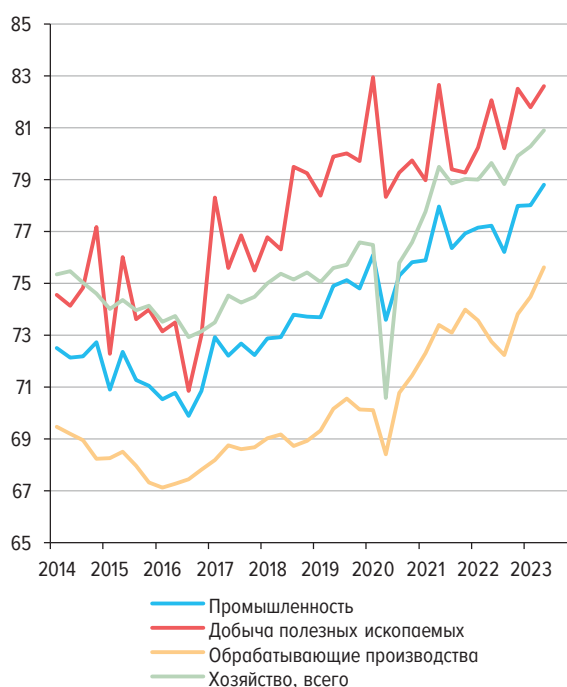
Рис. 36



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЗАГРУЗКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ (% SA)

Рис. 37



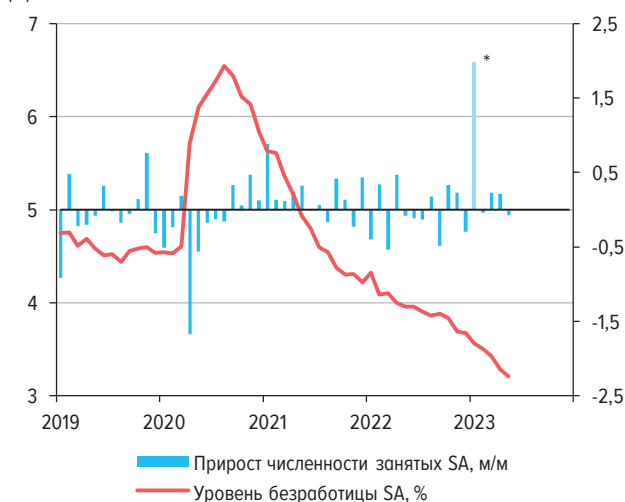
Источники: мониторинг предприятий, Банк России.

## УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ ДОСТИГ НОВОГО ИСТОРИЧЕСКОГО МИНИМУМА

Спрос на труд в российской экономике продолжает расти. В мае 2023 г. уровень безработицы достиг нового исторического минимума, снизившись до 3,2% (SA) (**рис. 38**). С февраля по май 2023 г. численность занятых (SA) выросла на 0,2 млн человек. Число вакансий, по данным HeadHunter, непрерывно растет с августа 2022 г., потребность работодателей в работниках, по данным Роструда, демонстрирует высокие темпы роста с марта 2023 г. (**рис. 39**). Жесткость рынка труда, определяемая отношением вакансий к резюме, по данным HeadHunter (альтернативный показатель – безработные, по данным Росстата, к вакансиям HeadHunter), к маю достигла максимума с 2017 г. (**рис. 40**).

УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ И ЧИСЛЕННОСТЬ  
ЗАНЯТЫХ, SA  
(%)

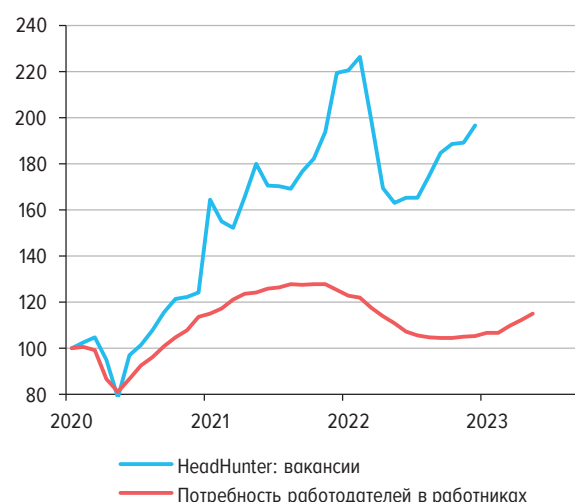
Рис. 38



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

СПРОС НА ТРУД, SA  
(ЯНВАРЬ 2020 = 100)

Рис. 39

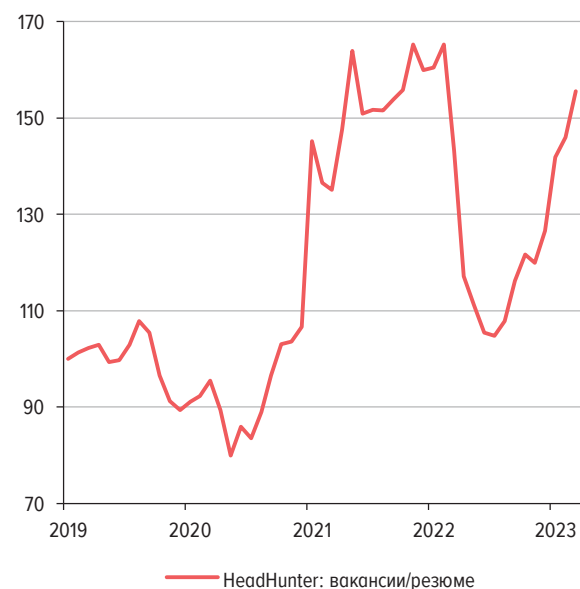


Источники: HeadHunter, Роструд, расчеты Банка России.

\* С января 2023 г. Росстат формирует выборку для Обследования рабочей силы на основе Всероссийской переписи населения 2020 г. (ВПН-2020). Согласно ВПН-2020 численность постоянного населения Российской Федерации на территории страны по состоянию на конец 2021 г. на 1,6 млн чел выше, чем на 01.01.2022, на основе ВПН-2010 с учетом текущего учета естественного и миграционного приростов. Данное превышение было отнесено Росстатом преимущественно в категорию занятых, в результате чего в январе 2023 г. произошло резкое увеличение численности занятых согласно официальной статистике. Таким образом, данные по занятости в 2023 г. являются несопоставимыми с прошлыми значениями, но сопоставимыми между собой.

ЖЕСТКОСТЬ РЫНКА ТРУДА, SA  
(ЯНВАРЬ 2017 = 100)

Рис. 40



Источники: HeadHunter, Росстат, расчеты Банка России.

РЕАЛЬНЫЕ ЗАРАБОТНЫЕ ПЛАТЫ  
(IV квартал 2021 = 100)

Рис. 41



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Жесткость рынка труда отражает степень конкуренции работодателя за работника. Рост показателя может означать необходимость повышения заработных плат. Действительно, реальные заработные платы продолжают расти высокими темпами (рис. 41). В январе 2023 г. средняя реальная заработная плата (SA) в целом по экономике почти полностью восстановилась после падения в апреле 2022 г., а за февраль – март 2023 г. продолжила расти, превысив на 2,2% уровень (SA) марта 2022 года. Основной вклад в темпы роста заработных плат в феврале – апреле 2023 г. внесли секторы обрабатывающей промышленности.

## ИСПОЛНЕНИЕ БЮДЖЕТНЫХ РАСХОДОВ В II КВАРТАЛЕ ПРИБЛИЗИЛОСЬ К НОРМЕ

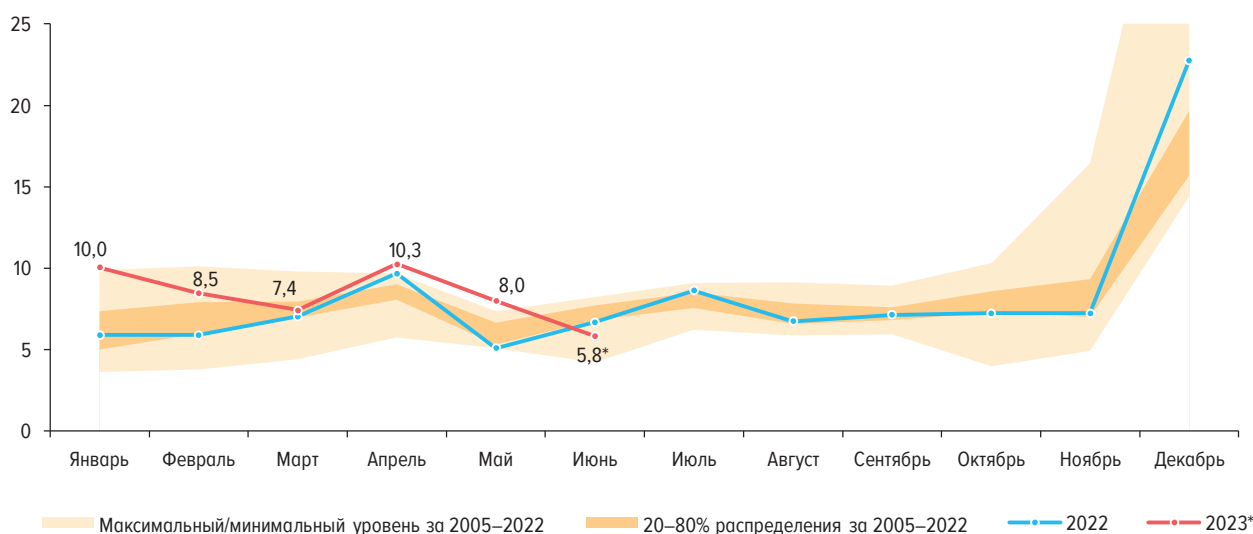
В первом полугодии 2023 г. смещение графика бюджетных расходов относительно традиционной сезонности сформировало высокий размер бюджетного стимула в экономике (см. врезку 2). После ускоренного авансирования в первые месяцы года, в мае – июне 2023 г. темпы исполнения расходов замедлились, вернувшись к исторической норме (рис. 42). В то же время на фоне восстановления внутреннего спроса наблюдается улучшение поступления доходов, в основном ненефтегазовых. Поддержку доходной части бюджета также оказали рекордные дивиденды ПАО Сбербанк (0,3 трлн руб.). Это способствовало сокращению общего дефицита бюджета до 2,6 трлн руб. по итогам первого полугодия 2023 г.<sup>1</sup> с пиковых значений в начале года (по итогам января – апреля: 3,0 трлн руб.).

Нормализация темпов исполнения расходов соответствует параметрам формирования расходов в соответствии с бюджетным правилом, установленным Федеральным законом № 366-ФЗ от 05.12.2022 «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов» (ФЗ о бюджете). При этом план по расходам в 2023 г. может быть повышен за счет получения дополнительных ненефтегазовых доходов. К таким показателям можно отнести более высокие темпы экономического роста, произошедшее ослабление рубля, дополнительное поступление разовых доходов (дивиденды ПАО Сбербанк, налог на сверхприбыль за 2021–2022 гг. и другое).

При неизменных среднесрочных параметрах бюджетной политики ускоренное по сравнению с обычной сезонностью прошлых лет исполнение бюджетных расходов внутри года само по себе не оказывает значительного влияния на среднесрочный вклад бюджетной политики в совокупный спрос и ценовую динамику. Тем не менее оно усиливает краткосрочный бюджетный импульс и увеличивает совокупный спрос в первой половине года, что при прочих равных вносит свой вклад в постепенное ускорение темпа текущего роста цен. Кроме того, на бюджетный импульс оказывают влияние операции в связи инвестированием средств ФНБ. Это учтено в прогнозе инфляции на 2023 год. В дальнейшем, при продолжающемся действии бюджетного правила в его текущем виде, бюджетный импульс будет ослабевать.

ПРОФИЛЬ ПОМЕСЯЧНОГО ИСПОЛНЕНИЯ РАСХОДОВ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА  
(% от факта/росписи)

Рис. 42



\* 2023 г. – процент от сводной бюджетной росписи на 13.07.2023 (29,9 трлн руб.), январь – июнь 2023 г. – по предварительной оценке исполнения Минфина России.  
Источники: Минфин России, Банк России.

<sup>1</sup> По предварительной оценке исполнения федерального бюджета за январь – июнь 2023 г. (Минфин России).

## ПРОГНОЗ ВВП НА 2023 ГОД ВНОВЬ ПОВЫШЕН

Фактические данные в I квартале 2023 г. и оперативные данные в II квартале 2023 г. указывают на более высокую траекторию роста ВВП в 2023 г., чем предполагалось в прогнозе ДоДКП 2/23. Согласно базовому прогнозу Банка России, экономический рост составит 1,5–2,5%. При этом фаза восстановительного роста экономики завершается – по итогам 2023 г. экономика вернется на уровень 2021 г. или даже превысит его. Как следствие, в 2024–2025 гг. темпы роста будут более умеренными. В 2026 г. российская экономика вернется на траекторию сбалансированного роста в 1,5–2,5% (рис. 43).

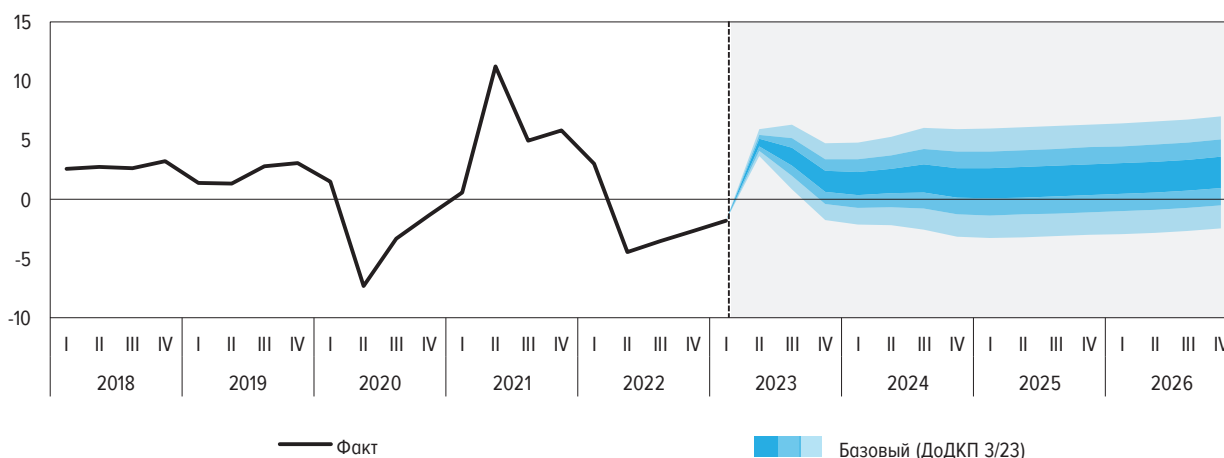
В 2023 г. расширение экономической активности будет в значительной степени обеспечено внутренним спросом – уровень потребления и ВНОК, а также импорта оценивается выше, а экспорта – ниже, чем в ДоДКП 2/23. В последующие годы вклад экспорта немного повысится, однако в целом его относительная значимость будет оставаться меньше, чем это было в исторической ретроспективе.

**Потребление домохозяйств** в I квартале 2023 г. сложилось выше ожиданий, и, по оперативным данным по потребительской активности, такой же вывод можно сделать и по II кварталу 2023 года. Уровень IV квартала 2021 г. был достигнут на рубеже I–II кварталов 2023 года. Это обуславливает повышение прогноза темпов прироста потребления домохозяйств в 2023 г. на 2,5 п.п. по сравнению с ДоДКП 2/23 – до 6,0–8,0%. В 2024–2025 гг. спрос домохозяйств замедлится на фоне ослабления импульса восстановления, а также вследствие более жесткой ДКП, требуемой для возвращения инфляции к цели. Потребление сектора государственного управления, также существенно превысившее ожидания в 2023 г., будет давать значительно меньший вклад в 2024–2025 гг. в силу проводимой нормализации бюджетной политики. В 2026 г. вклад совокупного потребления и его компонентов вернется на уровень, соответствующий сбалансированному росту экономики.

**Инвестиции** демонстрируют устойчиво растущую динамику с середины 2020 года. Согласно опросным данным мониторинга предприятий Банка России, деловые настроения остаются в оптимистичной области, что может говорить о продолжающемся росте инвестиций частного сектора. В 2023 г. вклад инвестиций расширится – помимо роста частных инвестиций, этому способствует и размещение средств ФНБ в инфраструктурные проекты

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 43

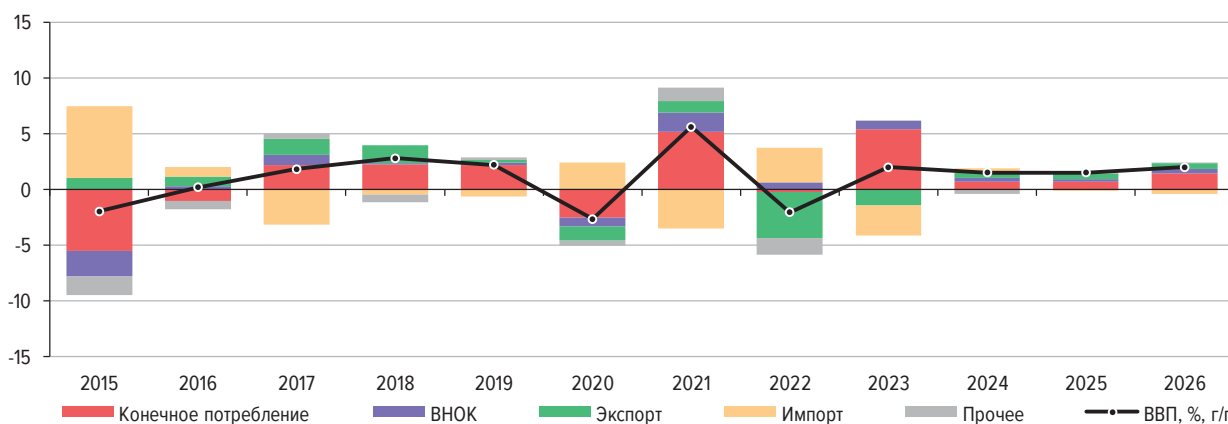


Примечание. Затененные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпа прироста ВВП. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 темп прироста ВВП примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого темп прироста ВВП примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. И в оставшихся 25 случаях темп прироста ВВП может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затенена серым цветом.

Источник: расчеты Банка России.

## ДЕКОМПОЗИЦИЯ ТЕМПА ПРИРОСТА ВВП НА ПРОГНОЗНОМ ГОРИЗОНТЕ

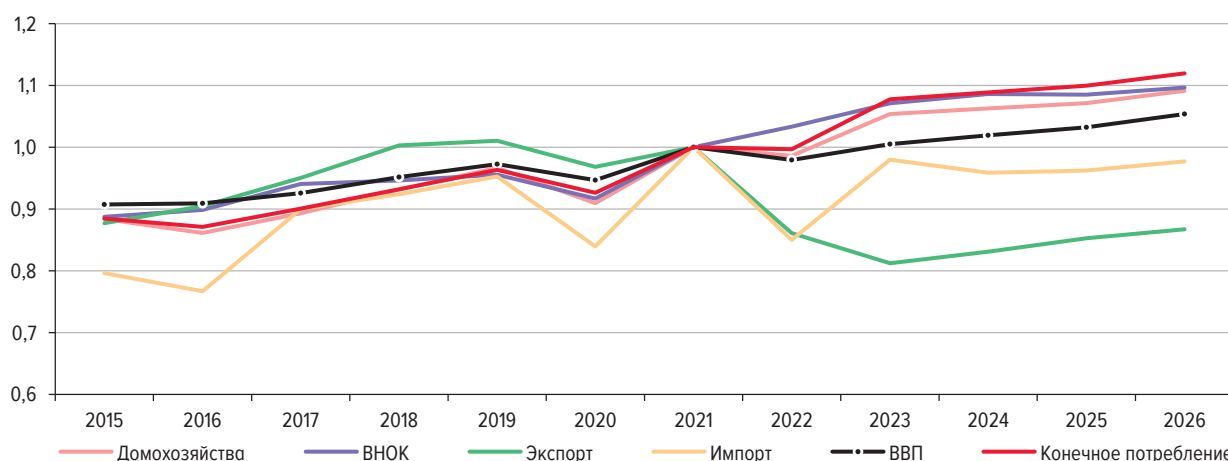
Рис. 44



Примечание. Представленная декомпозиция рассчитана с учетом темпов прироста, соответствующих центральным точкам прогнозных диапазонов, а также долей компонентов в ВВП исходя из прогнозной величины компонента ВВП и величины ВВП. Декомпозиция приведена в иллюстративных целях и ее не следует считать количественным прогнозом Банка России. Источник: расчеты Банка России.

ДИНАМИКА УРОВНЕЙ КОМПОНЕНТОВ ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ  
(2021 = 1)

Рис. 45



Примечание. Представленная динамика уровней рассчитана с учетом темпов прироста, соответствующих центральным точкам прогнозных диапазонов. Динамика уровней приведена в иллюстративных целях и ее не следует считать количественным прогнозом Банка России. Источник: расчеты Банка России.

внутри экономики России. Кроме того, заметный положительный вклад в выпуск продолжают вносить крупные инвестиционные проекты, главным образом компаний с государственным участием. В 2024–2025 гг. по мере нормализации бюджетной политики бюджетный импульс будет ослабевать, и вклад государственных инвестиций сократится, что скажется на динамике общего показателя. К концу прогнозного горизонта вклад инвестиций стабилизируется и будет обеспечиваться преимущественно частным сектором.

**Экспорт**, после заметного отрицательного вклада в 2023 г. на фоне действующих внешних ограничений, начиная с 2024 г. стабилизируется. **Импорт** определяется динамикой внутреннего спроса и относительными ценами импортных товаров и услуг по сравнению с отечественными. После существенного роста в 2023 г. вместе с расширившимся потреблением домохозяйств, в 2024 г. снизится – скажется не только замедление спроса, но и переключение на отечественные товары из-за роста цен по мере увеличения эффектов переноса произошедшего в 2023 г. ослабления рубля. Это, в свою очередь, окажет поддержку выпуску. К 2026 г. экспорт и импорт вернуться на долгосрочно устойчивые уровни, а их вклад будет соответствовать сбалансированному росту экономики.

## ВРЕЗКА 2. О ВКЛАДЕ БЮДЖЕТНОГО СЕКТОРА В СОВОКУПНЫЙ СПРОС И ДЕНЕЖНЫЕ АГРЕГАТЫ

В начале 2023 г. бюджетная политика продолжила смягчаться и оказывать стимулирующее воздействие на выпуск и спрос. В соответствии с опубликованными Минфином России оперативными данными федеральный бюджет (ФБ) за первое полугодие 2023 г. исполнен с дефицитом **2,6 трлн руб.**, что с учетом запланированного в ФЗ о бюджете дефицита в **2,9 трлн руб.** и традиционной сезонности исполнения ФБ является высоким уровнем. Формированию значительного дефицита ФБ в начале 2023 г. способствовали слабая динамика поступлений (в основном нефтегазовых) и интенсификация исполнения расходов ФБ.

Для оценки влияния бюджетной политики на спрос и инфляцию необходимо обратить внимание на несколько важных особенностей.

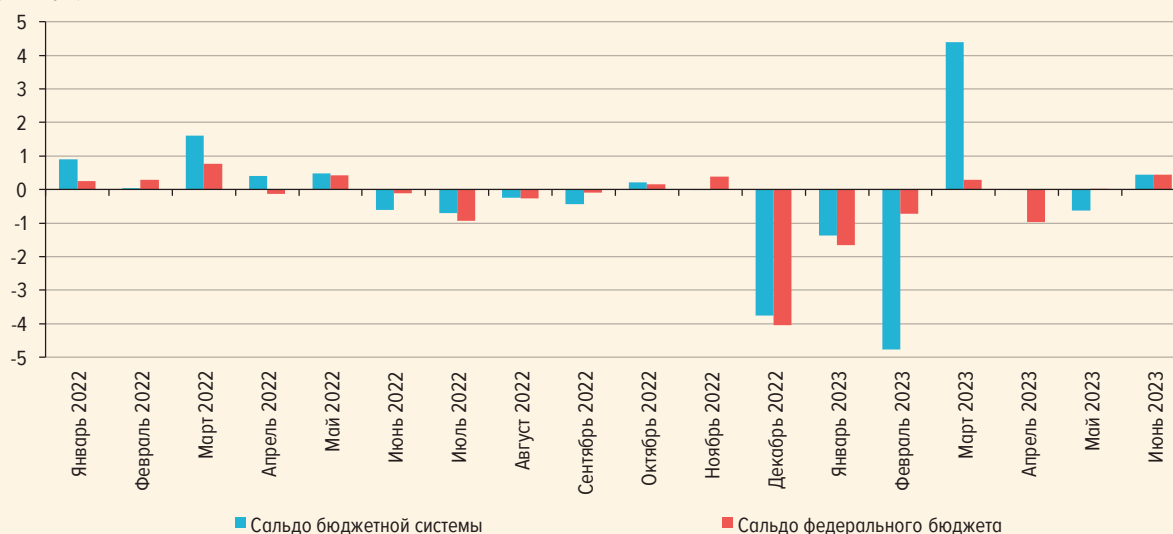
Общее влияние бюджетной политики на экономику реализуется не только потоками ФБ, но и операциями **других элементов бюджетной системы (БС)** – внебюджетных фондов и консолидированного бюджета субъектов Российской Федерации. Часть исполненных расходов ФБ в первом полугодии 2023 г. представляла собой предоставленные внебюджетным фондам и региональным бюджетам трансферты, за счет которых сами расходы в рамках региональных бюджетов и внебюджетных фондов не были осуществлены, в результате чего дефицит БС сложился меньше дефицита ФБ. Таким образом, для понимания эффектов бюджетной политики значение имеет **исполнение БС в целом**.

По оценкам Банка России на основе данных системы «Электронный бюджет», дефицит БС в первом полугодии 2023 г. сложился на уровне **1,9–2,0 трлн руб.**, что меньше дефицита ФБ. Это предполагает, что на уровне региональных бюджетов и внебюджетных фондов сложился профицит **0,6 трлн руб.** за счет относительно позитивной динамики поступления собственных доходов и нераспределенных в рамках собственных расходов региональных бюджетов и внебюджетных фондов, а также трансфертов, полученных от федерального центра.

Исторически большая часть сальдо БС локализована на федеральном уровне. Однако в отдельные периоды времени наблюдалось заметное расхождение между сальдо БС и ФБ. Так, скользящее за 12 месяцев сальдо БС оказывалось заметно меньше, чем сальдо ФБ в 2013–2016 гг., – за счет расширения расходных обязательств региональных бюджетов и внебюджетных фондов (исполнение социальных программ и майских указов 2012 г., проведение индексаций социальных трансфертов, финансируемых

ДИНАМИКА ПОМЕСЯЧНОГО САЛЬДО БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ И ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА  
В 2022–2023 ГОДАХ  
(трлн руб.)

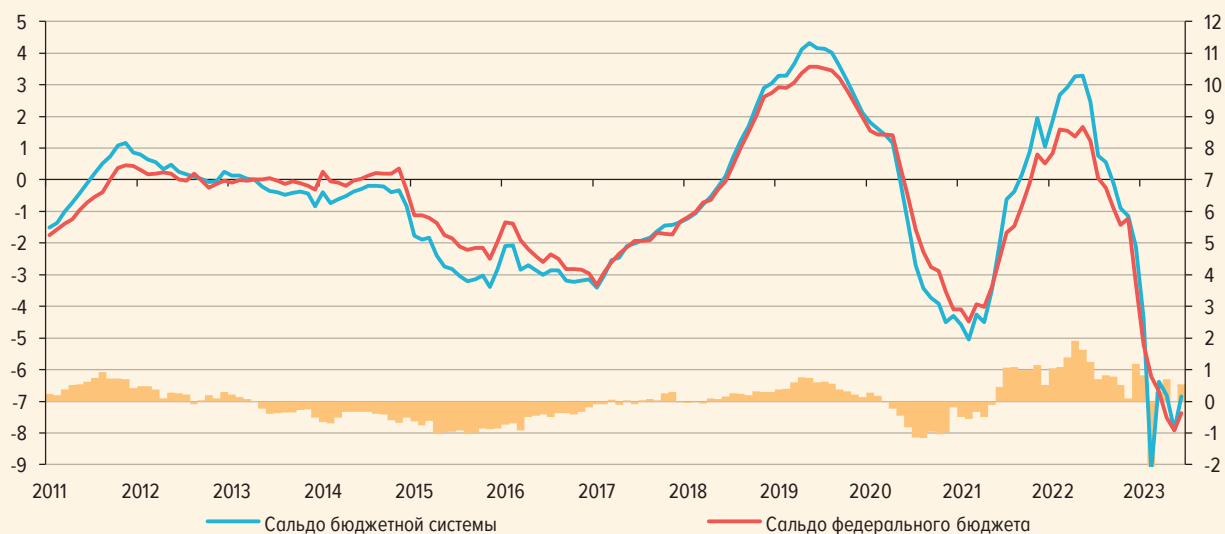
Рис. В-1



Источники: Минфин России, Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

САЛЬДО БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ И ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА В 2011–2023 ГОДАХ  
(трлн руб.)

Рис. В-2



Источники: Минфин России, Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

внебюджетными фондами на фоне приостановки индексаций заработных плат госслужащих и военнослужащих, финансируемых из ФБ) и меньшей устойчивости региональных поступлений к внешним шокам 2015–2016 гг. (рис. В-2). В 2018–2019 гг. наблюдалось сдержанное исполнение расходов региональных бюджетов и внебюджетных фондов на фоне позитивной динамики их доходов (рис. В-2).

С середины 2021 г. наблюдается превышение скользящего за 12 месяцев сальдо ФБ над сальдо БС более чем на 0,5 трлн руб. (рис. В-1, В-2). Федеральный центр активно финансировал противоэпидемические мероприятия, антикризисные расходы, единоразовые выплаты и внеплановые индексации, масштабный объем госзакупок в сфере национальной обороны и безопасности, а также осуществлял авансирования социального характера внебюджетным фондам и регионам, еще не доведенные в полной мере до получателей.

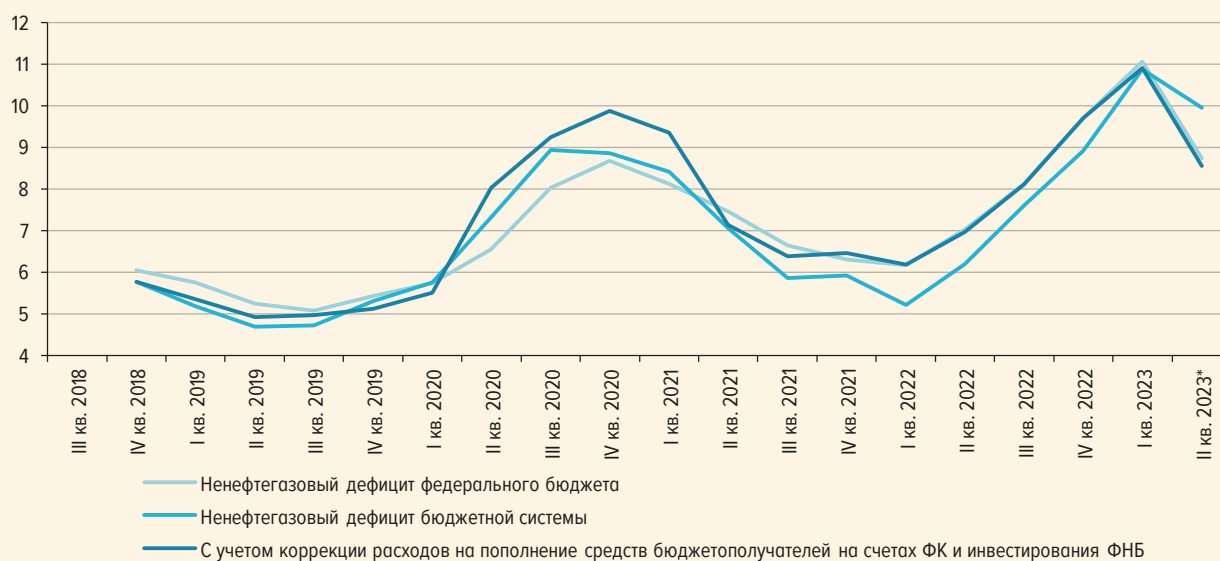
Помимо учета исполнения региональных бюджетов и внебюджетных фондов, результирующее влияние бюджетной политики также требует учета чистого инвестирования средств ФНБ в инфраструктурные проекты внутри экономики России, объем которого в первом полугодии 2023 г. составил **0,3 трлн рублей**.

Кроме того, для влияния бюджетной политики на динамику спроса и денежные агрегаты важную роль играют особенности исполнения бюджета в 2023 г.: переход на режим единого налогового платежа (ЕНП) и **интенсивное авансирование будущих расходов посредством пополнения остатков на счетах бюджетополучателей в федеральном казначействе** без фактического доведения средств до экономики. Если проблема со смещением во времени поступления доходов в бюджеты в рамках ЕНП проявлялась в основном в январе – феврале 2023 г. (часть доходов поступила в следующие месяцы с учетом календарного фактора), то фактор активного авансирования расходов сверх исторической нормы сохранялся в апреле – июне – по итогам первого полугодия объем недоведенных средств превысил **1,6 трлн рублей**. Часть отраженных в бюджетной отчетности расходов фактически не доведена до экономики и не повлияла на изменение счетов бюджетополучателей в кредитных организациях (средства оседают на их счетах в Федеральном казначействе (ФК), перераспределяясь между счетами расширенного бюджета в Банке России).

Ненефтегазовый дефицит бюджетной системы с учетом дополнительных корректировок на чистое инвестирование ФНБ и пополнение средств на счетах бюджетополучателей в ФК по итогам I квартала 2023 г. находились на максимальных уровнях за последние годы (выше пиковых уровней

### НЕНЕФТЕГАЗОВЫЙ И СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА В 2018–2023 ГОДАХ (скользящие за четыре квартала, % ВВП)

Рис. В-3



\* II квартал 2023 г. – оценки Банка России на основе данных системы «Электронный бюджет».  
Источники: Минфин России, Федеральное казначейство, Росстат, расчеты Банка России.

2020 г.), демонстрируя **значительный накопленный стимулирующий вклад**, – за четыре квартала (с конца I квартала 2022 г. по конец I квартала 2023 г.) скорректированный ненефтегазовый дефицит БС расширился **на 4,6–5,4 п.п. ВВП (рис. В-1)**. Вместе с тем с II квартала 2023 г. наблюдается некоторое снижение интенсивности исполнения расходов и активизация поступлений ненефтегазовых доходов **(рис. В-3)**.

С учетом неполного направления полученных трансфертов федерального центра в экономику и сохранения части авансированных расходов на счетах в ФК стимулирующее влияние бюджетной политики на экономику и инфляцию в первом полугодии 2023 г. было более ограниченным, чем это представляется из основных данных по исполнению федерального бюджета. Эффекты этих расходов будут проявляться во второй половине года.

В соответствии с ФЗ о бюджете на среднесрочном горизонте продолжатся нормализация бюджетной политики и дальнейшее возвращение к формированию расходов в соответствии с бюджетным правилом, что предполагает планомерное сокращение ненефтегазового и структурного дефицита бюджета. Кроме того, положительный вклад в динамику совокупного спроса и денежных агрегатов окажет дальнейшее инвестирование средств ФНБ в инфраструктурные проекты. Масштаб этого вклада будет зависеть от объемов и направления вложения средств.

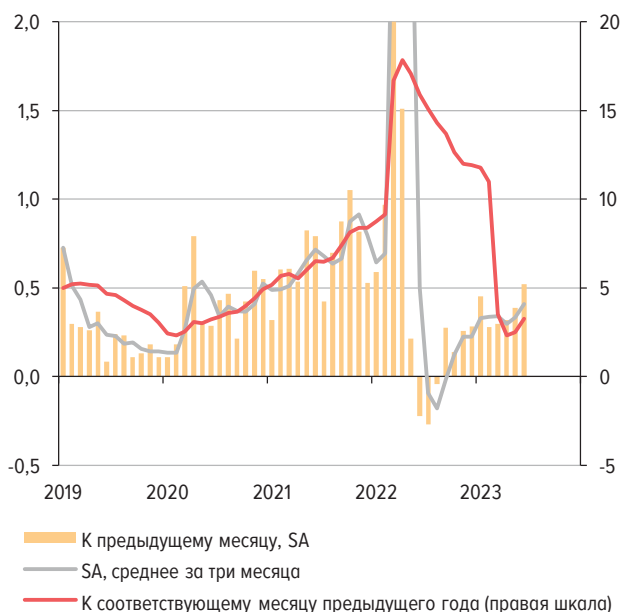


## РОСТ ЦЕН ЗАМЕТНО УСКОРИЛСЯ

В II квартале 2023 г. годовая инфляция прошла локальный минимум и начала ускоряться. В июне годовой прирост цен составил 3,3%, что пока еще ниже 4% из-за эффекта низкой базы прошлого года (рис. 46). Однако в ближайшие месяцы, по мере снижения влияния эффекта базы, увеличение показателя годовой инфляции продолжится. Дополнительное влияние будет оказывать и повышение текущего темпа роста цен. В июне 2023 г. текущий прирост цен составил 0,37% (в мае цены выросли на 0,31%). С поправкой на сезонность месячный прирост цен в июне составил 0,52%, что в годовом выражении соответствует 6,4% (в мае – 0,39 и 4,8% соответственно). В среднем за II квартал темп роста цен соответствовал годовой инфляции 5,0%.

ПРИРОСТ ЦЕН, ВСЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ (%)

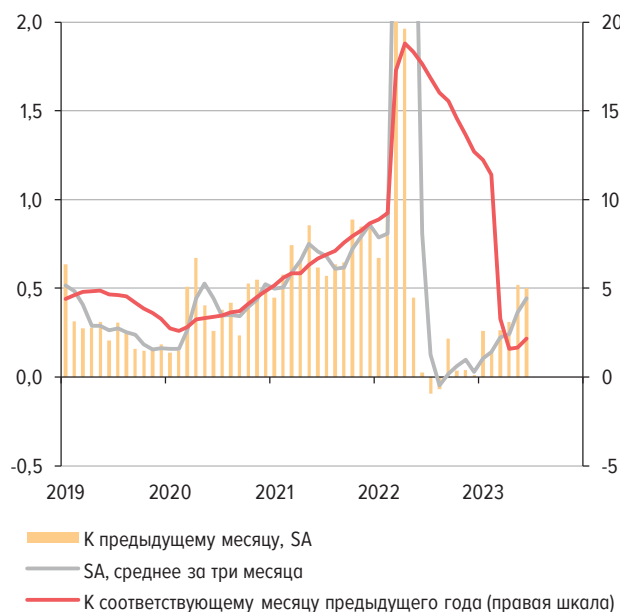
Рис. 46



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН, ВСЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ БЕЗ ОСНОВНЫХ ВОЛАТИЛЬНЫХ И РЕГУЛИРУЕМЫХ КОМПОНЕНТОВ (%)

Рис. 47



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Ускорение роста цен в II квартале сопровождалось ростом амплитуды колебаний ценовой динамики отдельных товаров и услуг. При этом вклад волатильных товаров и услуг был преимущественно проинфляционным и обеспечил значительную часть ускорения роста цен. Так, из-за ослабления рубля при стабильно высоком спросе значительно подорожали туристические услуги и автомобили. Состоявшееся плановое изменение параметров демпферного механизма привело к росту цен на бензин.

Показатели прироста цен, очищенные от влияния волатильных компонентов, в II квартале 2023 г. продолжили расти. Большинство из них превысили уровень, соответствующий годовой инфляции 4%. При этом, в отличие от предыдущих кварталов, ускорился рост стоимости не только услуг, но и товаров.

Одним из основных проинфляционных факторов стало повышение потребительской активности. Население постепенно адаптировалось к новому товарному ассортименту и набору доступных брендов, в то время как запасы, сформированные на волне ажиотажного спроса в прошлом году, стали заканчиваться. Другой значимой причиной ускорения цен стало нарастающее давление издержек со стороны рынка труда. Частичный перенос ослабления рубля, произошедшего в последние полгода, также усилил проинфляционные тенденции.

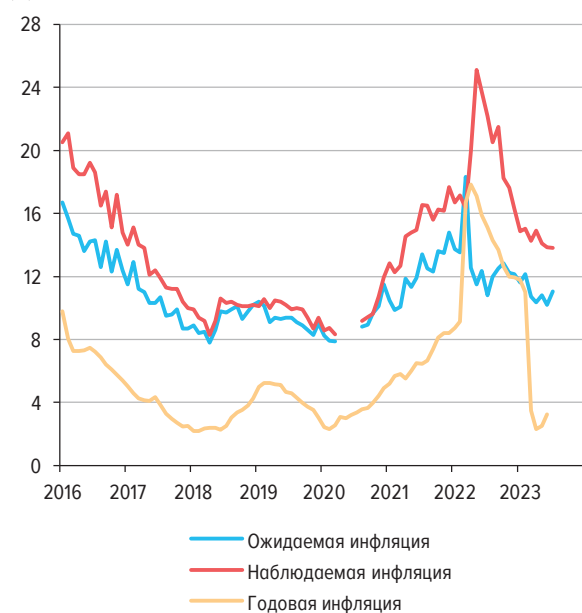
## ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ВЫРОСЛИ

Инфляционные ожидания населения в мае – июне изменялись незначительно (**рис. 48**). В июле инфляционные ожидания возросли до 11,1% (в июне – 10,2%). В целом за три месяца (май – июль) ожидания увеличились у респондентов как со сбережениями, так и без них. Наблюдаемая населением инфляция в мае – июле снижалась. В июле 2023 г. ее значение составило 13,8%. Уменьшение оценок наблюдаемой инфляции за три месяца произошло у респондентов как со сбережениями, так и без них.

Ценовые ожидания предприятий, по данным [мониторинга предприятий](#) Банка России, в мае – июне снижались, в июле – повысились<sup>2</sup> (**рис. 49**). Увеличение ценовых ожиданий в июле в основном определялось ослаблением рубля, ускорением роста издержек и усилением рисков хозяйственной деятельности. Ценовые ожидания в розничной торговле поднялись до уровней 2021 года.

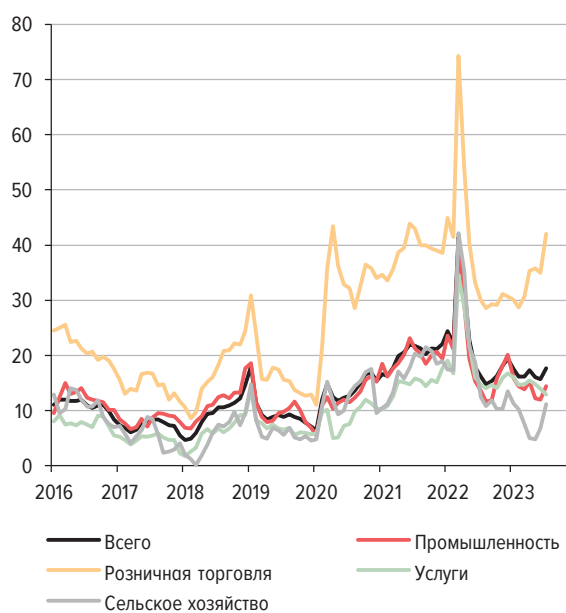
Ускорение темпов роста цен отразилось не только на ценовых ожиданиях предприятий и инфляционных ожиданиях населения, но и на ожиданиях профессиональных аналитиков (см. врезку 3).

НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ  
ИНФЛЯЦИЯ (%) *Рис. 48*



Источники: ООО «ИНФОМ», Росстат.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ  
(баланс ответов, %, SA) *Рис. 49*



Источник: Банк России.

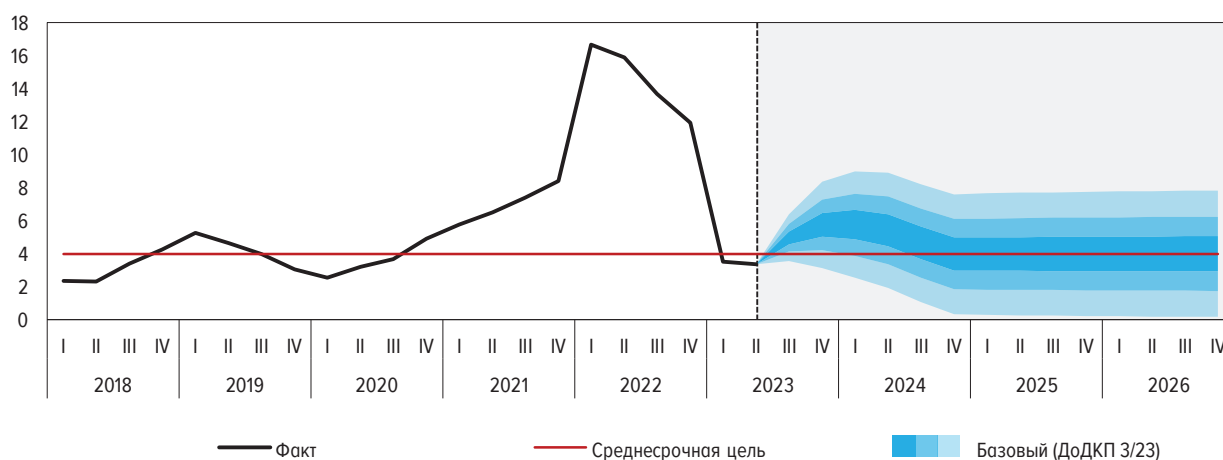
## ИНФЛЯЦИЯ ВЕРНЕТСЯ К 4% В 2024 ГОДУ

Годовые темпы прироста цен ускоряются, эффект низкой базы весны 2022 г. оказывает на них все меньшее влияние. Рост инфляционного давления проявляется по все более широкому кругу товаров и услуг. По оценкам Банка России, компонент инфляции, очищенный от влияния сезонности и случайных шоков, также ускоряется и находится на повышенном уровне, что свидетельствует о нарастании устойчивого инфляционного давления. Согласно прогнозу Банка России, годовая инфляция превысит уровень 4% в III квартале и продолжит ускоряться в IV квартале 2023 года.

<sup>2</sup> [Данные](#) о ценовых ожиданиях предприятий в июле вышли после даты заседания Совета директоров. Однако на момент принятия решения у Совета директоров в распоряжении была информация из главных управлений, на качественном уровне характеризующая ценовые ожидания предприятий.

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ ПРОГНОЗЕ БАНКА РОССИИ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 50



Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок базового сценария лишь в 25 случаях из 100 инфляция примет значения в границах самой темной центральной области. По 25 случаев из 100 приходится на каждую из пар менее темных областей. Итого инфляция примет значения из синих областей в 75 из 100 случаев. И в оставшихся 25 случаях инфляция может принять значения за пределами синих областей, на прогнозном горизонте эта область затемнена серым цветом. Источник: расчеты Банка России.

Основной фактор повышения инфляции – существенно более быстрый по сравнению с ожиданиями рост внутреннего спроса. Адаптация к новому ассортименту произошла раньше ожиданий, дальнейшее расширение спроса может превысить возможности увеличения выпуска. Дефицит трудовых ресурсов будет приводить к нарастанию инфляционного давления со стороны растущих издержек предприятий на труд.

Кроме того, ухудшение условий торговли, ввиду как более низких экспортных цен, так и более низких физических объемов экспорта, в совокупности с ростом импорта привело к заметному ослаблению курса рубля. Перенос ослабления курса рубля в цены в первом полугодии был умеренным. Во второй половине года он проявится в большей мере.

Банк России повысил нижнюю границу прогнозного диапазона по инфляции на 2023 г. на 0,5 п.п., до 5,0–6,5%. Проводимая Банком России ДКП ограничит масштаб отклонения инфляции вверх от цели и направлена на возвращение инфляции к 4% в 2024 году. В 2024 г. с учетом проводимой ДКП и при развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом годовая инфляция вернется к 4% в 2024 г. и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем.

### ВРЕЗКА 3. КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗЫ АНАЛИТИКОВ

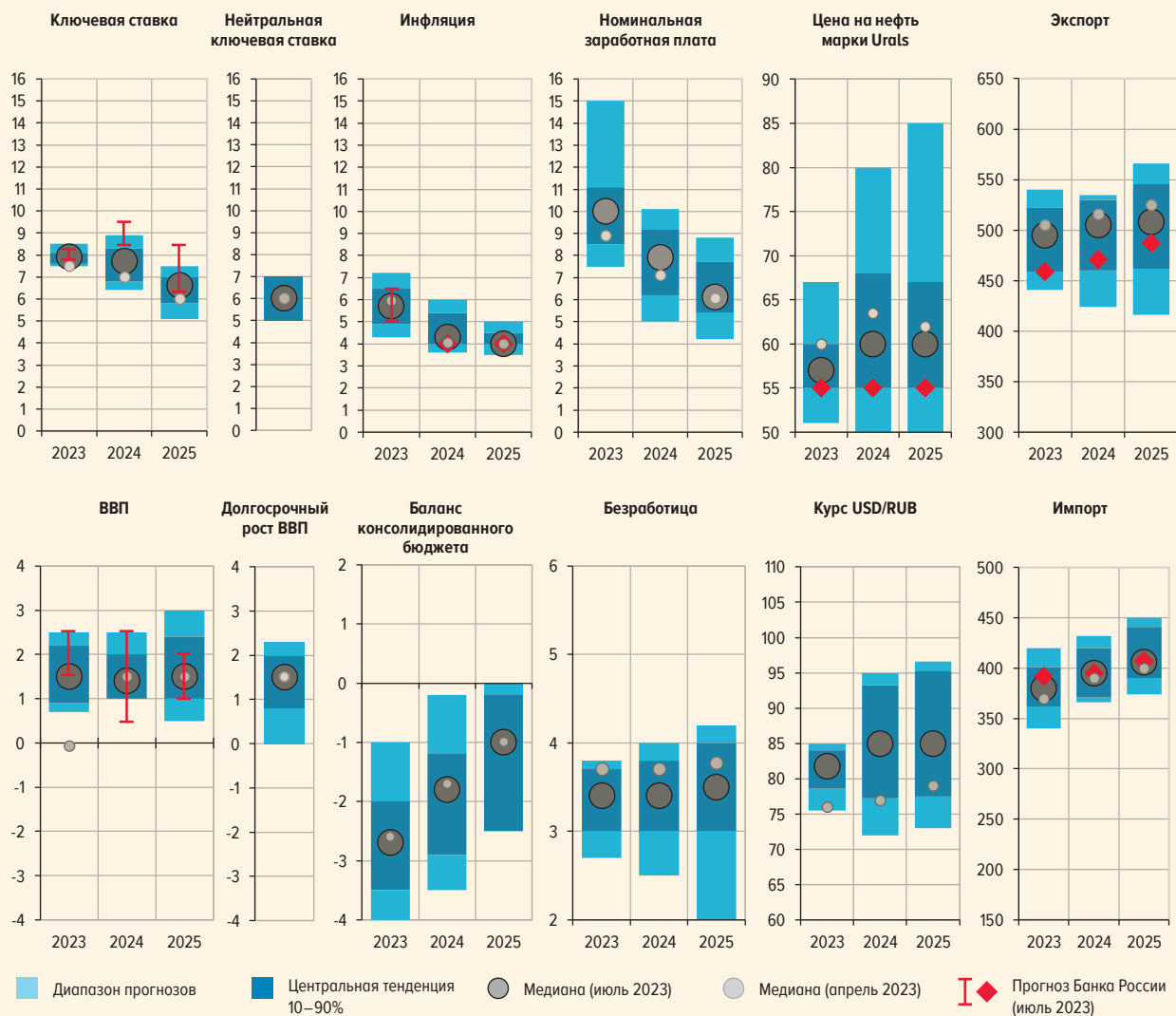
Согласно результатам макроэкономического опроса Банка России, проведенного 7–11 июля 2023 г. до решения по ставке Совета директоров Банка России 21 июля, аналитики ожидают, что в этом году **инфляция** составит 5,7%. Разброс мнений – от 4,3 до 7,2%, при этом центральная тенденция<sup>1</sup> совпадает с прогнозом Банка России. В следующем году, по мнению аналитиков, инфляция замедлится до 4,3%, а в 2025 г. вернется к 4%. По прогнозу Банка России, инфляция возвращается к цели в 2024 году.

Центральная тенденция мнений аналитиков по **ключевой ставке** на 2023 г. почти совпадает с прогнозным диапазоном Банка России, но немного смещена относительно него вниз. В 2024–2025 гг. аналитики ожидают более низкую траекторию ключевой ставки.

Аналитики прогнозируют рост **ВВП** в 2023 г. на 1,5%, что соответствует нижней границе прогнозного диапазона Банка России. Верхние границы прогнозов Банка России на 2023 и 2024 гг. совпадают с максимальными оценками аналитиков. При этом медианные ожидания на 2024–2025 гг. соответствуют середине прогнозных интервалов Банка России.

#### КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗЫ АНАЛИТИКОВ

Рис. В-1



Источник: макроэкономический опрос Банка России.

<sup>1</sup> Под центральной тенденцией здесь и далее понимается прогнозный диапазон без учета 10% самых низких и самых высоких значений.

По прогнозам аналитиков, **безработица** будет находиться в диапазоне 3,4–3,5% на всем горизонте. Аналитики несколько повысили прогнозы роста номинальной заработной платы. Согласно ожиданиям, она будет расти меньшими темпами, чем в 2021–2022 годах. Но в совокупности к концу прогнозного горизонта номинальная заработная плата превысит уровень 2021 г. более чем на 40%. При этом диапазон прогнозов на текущий год очень широк. К концу прогнозного горизонта он немного сужается.

Медианный прогноз аналитиков предполагает дефицит консолидированного **бюджета** в 2023–2025 годах. Разброс мнений также не предполагает профицита бюджета до конца горизонта – прогнозы на 2025 г. варьируются от дефицита в 2,5% ВВП до сбалансированного бюджета.

Аналитики ожидают ослабления **рубля** на всем горизонте. Прогноз на 2023 г. – 81,8 руб. за доллар США, на 2024 и 2025 гг. – 85,0 руб. за доллар США. Диапазон прогнозов расширяется к концу горизонта в обе стороны от медианы.

Аналитики считают, что на прогнозном горизонте **нефть** марки Urals будет стоить около 57–60 доллар США за баррель в среднем за год. Диапазон прогнозов значительно расширяется к концу периода. Прогноз Банка России ниже – 55 доллар США за баррель.

Прогнозы аналитиков по **экспорту** оптимистичнее прогнозов Банка России. Взгляды на **импорт** схожи. Диапазоны прогнозов аналитиков продолжили сужаться, однако по экспорту они расширяются к концу прогнозного горизонта.

В июле аналитики сохранили оценку **нейтральной ключевой ставки** в 6,0% годовых. Это соответствует середине обновленной оценки Банка России (5,5–6,5% годовых для номинальной нейтральной ставки). При этом центральная тенденция оценок аналитиков повысилась до 5,0–7,0% годовых. Медианная оценка **долгосрочного роста ВВП** не изменилась – 1,5%.

# ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО ПРОГНОЗА

На среднесрочном горизонте баланс рисков еще больше сместился в сторону проинфляционных – они существенно усилились. Дезинфляционные риски незначительны.

## **Проинфляционные риски:**

- ▲ Основной риск – нарастающее отклонение российской экономики вверх от траектории сбалансированного роста, в том числе из-за сохранения повышенных темпов роста потребительского кредитования и дальнейшего обострения дефицита кадров. Дальнейшая активизация потребительского спроса может происходить при сохранении повышенного спроса со стороны государственного сектора. В этом случае расширение внутреннего спроса может значительно превысить возможности расширения выпуска.
- ▲ В условиях ограниченности свободных трудовых ресурсов рост производительности труда может сильнее отставать от роста реальных заработных плат.
- ▲ Длительное сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне в совокупности с более резким переносом произошедшего ослабления рубля в цены может усилить вторичные эффекты инфляционных ожиданий.
- ▲ Усиление внешних торговых и финансовых ограничений, в том числе возможное ужесточение санкционного режима, может дополнительно ослабить спрос на товары российского экспорта и иметь проинфляционное влияние через динамику валютного курса. Кроме того, усложнение производственных и логистических цепочек или финансовых расчетов в результате внешних ограничений может привести к удорожанию импорта.
- ▲ Ухудшение перспектив роста мировой экономики может привести к еще большему снижению российского экспорта и кратковременному росту цен в результате переноса динамики валютного курса.

## **Дезинфляционные риски:**

- ▼ Более быстрый рост мировой экономики может способствовать росту спроса на товары российского экспорта и, как следствие, привести к некоторому краткосрочному дезинфляционному влиянию через укрепление курса рубля.
- ▼ Более высокий урожай сельскохозяйственной продукции на фоне сохраняющихся высоких запасов ряда культур может привести к более заметному снижению цен на продовольствие.

# ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

**Ликвидность банковского сектора.** Во второй половине апреля – первой половине июля 2023 г. структурный профицит ликвидности в среднем по периодам усреднения (ПУ) обязательных резервов (ОР) сложился на уровне 1,0 трлн руб. (с февральского по мартовский ПУ: 2,1 трлн руб.). Снижение профицита в среднем за ПУ связано в первую очередь с повышением нормативов ОР (НОР) с апрельского ПУ. При этом бюджетные операции и спрос на наличные деньги влияли на банковскую ликвидность разнонаправленно.

В мае – июне 2023 г. профицит снизился с 0,6 до 0,5 трлн рублей. Значение структурного профицита на начало месяца в значительной степени зависит от возможностей ФК оперативно разместить свободные бюджетные средства на банковские депозиты, а также от стратегий банков по выполнению усреднения ОР. Так, на начало мая профицит временно сократился из-за того, что ФК не сразу, а с небольшим лагом вернуло в банки средства, поступившие от уплаты апрельских налогов<sup>1</sup>. На начало июля низкий профицит объяснялся неравномерным выполнением усреднения некоторыми крупными банками. В начале июньского ПУ они поддерживали низкие остатки на корсчетах, а в конце месяца, после уплаты налогов, увеличили их, снизив при этом объем депозитов в Банке России.

Поэтому среднее значение позиции по ликвидности за ПУ позволяет более объективно, чем при рассмотрении значения на фиксированную дату, оценить влияние долгосрочных факторов (в частности, бюджетных операций, динамики наличных денег в обращении) на ликвидность банковского сектора.

**Операции по счетам бюджета.** В мае – июне 2023 г., по данным платежной системы Банка России, доходы и расходы бюджета в номинальном выражении возросли год к году. Расходы финансировались преимущественно за счет налогов и размещения ОФЗ. Объем привлеченных средств Минфином России на аукционах ОФЗ составил 0,5 трлн руб. на чистой основе, объем продаж валюты в рамках бюджетного правила – 0,1 трлн рублей. Кроме того, в банковский сектор поступили средства ФНБ, направленные на покупку акций и облигаций ряда компаний. Рост депозитов ФК и бюджетов субъектов Российской Федерации привел к притоку ликвидности в банки. Это было связано, во-первых, с календарным эффектом, поскольку в мае в банки вернулись средства от уплаты налогов как за май, так и частично за апрель. Во-вторых, ФК снизило остатки на едином казначейском счете в Банке России (ЕКС) за счет развития краткосрочных инструментов размещения средств. Так, в конце апреля ФК начало использовать счета сроком овернайт, а в начале июня – пополняемые банковские депозиты, которые предусматривают возможность досрочного возврата всей или части суммы депозита по инициативе ФК в любой рабочий день. Размещение средств на таких условиях снижает риски возникновения у ФК кассового разрыва и позволяет более эффективно управлять остатками бюджетных средств. В результате за май – июнь через операции ФК в банки поступило 1,8 трлн руб., а совокупный приток ликвидности за счет бюджетных и прочих операций составил 2,3 трлн рублей.

**Наличные деньги в обращении.** Рост объема наличных денег в обращении в мае – июне 2023 г. составил 0,7 трлн рублей. Это выше сезонных значений, характерных для этого периода. Среди факторов отклонения – возможный дополнительный спрос на наличные деньги в новых регионах России. Кроме того, население традиционно склонно снимать в наличной

<sup>1</sup> См. [ДодКП 2/23](#).

форме часть выплат из бюджета. Соответственно, увеличение объема социальных и других бюджетных выплат в 2023 г. могло внести вклад в рост спроса на наличные деньги. Часть дополнительного спроса может быть связана с использованием наличных денег при организации туристических поездок, в том числе в страны СНГ.

Увеличение объема наличных денег в обращении не приводит к проблемам при проведении денежно-кредитной политики. Связанный с этим отток ликвидности Банк России учитывает при определении параметров проведения своих операций с банками.

**Применение системы инструментов и достижение операционной цели денежно-кредитной политики.** Спред краткосрочных ставок в сегменте МБК денежного рынка<sup>2</sup> к ключевой ставке в апрельском – июньском ПУ 2023 г. в среднем за ПУ составил -25 б.п. (в февральском – мартовском ПУ 2023 г.: -21 б.п.) при колебаниях в интервале от -72 до +8 б.п. (в февральском – мартовском ПУ 2023 г.: от -58 до +15 б.п.).

В апрельском ПУ спред RUONIA к ключевой ставке расширился. Одной из причин был регулярный «недовыбор» банками лимитов недельных депозитных аукционов Банка России. В результате избыточная ликвидность оставалась в банковском секторе и оказывала понижающее давление на ставки денежного рынка. По мере роста «выбираемости» лимитов, а также дальнейшего распределения между банками бюджетных расходов, поступивших в конце 2022 – начале 2023 г., спред сузился до средних значений в 2019–2022 годах.

Кроме того, продолжает меняться структура участников в сегменте МБК денежного рынка. Некоторые банки перешли из сегмента овернайт в срочный сегмент – операции сроком 1 неделя. Такое поведение может быть мотивировано более высокими ставками по подобным операциям, которые формируются с премией к ключевой ставке. В свою очередь, банкам-заемщикам это позволяет привлекать более стабильные средства по сравнению с однодневными заимствованиями. В результате в сегменте овернайт снизилось предложение, и банки стали занимать дороже.

В мае – июле 2023 г. Банк России продолжил последовательно сокращать лимиты аукционов репо на срок 1 месяц. С учетом повышения эффективности распределения средств между банками, в том числе на денежном рынке, объем предоставления средств через эти операции был снижен с 0,9 трлн руб. в апреле до 0,1 трлн руб. в июле. Спрос при этом сократился с 0,9 до 0,4 трлн рублей. Частично банки компенсировали снижение привлечений на аукционах репо Банка России заимствованиями на денежном рынке, что также способствовало сужению спреда RUONIA к ключевой ставке.

С учетом динамики структурного профицита ликвидности и в целях дальнейшей девальютизации балансов кредитных организаций Банк России начиная с отчетного периода за март трижды повышал НОР<sup>3</sup>. С апрельского ПУ ОР, подлежащие усреднению на корсчетах, возросли на 1,1 трлн рублей. А в майском ПУ впервые были применены дифференцированные НОР по обязательствам в валютах дружественных и недружественных стран. В отношении последних установлены наиболее высокие нормативы<sup>4</sup>.

С июльского ПУ банки начали поддерживать на корсчетах ОР, рассчитанные по новым нормативам<sup>5</sup>. Это при прочих равных привело к плановому росту спроса банков на ликвидность на 0,6 трлн рублей. В соответствии с этим Банк России снижал лимиты на недельных депозитных аукционах.

<sup>2</sup> Ставка МБК (межбанковское кредитование) – ставка RUONIA (Ruble Overnight Index Average), взвешенная процентная ставка однодневных межбанковских кредитов (депозитов) в рублях, отражающая оценку стоимости необеспеченного заимствования на условиях овернайт.

<sup>3</sup> См. [пресс-релиз](#) Банка России от 13 февраля 2023 года.

<sup>4</sup> См. [пресс-релиз](#) Банка России от 21 марта 2023 года.

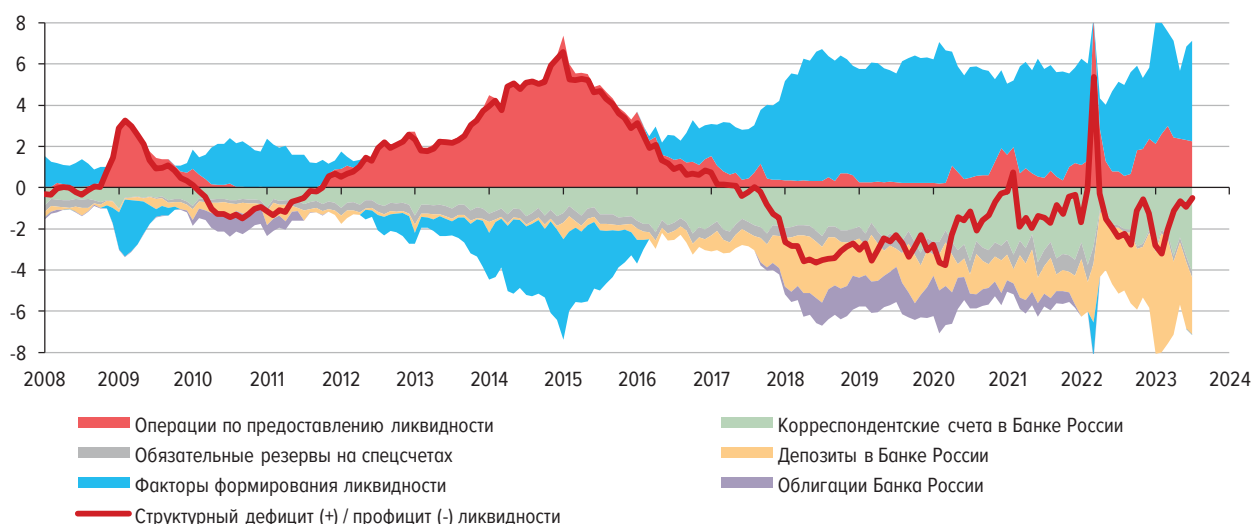
<sup>5</sup> См. [пресс-релиз](#) Банка России от 23 мая 2023 года.



**Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2023 г. снижен на 0,8 трлн руб., и интервал прогноза расширен до диапазона от 1,3 до 2,2 трлн рублей.** Средний за декабрьский ПУ профицит ликвидности оценивается в диапазоне 1,1–2,0 трлн рублей. Это изменение связано с повышением до 2,0–2,5 трлн руб. оценки роста объема наличных денег в обращении в 2023 г. с учетом фактических данных за первое полугодие. Кроме того, 0,25 трлн руб. составят продажи иностранной валюты с августа по декабрь 2023 г. в связи с использованием средств ФНБ для их размещения в разрешенные финансовые активы внутри экономики России. Как и ранее, прогноз учитывает действие в 2023 г. бюджетного правила и продажу иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках его реализации. При этом часть бюджетных расходов может быть профинансирована за счет операций Правительства Российской Федерации. Эти операции сформируют основной приток ликвидности в банки. Текущий прогноз предполагает увеличение остатков средств на корсчетах банков к концу 2023 г. по сравнению с уровнем на начало года на 1,1–1,3 трлн рублей.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ  
(по состоянию на начало дня, трлн руб.)

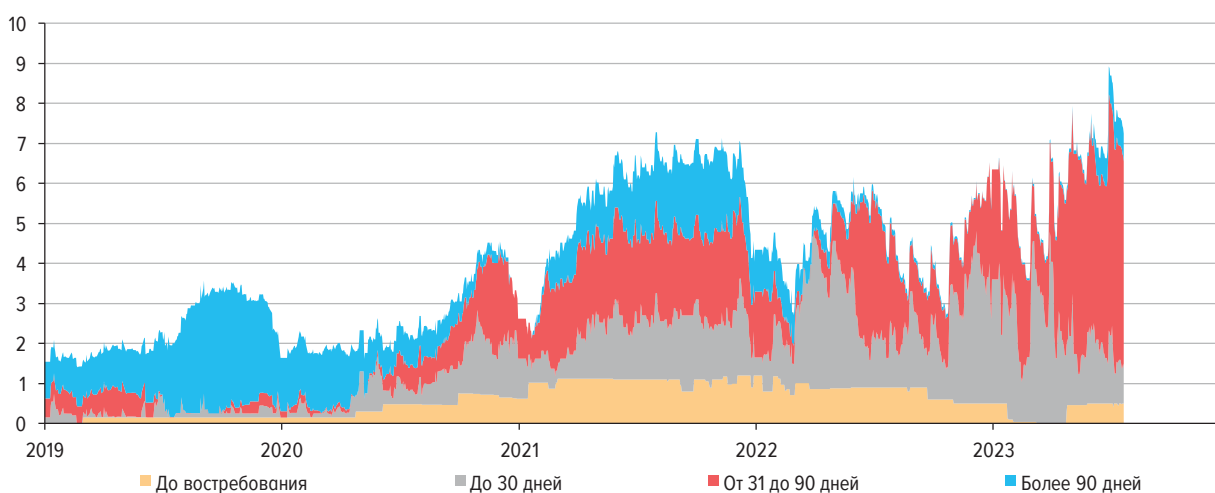
Рис. ПИ-1



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

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ОПЕРАЦИЯМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА  
(трлн руб.)

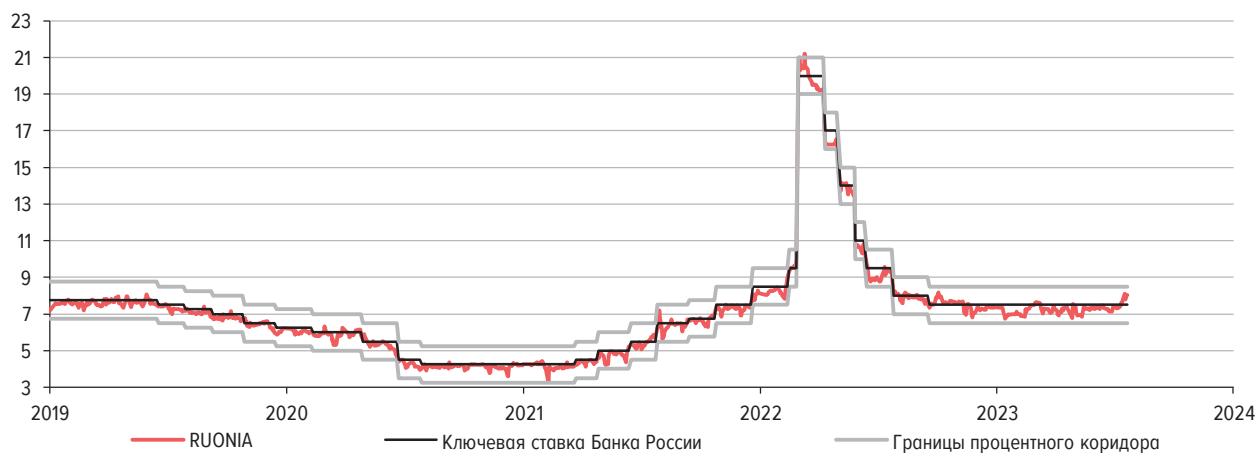
Рис. ПИ-2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ  
(% годовых)

Рис. ПИ-3



Источник: Банк России.

СПРЕД RUONIA К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ  
(п.п.)

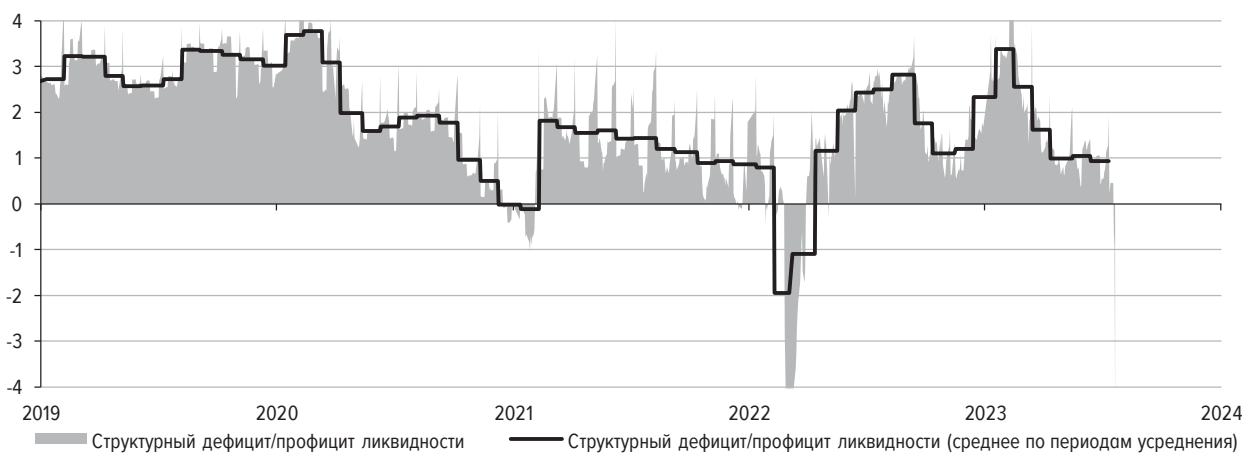
Рис. ПИ-4



Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ  
(трлн руб.)

Рис. ПИ-5



Источник: расчеты Банка России.

**СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ**  
(трлн руб.)

Табл. ПИ-1

	<b>Май 2023 г.</b>	<b>Июнь 2023 г.</b>	<b>2023 г. (прогноз)</b>
<b>1. Факторы формирования ликвидности</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>[-0,1; 0,6]</b>
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	1,4	0,8	[2,5; 2,7]
– изменение наличных денег в обращении	-0,2	-0,5	[-2,5; -2,0]
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0	-0,1
<b>2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>[1,1; 1,3]</b>
<b>3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>[-2,5; -1,6]</b>
<b>4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России (4 = 2 + 3 - 1)</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,0</b>
<b>Структурный дефицит (+)/профицит (-) ликвидности (на конец периода)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>[-2,2; -1,3]</b>

\* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила и прочие операции.  
Источник: расчеты Банка России.

# ПРИЛОЖЕНИЕ

## ОПИСАНИЕ КВАРТАЛЬНОЙ ПРОГНОЗНОЙ МОДЕЛИ С РЫНКОМ ТРУДА

Рынок труда – один из важнейших факторов ценовой динамики в любой экономике. Изменение номинального уровня заработных плат определяется не только соотношением спроса и предложения на рынке труда и оценкой фирмами перспектив дальнейшего развития, но и реакцией фирм и работников на динамику инфляции, которая часто является базовым коэффициентом индексации. Гибкость заработных плат определяет скорость развития вторичных эффектов инфляционных ожиданий. При этом изменение уровня реальных заработных плат на траектории устойчивого роста должно соответствовать изменению производительности труда. Если прирост реальных заработных плат превышает прирост производительности труда, то следствием этого будет увеличение проинфляционного давления в экономике.

Российский рынок труда в обозримой перспективе будет находиться под влиянием долгосрочных демографических тенденций – уменьшения численности населения и его старения. В свою очередь, это будет приводить как к постепенному сокращению рабочей силы, так и к возможному снижению ее производительности. В связи с этим анализ рынка труда приобретает особое значение. Добавление инструментария для оценки влияния изменений на рынке труда на экономику позволит улучшить понимание основных взаимосвязей и обогатить анализ экономической динамики при подготовке материалов к заседанию Совета директоров по ключевой ставке. Квартальная прогнозная модель с рынком труда (КПМ) – это развитие одной из имеющихся моделей Банка России. Предыдущая версия модели опубликована в аналитической записке [«Квартальная прогнозная модель России»](#) (Орлов А., март 2021 г.)<sup>1</sup>, адаптация модели к режиму с контролем капитала представлена во врезке в [ДоДКП 2/22](#).

Включение в модель блока рынка труда требует взаимоувязки выпуска и использования факторов производства, другими словами – структурного моделирования стороны предложения. Для решения этой задачи в КПМ была добавлена многоуровневая производственная функция. В частности, в модели отдельно были заданы производственная функция для **внутреннего выпуска** и производственная функция **выпуска для экспортного сектора** (с разбивкой на нефтегазовый и ненефтегазовый экспорт)<sup>2</sup>.

### ПРЕДЛОЖЕНИЕ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ

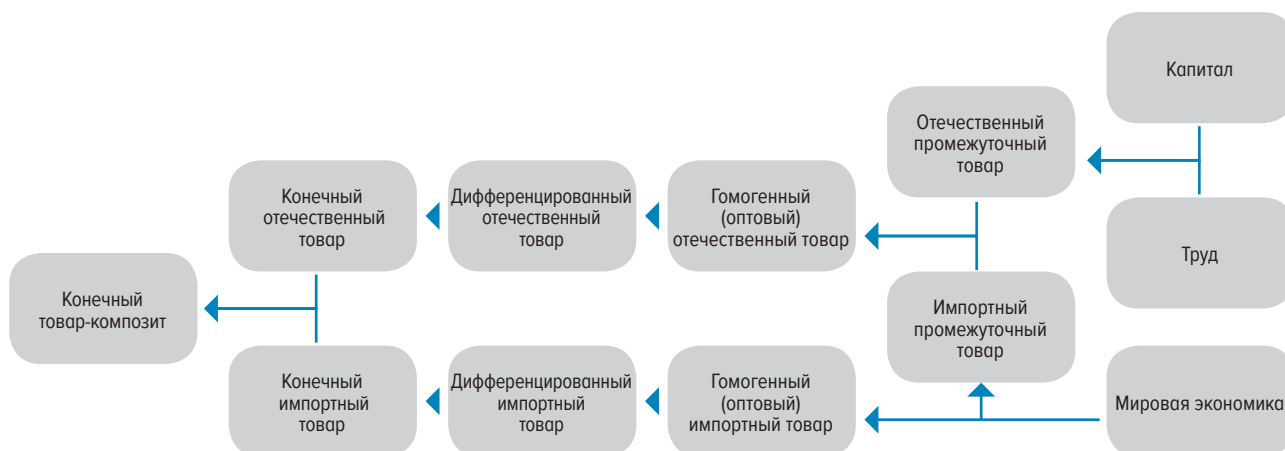
Процесс производства в модели прописан через серию трансформаций товара – начиная от промежуточного и заканчивая конечным товаром на рынке. Для отражения этого процесса в модели вводится несколько категорий товаров.

Процесс начинается с **гомогенного (оптового)** товара. Это однородный товар, который нужно дополнительно обработать, чтобы у него появились потребительские свойства. Есть два типа оптовых товаров: импортный и отечественный. Импортный оптовый товар полностью производится за рубежом и импортируется. Отечественный оптовый товар производится внутри страны. При этом сначала с помощью доступных в стране факторов производства (труд и капитал) производится **отечественный промежуточный товар**. Поскольку в реальности в процессе производства нередко используется импортное сырье, то этот фактор также до-

<sup>1</sup> Публикация обновленной аналитической записки планируется осенью 2023 года.

<sup>2</sup> Структура производства и производственные функции специфицируются по аналогии с многоуровневой производственной функцией в ядровой модели Банка Канады ToTEM I (2006), ToTEM II (2013), ядровой модели Риксбанка Ramses II (2013), ядровой модели Банка Бразилии SAMBA (2011).

СХЕМА 1



бавляется в производство отечественного оптового товара. Таким образом, отечественный оптовый товар получается при использовании трех факторов производства: труда, капитала и импортного промежуточного товара.

Выбор между тремя факторами производства формализован в модели в виде производственной функции, которая учитывает относительную стоимость каждого фактора и издержки на его увеличение. При этом предполагается, что издержки возрастают в следующей последовательности: импорт, капитал, труд (то есть проще всего нарастить импортный промежуточный товар и сложнее всего – труд). Поскольку оптовые товары однородны (гомогенны), их производители действуют на рынке совершенной конкуренции.

Далее оптовый товар необходимо подготовить для продажи. Это происходит на этапе **дифференцированного товара** – его получение не требует сложного производственного процесса с подключением факторов производства, а представляет собой упаковку оптового товара, придание ему вида для продажи. Отечественный дифференцированный товар получается посредством упаковки отечественного оптового товара, а импортный дифференцированный – посредством упаковки импортного оптового товара. Производители дифференцированных товаров (за счет придания оптовым гомогенным товарам разных дополнительных свойств в процессе упаковки) действуют на рынке монополистической конкуренции.

Наконец, в продажу на внутренний рынок поступают **конечные товары**. Поскольку конечный товар может быть как импортным, так и отечественным, в модели для удобства вводится единая переменная – конечный **товар-композит**, который представляет собой комбинацию конечного отечественного и конечного импортного товаров. Товар-композит удовлетворяет внутренний спрос, который, в свою очередь, зависит от уровня ставок в экономике, фискального стимула, доходов от труда и условий торговли.

Вся цепочка трансформации товаров на внутреннем рынке представлена на схеме 1.

## ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЛЯ ЭКСПОРТНОГО РЫНКА

На экспортный рынок отправляются два типа товаров: нефтегазовые и нефтегазовые. Предполагается, что **нефтегазовый** экспорт, который опирается на налаженный процесс добычи, не требует детализации производственной функции и поэтому моделируется экзогенно.

В свою очередь, производство **нефтегазового** экспорта во многом аналогично производству отечественного оптового товара. В реальной жизни в производстве экспортных товаров промежуточная импортная продукция в среднем используется меньше, чем для производства товаров для внутреннего рынка (например, можно сравнить производство автомобилей и стальных слябов). Поэтому при моделировании предполагается, что в производстве не-

нефтегазового экспортного товара используются только два фактора производства: труд и капитал. Кроме того, предполагается, что выпуск ненефтегазового экспорта более капиталоемкий по сравнению с выпуском для внутреннего рынка, а уровень занятости в этом секторе в целом невысок в контексте всей экономики.

## РЫНОК ТРУДА

Рабочая сила на рынке труда формируется из домохозяйств. Домохозяйство состоит из двух типов членов: вперед смотрящие (**рикардианские**) и потребляющие все текущие доходы (**нерикардианские**). Рикардианские члены домохозяйства – финансово грамотное население, которое может сберегать часть дохода для будущего потребления (межвременное сглаживание), в том числе через покупку финансовых активов. Им также принадлежит капитал, который сдается в аренду фирмам. Рикардианские члены домохозяйства максимизируют ожидаемую дисконтированную полезность от потребления в условиях имеющихся бюджетных ограничений. Нерикардианские члены домохозяйства не решают задачи межвременного сглаживания потребления, а потребляют весь текущий доход.

Каждый член домохозяйства является безработным или занятым. При этом распределение работников по трудовому статусу не зависит от типа члена домохозяйства. Первоначально любой новый член домохозяйства является безработным. Член домохозяйства, который принял предложение о трудоустройстве, становится занятым.

В реальной жизни поиск работников компанией или работы безработными происходит не гладко и не быстро. Фирмы и работники предъявляют друг к другу не всегда совпадающие требования (например, с точки зрения образования и квалификаций, релевантного опыта, географического расположения), поэтому, чтобы пожелания и требования работодателя и работника совпали, необходимо время и часто – дополнительные издержки. Такое несоответствие требований вместе с длительностью процесса установления их соответствия друг другу является основным источником безработицы в модели. Поэтому при поиске работы потенциальный работник принимает во внимание не только рыночную заработную плату, но и вероятность нахождения им работы и величину пособия по безработице при неудачном поиске. В каждый период с некоторой вероятностью подбор завершается успехом, при неуспешном подборе кандидат остается безработным<sup>3</sup>. При моделировании также предполагается, что в каждый период некоторая доля занятых работников экзогенно увольняется (то есть по причинам, лежащим за рамками модели).

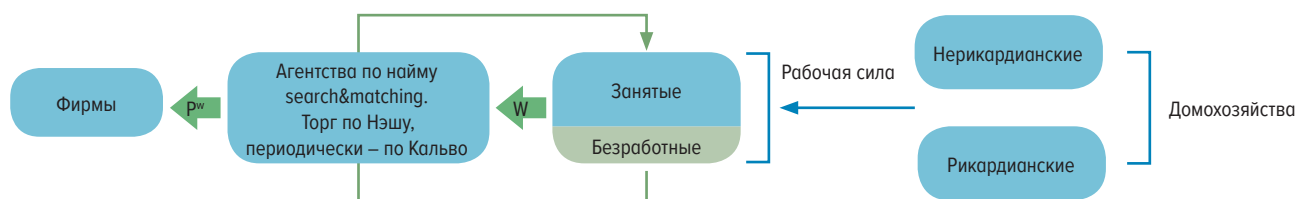
Рынок труда в модели функционирует через **агентства по найму**<sup>4</sup>. Чтобы найти работников, фирмы (производители оптовых отечественных товаров и ненефтегазового экспорта) обращаются в такие агентства. Они публикуют вакансии и определяют темпы найма. Процесс подбора имеет определенные издержки (например, на затраты на публикацию объявления, на оформление документов и так далее). Следовательно, чем выше интенсивность найма, тем больше издержек несет агентство. При этом для сохранения ясности модельной логики предполагается, что занятые работники получают заработную плату в агентстве, а не в самих производственных компаниях.

Агентства в целом воспринимают текущую и ожидаемую траекторию заработных плат как заданную. Однако эпизодически у агентства появляется возможность изменить заработную плату. В таком случае в текущем периоде агентство заключает с работниками

<sup>3</sup> Механизм подбора на рынке труда соответствует модели поиска работы Даймонда – Мортенсена – Писсаридеса (Diamond – Mortensen – Pissarides search and matching model).

<sup>4</sup> Рынок труда описан по аналогии с M. Gertler, L. Sala, A. Trigari (2008). An Estimated Monetary DSGE Model with Unemployment and Staggered Nominal Wage Bargaining. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 40, No. 8 (Dec., 2008) и L. Christiano, Eichenbaum, Trabandt (2013). Unemployment and business cycles. No. 1089. *International Finance Discussion Papers*. Board of Governors of the Federal Reserve System.

## СХЕМА 2



Примечание.  $W$  – заработная плата,  $p^w$  – цена труда для фирм.

контракты уже с новой заработной платой, в противном случае оно индексирует заработную плату предыдущего периода (механизм пересмотра цен по аналогии с Кальво<sup>5</sup>). Новая контрактная заработная плата определяется в ходе так называемого торга по Нэш: агентство оценивает прирост в прибыли фирмы от найма дополнительного работника, в то время как работник оценивает свой выигрыш от состояния занятости. Заработные платы текущего периода, определенные в ходе торга или в результате индексации, устанавливаются для всех новых и имеющих работников. Работники, нанятые между эпизодами торга, получают текущую заработную плату занятых в агентстве.

Один из основных механизмов подстройки текущей численности занятых под производственные потребности – регулирование **интенсивности труда**. Другими словами, спрос на труд в модели удовлетворяется не только численностью работников, но и параметром интенсивности трудовых усилий. При необходимости повысить выпуск производитель сначала повышает интенсивность труда работников, а потом – если потребность в расширении производства сохраняется – увеличивает штат. Это в целом соответствует российскому рынку труда, на котором предприятия какое-то время сначала предпочитают снижать или увеличивать загрузку имеющихся сотрудников (например, за счет дополнительных или, наоборот, сокращенных смен), а не сразу нанимать или увольнять в зависимости от экономической ситуации.

## ИНФЛЯЦИЯ

Для отражения взаимосвязи между производственным процессом и инфляцией в модели был изменен блок, описывающий инфляцию. В частности, был **реализован переход к базовой инфляции и небазовым компонентам**, заменивший разбивку на продовольственные и непродовольственные товары и услуги, за исключением жилищно-коммунальных.

Небазовые компоненты инфляции включают в себя плодоовощную продукцию, нефтепродукты, регулируемые услуги и прочие волатильные компоненты. Ценовая динамика небазовых компонентов моделируется исходя из стандартного процесса изменения цен на основе прошлых значений (авторегрессия) со сходимением к целевому уровню инфляции, при этом учитывается отклонение относительных цен.

Базовая инфляция – это инфляция, очищенная от влияния административных, сезонных или просто волатильных факторов. Ее моделирование предполагает описание явной взаимосвязи между реальными предельными издержками фирм и уровнем цен в экономике (через кривую Филлипса). В модели предельные издержки формируются у производителей отечественных товаров, а также у фирм-импортеров. Поскольку производители оптовых товаров (как отечественных, так и импортных) работают в условиях совершенной конкуренции, то основное ценовое давление реализуется через производителей дифференцированных товаров – работающих в условиях монополистической конкуренции и потому имеющих воз-

<sup>5</sup> См. G. A. Calvo (1983). Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework. Journal of Monetary Economics 12 (3): 383–398.

СХЕМА 3



возможность устанавливать цены. Однако исходный размер и структура предельных издержек формируются на уровне оптовых фирм – как взвешенная стоимость факторов производства. Таким образом, базовая инфляция показывает совокупное давление реальных предельных издержек в экономике.

Взаимосвязь реальных предельных издержек фирм и инфляции представлена на схеме 3.

Таким образом, в КПМ с рынком труда **занятость**, уровень **безработицы** и **реальная заработная плата** формируются в зависимости от объема спроса на труд со стороны фирм (с учетом жесткостей заработных плат и особенностей рынка труда России). В свою очередь, инфляция формируется под действием **реальных предельных издержек** фирм – производителей отечественных товаров и фирм-импортеров и отражает **баланс между спросом и предложением** в экономике, в том числе на факторы производства.

## СРАВНЕНИЕ ИМПУЛЬСНЫХ ОТКЛИКОВ

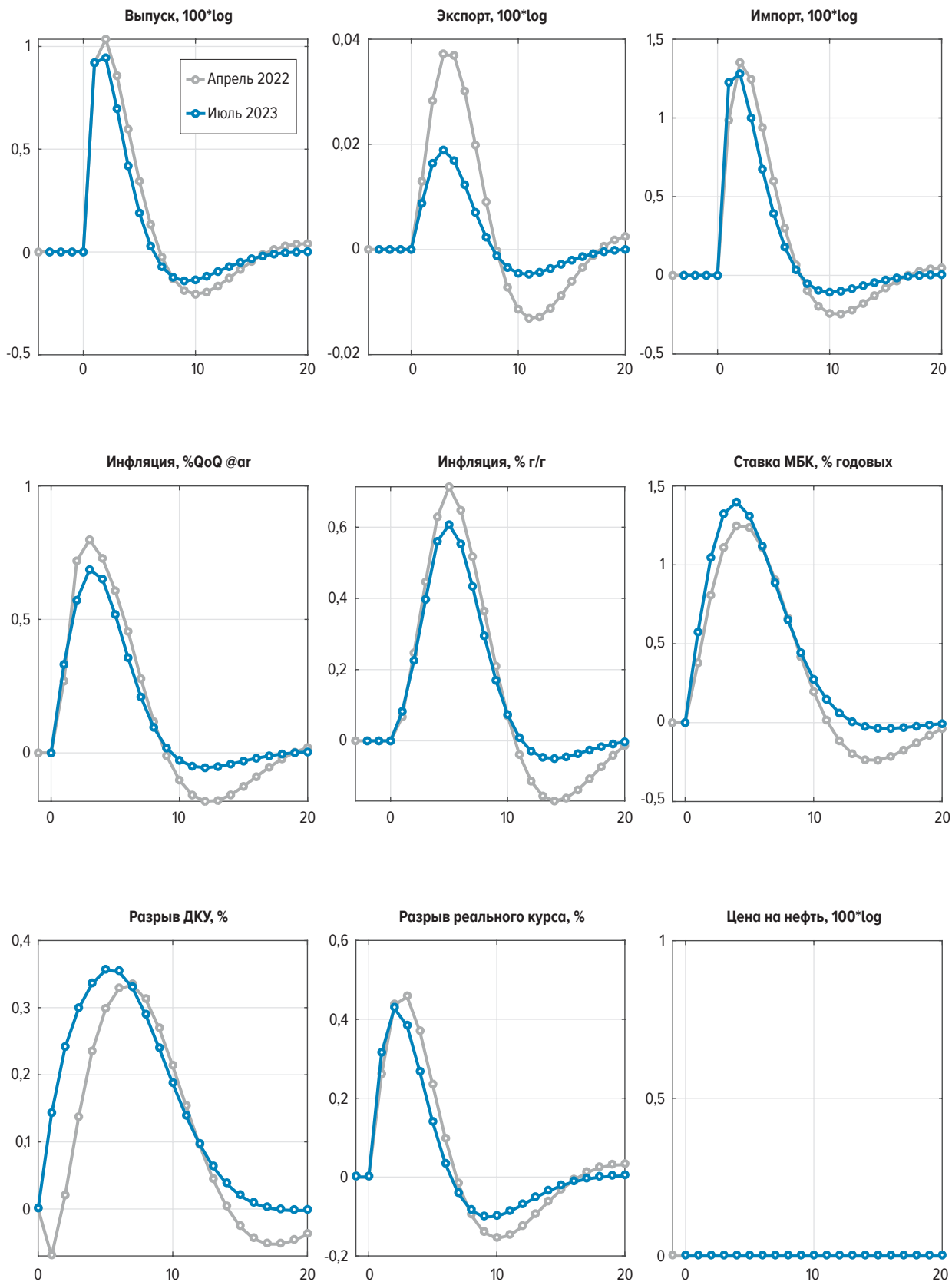
Реакция инфляции, ставки МБК и других экономических показателей на **шоки внутреннего спроса, шок ставки МБК и шок цены на нефть** на качественном уровне сопоставима с прежней версией модели, однако численные эффекты могут несколько отличаться.

Основное изменение импульсных откликов в новой версии модели по сравнению с прежней – в ответ на **шок внешнего спроса**. Рост внешнего спроса приводит к необходимости наращивания выпуска ненефтегазового экспортного сектора. Это, в свою очередь, приводит к росту спроса на факторы производства – труд и капитал. Поскольку ненефтегазовый экспорт в модели конкурирует за факторы производства с внутренне ориентированным выпуском, то расширение выпуска ненефтегазового сектора приводит к усилению проинфляционного давления со стороны издержек на факторы производства. В результате необходимо ужесточение ДКП – ставка МБК растет. Это существенное отличие от отклика в прежней версии модели, где при росте внешнего спроса преобладал эффект укрепления курса (такой отклик лучше соотносится с интуицией).

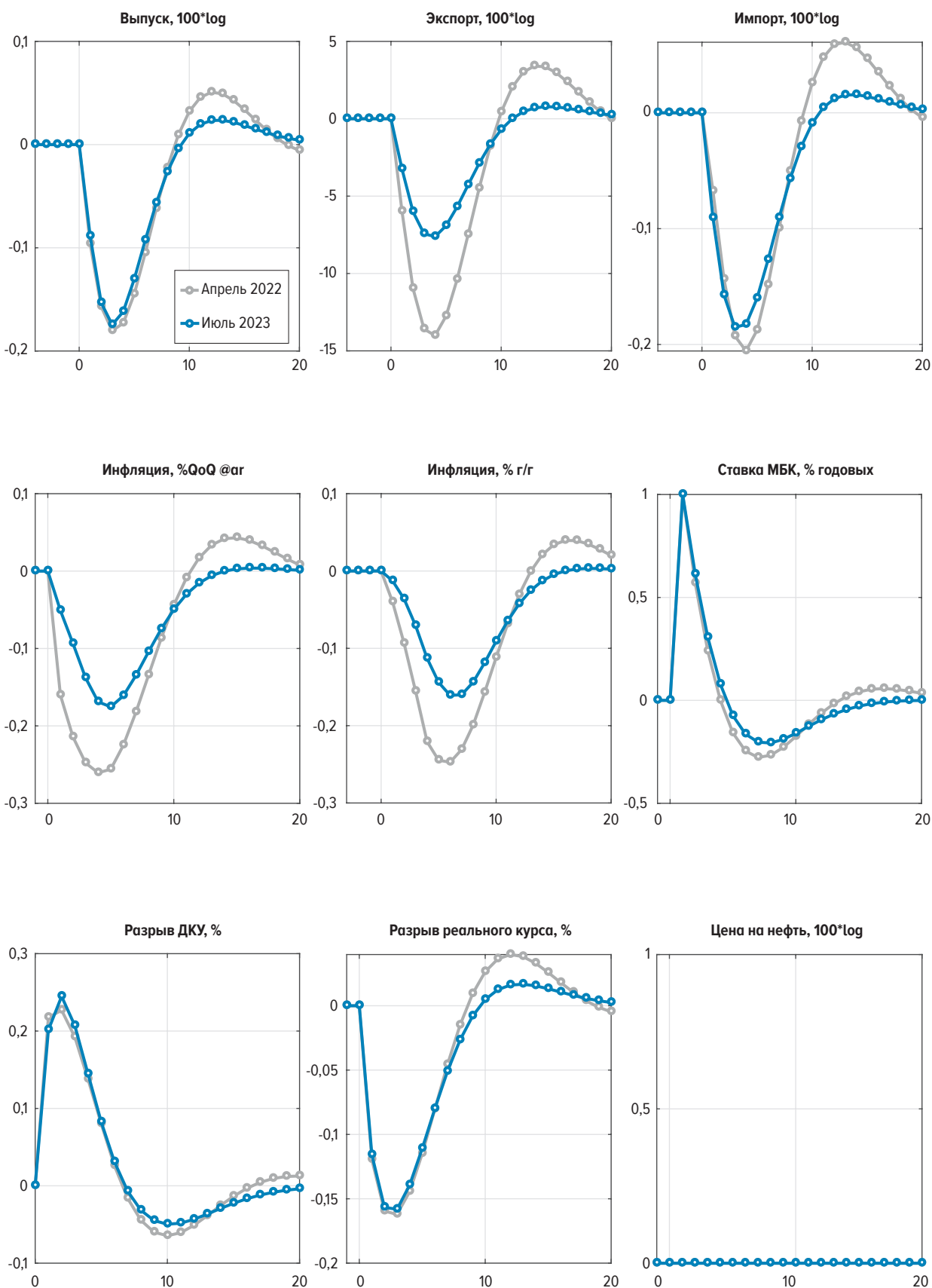


## ИМПУЛЬСНЫЕ ОТКЛИКИ

### ШОК ВНУТРЕННЕГО СПРОСА

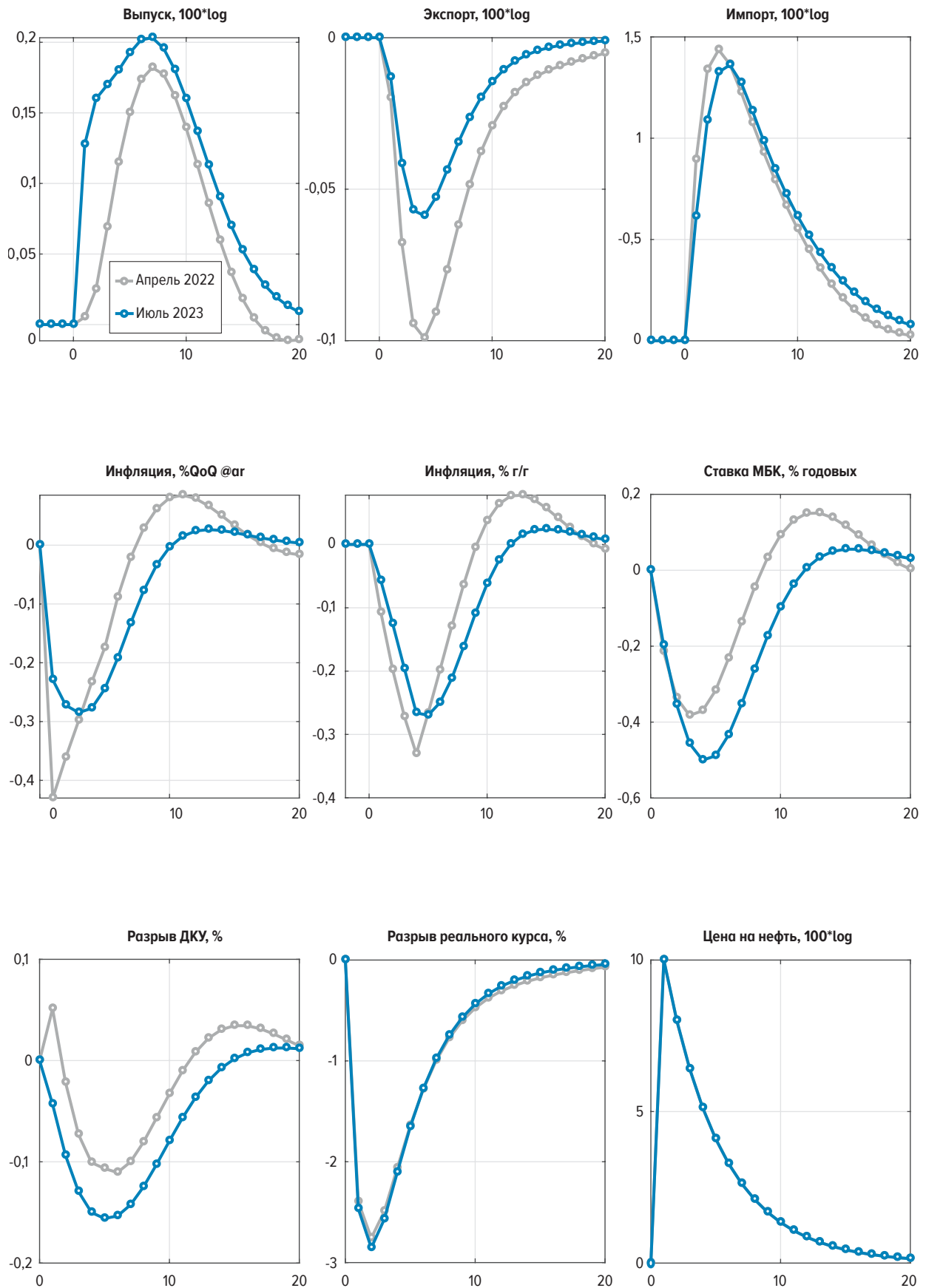


## ШОК СТАВКИ МБК\*

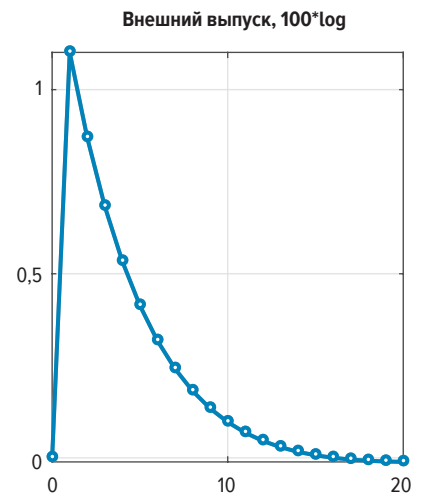
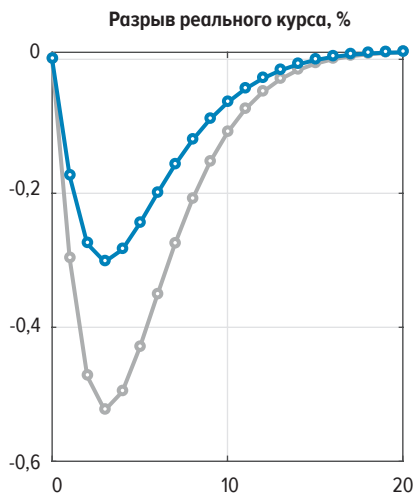
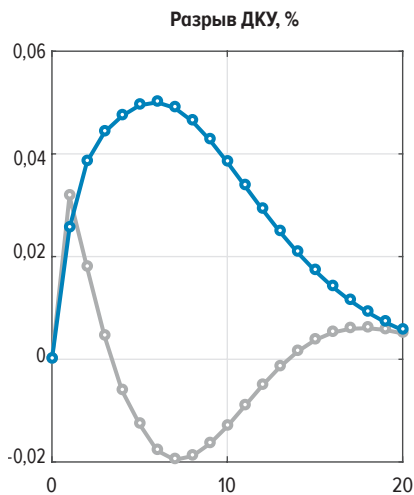
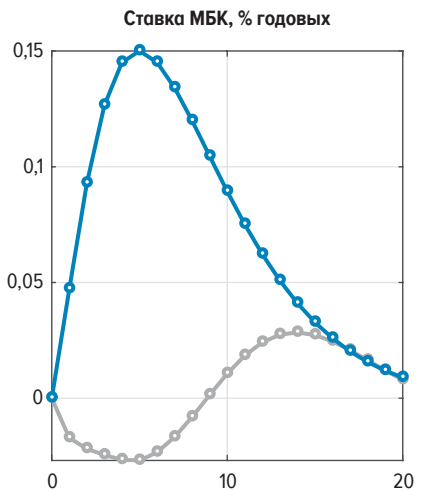
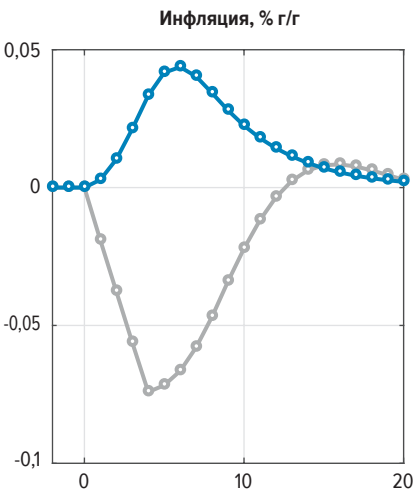
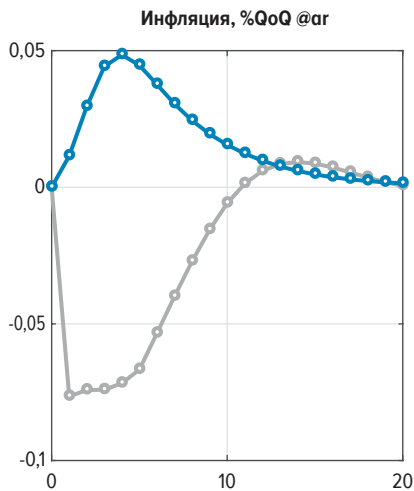
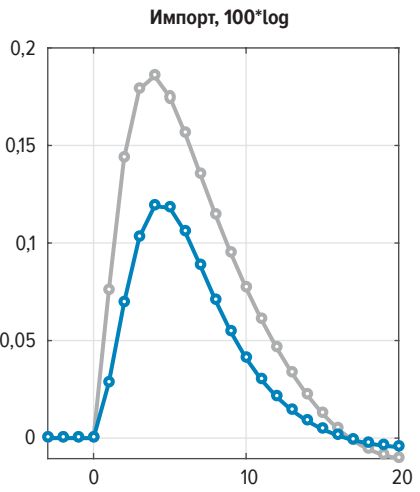
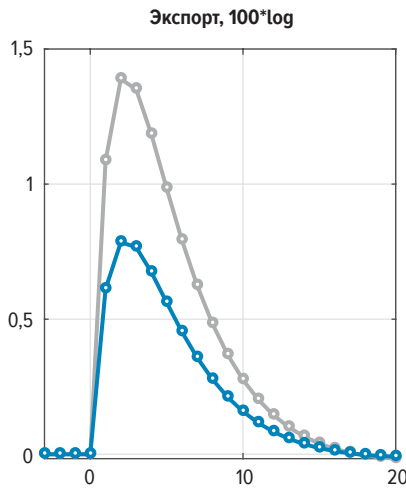
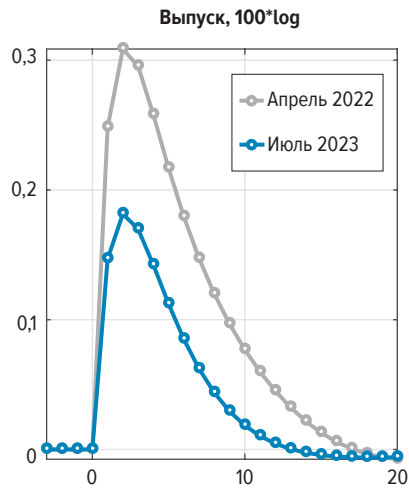


\* Под шоком ставки МБК понимается неожиданное изменение ключевой ставки при неизменности прочих условий и переменных модели.

ШОК ЦЕНЫ НА НЕФТЬ



ШОК ВНЕШНЕГО СПРОСА



## ОСНОВНЫЕ УРАВНЕНИЯ КВАРТАЛЬНОЙ ПРОГНОЗНОЙ МОДЕЛИ С РЫНКОМ ТРУДА

В данном приложении представлены итоговые лог-линеаризованные уравнения модели. Структурные поведенческие уравнения и соответствующие им оптимизационные задачи будут представлены в аналитической записке.

### 1. Уравнения для расширенной стороны предложения

- **Производство отечественных гомогенных (оптовых) товаров** (далее – с индексом  $d$ , domestic)

**Производственная функция гомогенных (оптовых) отечественных товаров:**

$$\hat{y}_t^h = \hat{y}_t^d = \hat{a}_t^y + (1 - \tilde{\alpha}^m) \left[ \tilde{\alpha}^d \hat{l}_t^d + (1 - \tilde{\alpha}^d) \hat{k}_t^d \right] + \tilde{\alpha}^m \hat{m}_t^y,$$

где  $\hat{a}_t^y$  – временный шок совокупной факторной производительности (СФП),  $\hat{k}_t^d$  – разрыв капитала,  $\hat{l}_t^d$  – разрыв совокупного фактора труда,  $\hat{m}_t^y$  – разрыв объема промежуточного импортного товара.

**Условие выбора между капиталом и трудом и между промежуточным отечественным и промежуточным импортным товарами:**

$$\hat{k}_t^d = \hat{l}_t^d + \sigma_K \left( \hat{p}_t^w - \hat{r}_t^{K,d} - \hat{a}c_t^{K,d} + \varepsilon_t^{\zeta,K^d} \right),$$

$$\hat{l}_t^d = \hat{n}_t^d + \hat{e}_t^d,$$

$$\hat{z}_t + \hat{a}c_t^M = \hat{p}_t^h + \frac{1}{\sigma_H} (\hat{y}_t^h - \hat{m}_t^y) + \frac{\sigma_H - 1}{\sigma_H} \hat{a}_t^y,$$

где  $\hat{n}_t^d$  – разрыв занятости,  $\hat{e}_t^d$  – разрыв интенсивности загрузки труда,  $\hat{p}_t^w$  – разрыв цены труда для производителей,  $\hat{r}_t^{K,d}$  – разрыв арендной ставки за капитал,  $\hat{z}_t$  – разрыв реального курса,  $\hat{p}_t^h$  – разрыв реальной цены отечественного промежуточного товара (равен разрыву реальных предельных издержек производителей отечественных оптовых товаров).

**Соотношения для издержек подстройки,  $\hat{a}c_t^*$ , факторов производства с учетом шоков издержек подстройки,  $\varepsilon_t^{\zeta,*}$ :**

$$\hat{a}c_t^M = \chi_\xi^M [\hat{m}_t^y - \hat{y}_t^h - (\hat{m}_{t-1}^y - \hat{y}_{t-1}^h)] - \varepsilon_t^{\zeta,M} - \text{издержки подстройки промежуточного импорта,}$$

$$\hat{a}c_t^{K,d} = \chi_\xi^{K,d} [\hat{k}_t^d - \hat{y}_t^h - (\hat{k}_{t-1}^d - \hat{y}_{t-1}^h)] - \varepsilon_t^{\zeta,K^d} - \text{издержки подстройки капитала,}$$

$$\hat{a}c_t^{N,d} = \chi_\xi^{N,d} (\hat{n}_t^d - \hat{n}_{t-1}^d) - \varepsilon_t^{\zeta,N^d} - \text{издержки подстройки занятости,}$$

$$\hat{e}_t^d = \hat{a}c_t^{N,d} - \text{компенсация через интенсивность загрузки труда.}$$

**Разрыв реальных предельных издержек производителей отечественных гомогенных (оптовых) товаров:**

$$\begin{aligned} r\hat{m}c_t^d = (1 - \tilde{\alpha}^m) \left[ \tilde{\alpha}^d \hat{p}_t^w + (1 - \tilde{\alpha}^d) (\hat{r}_t^{K,d} + \chi_\xi^M (\Delta \hat{k}_t^d - \Delta \hat{y}_t^h) - \varepsilon_t^{\zeta,K^d}) \right] + \dots \\ + \tilde{\alpha}^m \left[ \hat{z}_t + \chi_\xi^M (\Delta \hat{m}_t^y - \Delta \hat{y}_t^h) - \varepsilon_t^{\zeta,M} \right] - \hat{a}_t^y - \hat{q}_t^{d,c} + (1 - \omega^c) \hat{q}_t^{nc,c}, \end{aligned}$$

где  $\hat{q}_t^{d,c}$  – разрыв относительной цены отечественного конечного товара к цене конечного товара-композиата и  $\hat{q}_t^{nc,c}$  – разрыв отношения индекса цен на основе инфляции небазовых компонент и базового ИПЦ.

**Шок предложения отечественного выпуска,  $\varepsilon_t^{\bar{y}^d}$ , с учетом формы производственной функции:**

$$\varepsilon_t^{\bar{y}^d} = \varepsilon_t^{\bar{a}} + (1 - \tilde{\alpha}_m) \tilde{\alpha}^d \varepsilon_t^{\bar{n}} + \tilde{\alpha}^m \varepsilon_t^{\bar{m}},$$

где  $\varepsilon_t^{\bar{a}}$  – шок уровня равновесной СФП,  $\varepsilon_t^{\bar{n}}$  – равновесная занятость,  $\varepsilon_t^{\bar{m}}$  – равновесный импорт.

**Реальные предельные издержки с учетом шока предложения:**

$$r\hat{m}c_t^{d,a} = r\hat{m}c_t^d - \gamma^{\varepsilon, \bar{y}^d} \varepsilon_t^{\bar{y}^d}.$$

Сглаживание кривой реальных предельных издержек отечественных производителей с помощью МА-функции:

$$r\hat{m}c_t^{d,ma} = f^{ma}(r\hat{m}c_t^d) := 0,25 \cdot r\hat{m}c_{t-2}^{d,a} + 0,50 \cdot r\hat{m}c_{t-1}^{d,a} + 0,25 \cdot r\hat{m}c_t^{d,a}.$$

**Реальные предельные издержки импортеров (в ценах импортеров):**

$$r\hat{m}c_t^m = \hat{z}_t - \hat{q}_t^{m,c} + (1 - \omega^c) \hat{q}_t^{n,c},$$

где  $\hat{q}_t^{m,c}$  – разрыв относительной цены импортного конечного товара к цене конечного товара-композиита.

• **Производство нефтегазового экспорта (далее – с индексом x, export)**

**Производственная функция нефтегазового экспорта:**

$$\hat{y}_t^{x,no} = \hat{x}_t^{no} = \hat{a}_t^x + \left[ \tilde{\alpha}^x \hat{l}_t^x + (1 - \tilde{\alpha}^x) \hat{k}_t^x \right].$$

**Условие выбора между капиталом и трудом:**

$$\hat{k}_t^x = \hat{l}_t^x + \sigma_K^x \left( \hat{p}_t^{xv} - \hat{r}_t^{K,x} - \hat{a}_t^{K,x} \right),$$

$$\hat{l}_t^x = \hat{n}_t^x + \hat{e}_t^x.$$

**Соотношения для издержек подстройки факторов производства:**

$$\hat{a}_t^{K,x} = \chi_\xi^{K,x} [\hat{k}_t^x - \hat{y}_t^{x,no} - (\hat{k}_{t-1}^x - \hat{y}_{t-1}^{x,no})] - \text{издержки подстройки капитала,}$$

$$\hat{a}_t^{N,x} = \chi_\xi^{N,x} (\hat{n}_t^x - \hat{n}_{t-1}^x) - \text{издержки подстройки занятости,}$$

$$\hat{e}_t^x = \hat{a}_t^{N,x} - \text{компенсация через интенсивность загрузки труда.}$$

## 2. Уравнения для блока рынка труда

Количество безработных на начало периода:

$$\hat{u}_t^b = \frac{1}{\bar{u}^r} \left[ \hat{l}_t - (1 - \bar{u}^r) \bar{\rho}^s (\hat{n}_{t-1} + \hat{\rho}_t^s) \right].$$

Разрыв экзогенных увольнений:

$$\hat{\rho}_t^s = \rho_{\hat{\rho}^s} \hat{\rho}_{t-1}^s + \varepsilon_t^{\hat{\rho}^s}.$$

Количество успешных наймов:

$$\hat{m}_t = \varsigma^M \hat{u}_t^b + (1 - \varsigma^M) \hat{v}_t,$$

где  $\hat{v}_t$  – разрыв количества опубликованных вакансий.

Требуемая интенсивность найма:

$$\hat{h}_t = \hat{q}_t + \hat{v}_t - \hat{n}_{t-1}.$$

Динамика занятости:

$$\hat{n}_t = \hat{n}_{t-1} + (1 - \bar{\rho}^s)\hat{h}_t + \bar{\rho}^s\hat{\rho}_t^s.$$

Вероятность занятия вакансии:

$$\hat{q}_t = \hat{m}_t - \hat{v}_t.$$

Вероятность найти работу:

$$\hat{f}_t = \hat{m}_t - \hat{u}_t^b.$$

Дисконт, с которым работник оценивает ожидаемые потоки по заработной плате:

$$\hat{c}_t^w = \beta^e \mathbb{E}_t \left[ \hat{c}_{t+1}^w + \hat{\rho}_{t+1}^s + \hat{\Lambda}_{t,t+1} + \chi_w \hat{\pi}_t - \hat{\pi}_{t+1} - \hat{\gamma}_{t+1}^a \right],$$

где  $\hat{\Lambda}_{t,t+1}$  – разрыв стохастического дисконтирующего множителя из задачи потребителя.

Дисконт, с которым агентство по найму оценивает ожидаемые денежные потоки от нанятого работника:

$$\begin{aligned} \hat{\mu}_t^w = & \beta_h^u \mathbb{E}_t \left[ \hat{h}_{t+1} \right] + \beta_\rho^u \mathbb{E}_t \left[ \hat{\rho}_{t+1}^s \right] + \beta_w^u \mathbb{E}_t \left[ \hat{w}_t - \hat{\pi}_{t+1} - \hat{\gamma}_{t+1}^a + \chi_w \hat{\pi}_t - \hat{w}_{t+1} \right] \dots \\ & + \beta_\mu^u \mathbb{E}_t \left[ \hat{\mu}_{t+1}^w + \hat{\Lambda}_{t,t+1} - \hat{\pi}_{t+1} - \hat{\gamma}_{t+1}^a + \chi_w \hat{\pi}_t \right]. \end{aligned}$$

Доля работника в распределении выигрыша от нового контракта с учетом динамических дисконтов:

$$\hat{\chi}_t = -\beta^x \left[ \hat{\mu}_t^w - \hat{c}_t^w \right].$$

Цена труда для производителей:

$$\hat{p}_t^w = \beta_w \hat{w}_t + \beta_h \hat{h}_t - \beta_{h^e} \mathbb{E}_t \hat{h}_{t,t+1} - \beta_\Lambda \mathbb{E}_t \hat{\Lambda}_{t,t+1} - \beta_\rho \mathbb{E}_t \hat{\rho}_{t,t+1}^s.$$

Реальная средняя заработная плата в экономике:

$$\hat{w}_t = \gamma_b (\hat{w}_{t-1} - \hat{\pi}_t + \chi_w \hat{\pi}_{t-1} - \hat{\gamma}_t^a) + \gamma_o \hat{w}_t^o + \gamma_f \mathbb{E}_t (\hat{w}_{t+1} + \hat{\pi}_{t+1} - \chi_w \hat{\pi}_t + \hat{\gamma}_{t+1}^a) + \varepsilon_t^{\hat{w}},$$

где  $\hat{\gamma}_t^a$  – разрыв темпов прироста СФП с учетом шоков уровня СФП относительно долгосрочных темпов прироста СФП.

Оптимальная заработная плата в отсутствии номинальных жесткостей:

$$\hat{w}_t^o = \beta_p^o \hat{p}_t^w + \beta_h^o \mathbb{E}_t \hat{h}_{t+1} + \beta_f^o \mathbb{E}_t \hat{f}_{t+1} + \beta_\Lambda^o \mathbb{E}_t \hat{\Lambda}_{t,t+1} + \beta_\chi^o \mathbb{E}_t \left[ \hat{\chi}_t - \beta_\chi^o \mathbb{E}_t \hat{\chi}_{t+1} \right].$$

### 3. Уравнения для инфляции

#### • Базовая инфляция

Базовая инфляция товара-композиата представляет собой взвесь кривых Филлипса для конечных отечественных и конечных импортных товаров.

Кривая Филлипса для **конечных отечественных товаров**:

$$\begin{aligned} \pi_t^d = & \gamma_b^d \pi_{t-1}^d + (1 - \gamma_b^d) \mathbb{E}_t^w \pi_{t+1}^d + \gamma_{rmc}^d r \hat{m} c_t^{d,ma} + \varepsilon_t^{\pi^d}, \\ \varepsilon_t^{\pi^d} = & \rho_{\pi^d} \varepsilon_{t-1}^{\pi^d} + e_t^{\pi^d}, \end{aligned}$$

где  $\mathbb{E}_t^w$  – взвешенные инфляционные ожидания:

$$\mathbb{E}_t^w \pi_{t+1}^d = \gamma_b^{d,e} \pi_{t-1}^d + (1 - \gamma_b^{d,e}) \mathbb{E}_t \pi_{t+1}^d + \gamma_e (\pi_t^{nc} - \pi_t^c) + \varepsilon_t^{\pi^{d,e}}.$$

Кривая Филлипса для **конечных импортных товаров**:

$$\pi_t^m = \gamma_b^m \pi_{t-1}^m + (1 - \gamma_b^m) \mathbb{E}_t^w \pi_{t+1}^m + \gamma_{rmc}^m r \hat{m} c_t^m,$$

где  $\mathbb{E}_t^w$  – взвешенные инфляционные ожидания:

$$\mathbb{E}_t^w \pi_{t+1}^m := \gamma_b^{m,e} \pi_{t-1}^m + (1 - \gamma_b^{m,e}) \mathbb{E}_t \pi_{t+1}^m.$$

- **Небазовые компоненты**

Для небазовых компонент относительная цена разбивается на равновесную часть,  $\bar{\varrho}$ , и разрыв,  $\hat{\varrho}$ . Равновесная часть относительной цены моделируется простой авторегрессией:

$$\bar{\varrho}_t = \bar{\varrho}_{t-1} + 0,25 \cdot \Delta \bar{\varrho}_t + \bar{\gamma}_{rp} \hat{\varrho}_t + \varepsilon_t^{\bar{\varrho}}, \text{ где } \Delta \bar{\varrho}_t = \rho_{\Delta \bar{\varrho}} \cdot \Delta \bar{\varrho}_{t-1} + \varepsilon_t^{\Delta \bar{\varrho}}.$$

Инфляция **плодоовощной продукции**:

$$\begin{aligned} \pi_t^{veg} &= \gamma_{lag}^{veg} \pi_{t-1}^{veg} + (1 - \gamma_{lag}^{veg})(\bar{\pi}_t + \Delta \bar{\varrho}_t^{veg}) + \gamma_{\Delta z}^{veg} \Delta \hat{z}_t - \gamma_{rp}^{veg} \hat{\varrho}_t^{veg} + \varepsilon_t^{\pi^{veg}}, \\ \varepsilon_t^{\pi^{veg}} &= \varepsilon_t^{\bar{\pi}^{veg}} - \chi \varepsilon_{t-1}^{\pi^{veg}}, \end{aligned}$$

где  $\varrho_t^{veg}$  – относительная цена плодоовощей (то есть лог-уровень цен плодоовощей,  $p_t^{veg}$ , относительно лог-уровня базового ИПЦ,  $p_t^c$ ); для остальных небазовых компонент – аналогично.

Инфляция **нефтепродуктов**:

$$\pi_t^{fuel} = \gamma_{lag}^{fuel} \pi_{t-1}^{fuel} + (1 - \gamma_{lag}^{fuel})(\bar{\pi}_t + \Delta \bar{\varrho}_t^{fuel}) + \gamma_{oil}^{fuel} (\hat{q}_t^{oil} + \hat{z}_t) - \gamma_{rp}^{fuel} \hat{\varrho}_t^{fuel} + \varepsilon_t^{\pi^{fuel}}.$$

Инфляция **регулируемых услуг** (для волатильных компонент аналогично):

$$\pi_t^{sreg} = \gamma_{lag}^{sreg} \pi_{t-1}^{sreg} + (1 - \gamma_{lag}^{sreg})(\bar{\pi}_t + \Delta \bar{\varrho}_t^{sreg}) - \gamma_{rp}^{sreg} \hat{\varrho}_t^{sreg} + \varepsilon_t^{\pi^{sreg}}.$$

- **Общий индекс инфляции:**

$$\pi_t = \omega^c \pi_t^c + (1 - \omega^c) \pi_t^{nc},$$

где  $\pi_t^c$  – базовая инфляция (модельная инфляция конечного товара-композиата),  $\pi_t^{nc}$  – инфляция небазовых компонент.

#### 4. Уравнения спроса

**Совокупный спрос на отечественные товары:**

$$\hat{d}_t^f = \delta_{lag} \hat{d}_{t-1}^f + \delta_{fwd} \mathbb{E}_t \hat{d}_{t+1}^f - \delta_r \hat{r}_t^{avg} + \delta_w (\hat{w}_t + \hat{n}_t + \delta_{ub} \hat{u}_t) + \delta_{oil} \hat{q}_t^{oil} + \varkappa_t + \varepsilon_t^{\hat{d}^f},$$

где  $\hat{r}_t^{avg}$  – разрыв ДКУ (взвешенный индикатор разрывов реальных ставок разной срочности) из сателлитного блока срочной структуры процентных ставок,  $\varkappa_t$  – нефтегазовый фискальный стимул.

**Спрос на товары ненефтегазового экспорта:**

$$\hat{x}_t^{no} = \hat{y}_t^f + \varepsilon_x \hat{z}_t + \varepsilon_t^x,$$

где  $\hat{y}_t^f$  – разрыв совокупного внешнего спроса.



# СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ

Информационно-аналитические комментарии Банка России, вышедшие после публикации ДоДКП 2/23 11 мая 2023 г.<sup>1</sup>:



1. [Динамика потребительских цен. № 4 \(88\). Апрель 2023 г. \(17 мая 2023 г.\).](#)



9. [Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 6 \(12\). Июнь 2023 г. \(11 июля 2023 г.\).](#)



2. [Динамика потребительских цен. № 5 \(89\). Май 2023 г. \(15 июня 2023 г.\).](#)



10. [Платежный баланс Российской Федерации. № 2 \(15\). II квартал 2023 г. \(25 июля 2023 г.\).](#)



3. [Динамика потребительских цен. № 6 \(90\). Июнь 2023 г. \(14 июля 2023 г.\).](#)



11. [Региональная экономика: комментарии ГУ. № 20. Май 2023 г. \(31 мая 2023 г.\).](#)



4. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 5 \(77\). Май 2023 г. \(24 мая 2023 г.\).](#)



12. [Региональная экономика: комментарии ГУ. № 21. Июль 2023 г. \(12 июля 2023 г.\).](#)



5. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 6 \(78\). Июнь 2023 г. \(26 июня 2023 г.\).](#)



13. [Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии. Май 2023 г. \(24 мая 2023 г.\).](#)



6. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения. № 7 \(79\). Июль 2023 г. \(25 июля 2023 г.\).](#)



14. [Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии. Июль 2023 г. \(21 июня 2023 г.\).](#)



7. [Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 4 \(10\). Апрель 2023 г. \(12 мая 2023 г.\).](#)



15. [Мониторинг предприятий: оценки, ожидания, комментарии. Июль 2023 г. \(24 июля 2023 г.\).](#)



8. [Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. № 5 \(11\). Май 2023 г. \(9 июня 2023 г.\).](#)

<sup>1</sup> В скобках указана дата публикации на сайте Банка России.

# КАЛЕНДАРЬ РЕШЕНИЙ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ В 2023 ГОДУ

Дата	Событие
<b>10 февраля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
20 февраля 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
17 марта 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>28 апреля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
11 мая 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
9 июня 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>21 июля 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
31 июля 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
15 сентября 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России
<b>27 октября 2023 года</b>	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке со среднесрочным прогнозом
	Пресс-конференция Председателя Банка России
7 ноября 2023 года	Доклад о денежно-кредитной политике
15 декабря 2023 года	Заседание Совета директоров по ключевой ставке
	Пресс-релиз по ключевой ставке
	Пресс-конференция Председателя Банка России

Примечание. Жирным шрифтом выделены даты опорных заседаний Совета директоров Банка России по ключевой ставке, которые проводятся четыре раза в год (один раз в квартал). Опорные заседания сопровождаются публикацией среднесрочного прогноза в рамках базового сценария. После каждого опорного заседания Банк России также публикует Доклад о денежно-кредитной политике.

# СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

СТАВКИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ И RUONIA<sup>1</sup>  
(% годовых)

Табл. 1

Период	Ключевая ставка	Изменение ключевой ставки, п.п.	RUONIA (средняя)	Депозиты овернайт постоянного действия	Операции на открытом рынке: аукционы и аукционы «тонкой настройки» <sup>2</sup>		Операции на открытом рынке: аукционы на длительные сроки <sup>3</sup>			Операции предоставления ликвидности постоянного действия				
					1 неделя и от 1 до 6 дней		Аукционы репо			Кредиты репо, валютные свопы <sup>4</sup>		Кредиты ломбардные и обеспеченные нерыночными активами <sup>5</sup>		
					1 день	от 1 до 6 дней	1 месяц	1 год	3 месяца	1 день	от 2 до 90 дней	от 91 до 549 дней		
Правило: спред к ключевой ставке, п.п.														
С 24.07.2023	8,50	▲ 1,00		-1,00	0,00	+0,10	+0,25	+0,25	+1,00	+1,00 <sup>6</sup>				
19.09.2022–23.07.2023	7,50	▲ -0,50	7,33	7,50	8,50	8,60	8,75	8,75	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	10,25
25.07.2022–18.09.2022	8,00	▲ -1,50	7,92	7,00	8,00	8,10	8,25	8,25	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,75
14.06.2022–24.07.2022	9,50	▲ -1,50	9,11	8,50	9,50	9,60	9,75	9,75	10,50	10,50	10,50	10,50	10,50	11,25
27.05.2022–13.06.2022	11,00	▲ -3,00	10,60	10,00	11,00	11,10	11,25	11,25	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,75
04.05.2022–26.05.2022	14,00	▲ -3,00	13,82	13,00	14,00	14,10	14,25	14,25	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,75
11.04.2022–03.05.2022	17,00	▲ -3,00	16,30	16,00	17,00	17,10	17,25	17,25	18,00	18,00	18,00	18,00	18,00	18,75
28.02.2022–10.04.2022	20,00	▲ 10,50	19,86	19,00	20,00	20,10	20,25	20,25	21,00	21,00	21,00	21,00	21,00	21,75
14.02.2022–27.02.2022	9,50	▲ 1,00	9,57	8,50	9,50	9,60	9,75	9,75	10,50	10,50	10,50	10,50	10,50	11,25
20.12.2021–13.02.2022	8,50	▲ 1,00	8,22	7,50	8,50	8,60	8,75	8,75	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	10,25
25.10.2021–19.12.2021	7,50	▲ 0,75	7,31	6,50	7,50	7,60	7,75	7,75	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	9,25
13.09.2021–24.10.2021	6,75	▲ 0,25	6,65	5,75	6,75	6,85	7,00	7,00	7,75	7,75	7,75	7,75	7,75	8,50
26.07.2021–12.09.2021	6,50	▲ 1,00	6,36	5,50	6,50	6,60	6,75	6,75	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25
15.06.2021–25.07.2021	5,50	▲ 0,50	5,43	4,50	5,50	5,60	5,75	5,75	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	7,25
26.04.2021–14.06.2021	5,00	▲ 0,50	4,78	4,00	5,00	5,10	5,25	5,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,75
22.03.2021–25.04.2021	4,50	▲ 0,25	4,38	3,50	4,50	4,60	4,75	4,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,25
27.07.2020–21.03.2021	4,25	▲ -0,25	4,13	3,25	4,25	4,35	4,50	4,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00
22.06.2020–26.07.2020	4,50	▲ -1,00	4,25	3,50	4,50	4,60	4,75	4,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,25
27.04.2020–21.06.2020	5,50	▲ -0,50	5,32	4,50	5,50	5,60	5,75	5,75	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	7,25
10.02.2020–26.04.2020	6,00	▲ -0,25	5,86	5,00	6,00	-	-	-	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,75
16.12.2019–09.02.2020	6,25	▲ -0,25	6,04	5,25	6,25	-	-	-	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25	8,00
28.10.2019–15.12.2019	6,50	▲ -0,50	6,42	5,50	6,50	-	-	-	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,25
09.09.2019–27.10.2019	7,00	▲ -0,25	6,78	6,00	7,00	-	-	-	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,75
29.07.2019–08.09.2019	7,25	▲ -0,25	7,08	6,25	7,25	-	-	-	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	9,00
01.07.2019–28.07.2019	7,50	-	7,24	6,50	7,50	-	-	-	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	9,25

<sup>1</sup> Установленные Советом директоров Банка России.

<sup>2</sup> Указана минимальная возможная ставка в заявке для аукционов репо и максимальная возможная ставка в заявке для депозитных аукционов. В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>3</sup> Указана минимальная возможная ставка в заявке, по итогам аукционов кредиты предоставляются и сделки репо заключаются по плавающей ставке, привязанной к уровню ключевой ставки. Аукционы репо введены с 14.05.2022, плавающая ставка по репо на 1 месяц применяется с 09.01.2023. Решения о проведении кредитных аукционов принимаются в условиях масштабного устойчивого структурного дефицита, не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>4</sup> По валютным свопам указана процентная ставка по рублевой части; операции приостановлены в апреле 2022 года.

<sup>5</sup> Ломбардные кредиты с 25.03.2022; кредиты предоставляются по плавающей ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

<sup>6</sup> С 01.03.2022, ранее: +1,75.

Источник: Банк России.

Табл. 2

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ<sup>1</sup>  
(млрд руб.)

	Операции на открытом рынке				Операции предоставления ликвидности постоянного действия								
	Депозиты overnight постоянного действия		Аукционы репо (основные и «тонкой настройки»)		Аукционы по размещению ОБР		Аукционы репо (на длительные сроки)		Кредиты overnight	Операции репо	Операции «валютный своп» <sup>2</sup>	Ломбардные кредиты <sup>3</sup>	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами
	1 день	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и от 1 до 6 дней	1 неделя и «тонкой настройки»	До 3 месяцев	1 месяц	1 год	1 день					
01.07.2023	1007,8	1746,6	0,0	0,0	301,7	1076,5	0,0	0,0	1,5	0,0	25,4	521,3	
01.04.2023	1094,3	2450,0	0,0	0,0	1005,8	759,8	0,0	0,0	7,6	0,0	32,2	266,4	
01.01.2023	1328,2	3621,2	0,0	0,0	1007,3	484,3	0,0	0,0	7,9	0,0	95,9	213,1	
01.10.2022	1291,0	1663,9	0,0	0,0	0,0	166,0	0,0	0,0	9,5	0,0	91,4	1211,5	
01.07.2022	1341,1	1838,4	0,0	0,0	100,7	70,0	0,0	0,0	9,9	0,0	47,3	52,1	
01.04.2022	3107,8	0,0	2212,2	0,0	11,1	75,1	0,0	0,0	91,6	0,0	38,7	55,5	
01.01.2022	1177,9	1625,9	0,0	0,0	100,8	15,6	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	790,1	
01.10.2021	243,1	780,0	0,0	603,4	60,3	47,9	0,0	0,0	10,6	0,0	0,0	35,2	
01.07.2021	123,5	1190,7	0,0	626,4	100,4	47,9	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	5,4	
01.04.2021	122,1	1650,0	0,0	645,1	50,2	52,6	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	246,1	
01.01.2021	376,7	843,9	0,0	574,9	810,2	36,7	0,0	5,4	0,1	118,4	0,0	5,1	

<sup>1</sup> Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности.

<sup>2</sup> Как правило, размещение ОБР нового выпуска происходит раз в месяц, последнее его размещение – раз в неделю. В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, указывается объем ОБР в обращении по номинальной стоимости с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день. С 19.10.2021 аукционы по размещению ОБР не проводятся.

<sup>3</sup> Операции приостановлены в апреле 2022 г. в связи с изменением внешних экономических условий.

Источник: Банк России.

Табл. 3

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ<sup>1</sup>  
(%)

	Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях лицензий и НКО		Обязательства перед юридическими лицами – резидентами в рублях лицензий		Обязательства перед физическими лицами и иные в рублях банков с базовой лицензией		Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> (за исключением недружественных стран) банков и НКО		Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> в валютах недружественных стран банков и НКО		Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> НКО	
	Обязательства с универсальной лицензией и НКО	Обязательства перед нерезидентами в рублях банков с базовой лицензией	Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях лицензий	Обязательства перед физическими лицами – резидентами в рублях лицензий	Обязательства перед физическими лицами и иные в рублях банков с базовой лицензией	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> (в валютах недружественных стран) банков и НКО	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> в валютах недружественных стран банков	Обязательства в иностранной валюте <sup>2</sup> НКО				
С 01.06.2023	4,50	1,00	1,00	1,00	6,00	8,50	-	-				
01.04.23–31.05.2023	4,00	1,00	1,00	1,00	5,50	7,50	-	-				
01.03.23–31.03.2023	4,00	1,00	1,00	1,00	-	-	7,00	-				
01.08.22–28.02.2023	3,00	1,00	1,00	1,00	-	-	5,00	-				
01.05.22–31.07.2022	2,00	1,00	1,00	1,00	-	-	4,00	2,00				
01.04.22–30.04.2022	2,00	1,00	1,00	1,00	-	-	2,00	2,00				
03.03.22–31.03.2022	2,00	2,00	1,00	1,00	-	-	2,00	2,00				
01.07.19–02.03.2022	4,75	4,75	1,00	1,00	-	-	8,00	-				

<sup>1</sup> Подробнее см. *нормативы обязательных резервов*.

<sup>2</sup> Обязательства перед юридическими лицами – нерезидентами, обязательства перед физическими лицами и иные обязательства.

Источник: Банк России.

Табл. 4

КОЭФФИЦИЕНТЫ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

	Банки	НКО
С 03.03.2022	0,9	1,0
С 01.07.2019	0,8	1,0

Примечание. С 01.01.2022 по 31.03.2022 кредитные организации, отвечающие определенным критериям, имели право рассчитывать усредняемую величину обязательных резервов с применением коэффициента усреднения не выше коэффициентов усреднения, установленных Банком России. С 01.04.2022 в обязательном порядке применяются единые коэффициенты усреднения.  
Источник: Банк России.

Табл. 5

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ И ИНФОРМАЦИЯ О ВЫПОЛНЕНИИ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ ТРЕБОВАНИЙ

Период усреднения по размеру обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Фактические средние дневные остатки средств на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы на счетах для их учета (млрд руб.)	Справочно:	
					Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
09.12.2020–12.01.2021	35	2 902	2 791	714	Ноябрь 2020	14.12.2020–16.12.2020
13.01.2021–09.02.2021	28	2 879	2 818	721	Декабрь 2020	22.01.2021–26.01.2021
10.02.2021–09.03.2021	28	2 895	2 825	722	Январь 2021	12.02.2021–16.02.2021
10.03.2021–06.04.2021	28	2 965	2 906	741	Февраль 2021	15.03.2021–17.03.2021
07.04.2021–11.05.2021	35	3 011	2 934	749	Март 2021	14.04.2021–16.04.2021
12.05.2021–08.06.2021	28	3 082	3 006	772	Апрель 2021	18.05.2021–20.05.2021
09.06.2021–06.07.2021	28	3 134	3 032	772	Май 2021	15.06.2021–17.06.2021
07.07.2021–10.08.2021	35	3 169	3 039	774	Июнь 2021	14.07.2021–16.07.2021
11.08.2021–07.09.2021	28	3 194	3 059	778	Июль 2021	13.08.2021–17.08.2021
08.09.2021–12.10.2021	35	3 243	3 104	789	Август 2021	14.09.2021–16.09.2021
13.10.2021–09.11.2021	28	3 265	3 132	794	Сентябрь 2021	14.10.2021–18.10.2021
10.11.2021–07.12.2021	28	3 292	3 149	800	Октябрь 2021	16.11.2021–18.11.2021
08.12.2021–11.01.2022	35	3 353	3 207	815	Ноябрь 2021	14.12.2021–16.12.2021
12.01.2022–08.02.2022	28	3 323	3 245	825	Декабрь 2021	21.01.2022–25.01.2022
09.02.2022–08.03.2022	28	3 307	3 305	843	Январь 2022	14.02.2022–16.02.2022
09.03.2022–12.04.2022	35	1 465	1 283	150	Февраль 2022	15.03.2022–17.03.2022
13.04.2022–17.05.2022	35	1 542	1 421	162	Март 2022	14.04.2022–18.04.2022
18.05.2022–14.06.2022	28	1 465	1 326	146	Апрель 2022	23.05.2022–25.05.2022 (с перерасчетом)
15.06.2022–12.07.2022	28	1 774	1 631	146	Май 2022	17.06.2022–21.06.2022
13.07.2022–09.08.2022	28	1 720	1 569	146	Июнь 2022	18.07.2022–20.07.2022
10.08.2022–13.09.2022	35	1 694	1 562	146	Июль 2022	16.08.2022–18.08.2022
14.09.2022–11.10.2022	28	2 452	2 321	146	Август 2022	16.09.2022–20.09.2022
12.10.2022–15.11.2022	35	2 430	2 323	146	Сентябрь 2022	18.10.2022–20.10.2022
16.11.2022–13.12.2022	28	2 407	2 305	146	Октябрь 2022	17.11.2022–20.12.2022
14.12.2022–17.01.2023	35	2 461	2 322	146	Ноябрь 2022	16.12.2022–20.12.2022
18.01.2023–14.02.2023	28	2 513	2 432	146	Декабрь 2022	24.01.2023–26.01.2023
15.02.2023–14.03.2023	28	2 496	2 402	265	Январь 2023	16.02.2023–20.02.2023 (с перерасчетом)
15.03.2023–11.04.2023	28	2 540	2 453	265	Февраль 2023	17.03.2023–21.03.2023
12.04.2023–16.05.2023	35	3 634	3 548	265	Март 2023	18.04.2023–20.04.2023
17.05.2023–13.06.2023	28	3 693	3 612	271	Апрель 2023	19.05.2023–23.05.2023
14.06.2023–11.07.2023	28	3 690	3 621	271	Май 2023	19.06.2023–21.06.2023

Источник: Банк России.

## ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ В 2023 ГОДУ

Табл. 6

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:	
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов
18.01.2023–14.02.2023	28	Декабрь 2022 года	24.01.2023–26.01.2023
15.02.2023–14.03.2023	28	Январь 2023 года	16.02.2023–20.02.2023 (с перерасчетом)
15.03.2023–11.04.2023	28	Февраль 2023 года	17.03.2023–21.03.2023
12.04.2023–16.05.2023	35	Март 2023 года	18.04.2023–20.04.2023
17.05.2023–13.06.2023	28	Апрель 2023 года	19.05.2023–23.05.2023
14.06.2023–11.07.2023	28	Май 2023 года	19.06.2023–21.06.2023
12.07.2023–08.08.2023	28	Июнь 2023 года	18.07.2023–20.07.2023
09.08.2023–12.09.2023	35	Июль 2023 года	16.08.2023–18.08.2023
13.09.2023–10.10.2023	28	Август 2023 года	18.09.2023–20.09.2023
11.10.2023–14.11.2023	35	Сентябрь 2023 года	17.10.2023–19.10.2023
15.11.2023–12.12.2023	28	Октябрь 2023 года	17.11.2023–21.11.2023
13.12.2023–16.01.2024	35	Ноябрь 2023 года	18.12.2023–20.12.2023

Примечание. Период регулирования размера обязательных резервов, в течение которого в 2023 г. производится ежегодный перерасчет по обязательным резервам, депонированным на счете по учету обязательных резервов, – с 16 по 20 февраля 2023 года.  
Источник: Банк России.

Табл. 7

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	Июль 2022	Июль 2022	Август 2022	Сентябрь 2022	Октябрь 2022	Ноябрь 2022	Декабрь 2022	Январь 2023	Февраль 2023	Март 2023	Апрель 2023	Май 2023	Июнь 2023
<b>Реальный сектор</b>													
Инфляция	% г/г	15,90	15,10	14,30	13,68	12,63	11,98	11,94	10,99	3,51	2,31	2,51	3,25
ВВП <sup>1</sup>	% г/г	-4,5	-4,5	-3,5	-3,5	-2,7	-2,7	-2,7	-2,2	-1,8			
ВВП в текущих ценах <sup>1</sup>	трлн руб.	36,5	36,5	38,2	38,2	42,3	42,3	42,3	36,0				
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	-5,0	-2,7	-1,1	-3,3	-3,0	-2,7	-4,5	-2,5	1,1	5,5	8,7	
Промышленное производство	% г/г	-2,5	-0,5	0,0	-3,1	-2,6	-1,8	-4,3	-2,4	1,2	5,2	7,1	
Производство сельхозпродукции	% г/г	8,2	7,7	15,4	13,6	10,9	8,2	6,1	2,7	3,3	3,2	2,9	
Строительство	% г/г	0,0	6,5	6,7	2,8	8,7	5,1	6,9	11,9	6,0	5,7	13,5	
Инвестиции в основной капитал <sup>1</sup>	% г/г	3,3	3,3	2,3	2,3			3,3		0,7			
Грузооборот транспорта	% г/г	-5,7	-5,0	-3,9	-7,0	-6,6	-5,5	-4,5	-1,7	-3,3	-3,0	-4,6	
RMI Composite Index	% SA	50,4	52,2	50,4	51,5	45,8	50,0	48,0	53,1	56,8	55,1	54,4	55,8
Оборот розничной торговли	% г/г	-9,4	-9,1	-9,4	-10,9	-10,2	-7,9	-10,4	-8,7	-4,8	7,8	9,3	
Реальные располагаемые доходы <sup>1</sup>	% г/г	-0,8	-0,8	-3,4	-3,4			0,9		0,1			
Реальная заработная плата	% г/г	-3,2	-3,2	-1,2	-1,4	0,4	0,3	0,6	2,0	2,7	10,4		
Номинальная заработная плата	% г/г	12,2	11,4	12,9	12,1	13,1	12,3	12,6	13,2	6,3	13,0		
Уровень безработицы	% SA	4,0	3,9	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,5	3,4	3,3	3,2	
<b>Банковский сектор</b>													
Широкая денежная масса <sup>2</sup>	% г/г, ИВП	12,5	13,6	14,6	14,3	13,6	12,9	14,0	15,2	15,9	14,8	15,6	15,9
Денежная масса (агрегат M2) <sup>2</sup>	% г/г	16,8	19,3	22,6	23,9	24,4	23,4	24,4	25,9	24,4	23,6	24,9	25,0
Депозиты населения	% г/г, ИВП	7,2	6,7	6,6	4,4	3,4	4,2	6,4	5,8	12,4	10,6	11,6	12,8
в рублях	% г/г	13,6	14,1	14,8	14,0	13,9	14,7	17,8	17,1	21,7	19,0	20,4	21,2
в иностранной валюте	% г/г	-20,4	-23,6	-26,9	-35,6	-40,1	-39,2	-40,7	-39,8	-30,9	-33,9	-37,3	-38,6
долларизация	%	11,5	12,8	12,1	10,5	10,5	10,2	10,6	10,7	10,4	10,1	9,8	10,0
Кредиты финансовым и нефинансовым организациям	% г/г, ИВП	8,8	8,5	10,4	11,6	12,2	12,3	13,1	12,6	13,7	16,8	18,9	21,0
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	4,8	5,6	9,0	10,1	9,6	7,4	4,7	0,6	8,4	8,8	8,4	9,4
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	11,7	10,2	11,8	13,1	14,1	15,4	16,8	17,5	17,3	21,2	24,4	26,3
Кредиты населению	% г/г, ИВП	12,4	11,5	10,5	10,2	9,6	9,9	9,7	9,3	10,3	13,3	15,9	17,8
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	18,3	17,6	16,7	16,8	16,5	18,1	17,6	16,9	16,0	18,6	21,4	
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	7,7	6,6	5,8	5,0	3,9	3,2	2,7	1,7	5,1	8,0	10,3	11,8

Обозначения:

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года;

SA – сезонно скорректированный;

ВЭД – виды экономической деятельности;

ИВП – с исключением валютной переоценки;

<sup>1</sup> Данные за квартал.

<sup>2</sup> За июль 2023 г. предварительная оценка на основе данных отчетности кредитных организаций по формам 0409101 и 0409301.

Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты Банка России.

Табл. 8

## ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

	млрд долл. США	I квартал 2021	II квартал 2021	III квартал 2021	IV квартал 2021	I квартал 2022	II квартал 2022	III квартал 2022	IV квартал 2022	I квартал 2023	II квартал 2023 <sup>1</sup>
<b>Счет текущих операций</b>		<b>22,4</b>	<b>17,3</b>	<b>35,5</b>	<b>46,9</b>	<b>70,9</b>	<b>76,7</b>	<b>47,5</b>	<b>41,0</b>	<b>14,8</b>	<b>5,4</b>
Торговый баланс	млрд долл. США	28,7	38,8	54,2	68,5	84,8	95,0	72,5	61,8	30,2	24,1
Экспорт	млрд долл. США	93,3	114,9	132,1	154,0	154,5	151,8	141,4	143,1	104,6	101,0
Импорт	млрд долл. США	64,6	76,1	77,9	85,5	69,8	56,8	68,8	81,3	74,3	76,9
Баланс услуг	млрд долл. США	-3,0	-4,1	-6,9	-6,4	-3,6	-3,7	-7,0	-8,3	-7,6	-8,5
Экспорт	млрд долл. США	11,5	13,0	14,1	17,0	13,9	11,1	11,3	12,3	9,7	9,7
Импорт	млрд долл. США	14,5	17,1	21,0	23,3	17,5	14,7	18,3	20,6	17,3	18,2
Баланс первичных и вторичных доходов	млрд долл. США	-3,3	-17,5	-11,9	-15,2	-10,2	-14,7	-18,0	-12,5	-7,8	-10,2
<b>Счет операций с капиталом</b>	млрд долл. США	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	млрд долл. США	<b>22,6</b>	<b>17,2</b>	<b>35,5</b>	<b>46,9</b>	<b>70,9</b>	<b>75,5</b>	<b>45,6</b>	<b>39,5</b>	<b>14,6</b>	<b>5,3</b>
<b>Сальдо финансового счета, исключая резервные активы</b>	млрд долл. США	<b>19,0</b>	<b>9,8</b>	<b>4,1</b>	<b>26,1</b>	<b>78,5</b>	<b>78,2</b>	<b>42,1</b>	<b>38,7</b>	<b>18,4</b>	<b>5,7</b>
Чистое принятие обязательств	млрд долл. США	-0,3	2,9	32,2	2,9	-35,9	-53,7	-14,5	-27,4	-10,8	11,6
Чистое приобретение финансовых активов, исключая резервные активы	млрд долл. США	18,7	12,7	36,3	29,1	42,6	24,5	27,7	11,3	7,6	17,3
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	млрд долл. США	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>
<b>Изменение резервных активов</b>	млрд долл. США	<b>3,7</b>	<b>8,5</b>	<b>29,6</b>	<b>21,7</b>	<b>-10,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-1,4</b>
<b>Платежный баланс<sup>2</sup></b>											
Цена нефти марки Urals	% г/г	23,1	126,5	64,7	76,2	48,6	17,8	3,6	-19,9	-45,0	-29,3
Курс к доллару США («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	% г/г	-11,1	-2,5	0,1	5,0	-12,3	12,4	23,7	16,5	16,5	-18,5
Экспорт товаров и услуг	% г/г	1,6	58,5	63,0	58,5	60,7	27,3	4,4	-9,1	-32,1	-32,0
Импорт товаров и услуг	% г/г	4,6	40,9	32,5	23,0	10,3	-23,3	-11,8	-6,3	5,0	33,0

<sup>1</sup> Оценка.<sup>2</sup> В знаках РГББ.



# ГЛОССАРИЙ

## **БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ**

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

## **ДЕНЕЖНАЯ БАЗА**

Сумма отдельных компонентов наличных денег и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. Денежная база в узком определении включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. Широкая денежная база включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

## **ДЕНЕЖНАЯ МАССА**

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (M0, M1, M2, широкая денежная масса).

## **ДЕНЕЖНАЯ МАССА В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ (ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ M2)**

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых, кроме кредитных, организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных депозитов и иных привлеченных на срок средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

## **ДЕФЛЯЦИЯ**

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

## **ДОЛЛАРИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)**

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

## **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.

## **ИНДЕКСЫ MSCI**

Группа индексов, рассчитываемых Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются индексы по отдельным странам (в том числе России), глобальные индексы (по различным регионам, по развитым странам и странам с формирующимися рынками) и «мировой» индекс.

## **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.

## **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.

## **ОБЛИГАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ЗАЙМА**

Государственные внутренние ценные бумаги, эмитируемые Минфином России в рамках программы заимствований в целях финансирования дефицита федерального бюджета.

## **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.

## **ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

## **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.

## **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).

## **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.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

**БИПЦ** – базовый индекс потребительских цен

**б.п.** – базисный пункт (0,01 процентного пункта)

**ВВП** – валовой внутренний продукт

**ВНОК** – валовое накопление основного капитала

**ДКУ** – денежно-кредитные условия

**ДоДКП** – Доклад о денежно-кредитной политике (2/22 – № 2, 2022 г.; 2/23 – № 2, 2023 г.; 3/23 – № 3, 2023 г.)

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»

**ИВП** – исключая валютную переоценку

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**КОБР** – купонные облигации Банка России

**МБК** – межбанковские кредиты

**мбс** – млн баррелей в сутки

**МОС** – материальные оборотные средства

**ОБР** – облигации Банка России

**ОПЕК** – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

**ОР** – обязательные резервы

**ОФЗ** – облигации федерального займа

**п.п.** – процентный пункт

**РПББ** – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом

**СПГ** – сжиженный природный газ

**Спред IG** – спред облигаций корпоративных эмитентов, имеющих инвестиционный рейтинг («BBB»), к кривой государственных облигаций в США

**Спред HY** – спред облигаций корпоративных эмитентов, имеющих рейтинг ниже инвестиционного («BB» и ниже), к кривой государственных облигаций в США

**СФР** – страны с формирующимися рынками

**ФК** – Федеральное казначейство

**ФНБ** – Фонд национального благосостояния

**ФРС США** – Федеральная резервная система США

**ЦВЕ** – Центральная и Восточная Европа

**PMI** – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)

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

**SA** – с исключением сезонности

