



Банк России



ФЕВРАЛЬ 2022

ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ

21 февраля 2022

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 10.02.2022.

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.

Материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефоны: +7 (495) 771-46-74, +7 (495) 771-59-08

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ	2
КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА	6
1. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ И ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА	7
Рост в мировой экономике в 2022 году замедлится	7
Глобальная инфляция носит все более устойчивый характер.....	8
Ограничения на стороне предложения не ослабевают	9
Цены сырьевых товаров остаются гораздо выше уровней 2019 года	10
Росту цен на нефть способствует сохранение дефицита на рынке	11
Центральные банки ускоряют ужесточение ДКП.....	11
Мировые финансовые условия, несмотря на сохраняющуюся мягкость, стали более жесткими.....	12
2. ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ И КРАТКОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ	14
Доходности на российском финансовом рынке заметно выросли в конце 2021 года.....	14
Приток средств на депозиты продолжил ускоряться на фоне роста ставок.....	15
Активность на кредитном рынке остается высокой, но пик мягкости денежно-кредитных условий пройден.....	15
Потребительская активность, после замедления на фоне ограничений, в декабре продолжила расти	17
Инвестиционная активность в IV квартале 2021 года выросла.....	18
Безработица остается на историческом минимуме, рост реальных заработных плат ускорился.....	19
Статистика производственной активности показывает высокий рост в IV квартале 2021 года	21
Краткосрочный прогноз ВВП на I квартал 2022 года повышен до 5,5% в годовом выражении.....	21
Рост цен оказался выше октябрьского прогноза Банка России, инфляционные ожидания остаются вблизи многолетних максимумов	23
Прогноз инфляции на I квартал 2022 года повышен до 8,5% в годовом выражении.....	25
3. СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ	26
Среднесрочный прогноз основных макроэкономических показателей.....	27
Прогноз платежного баланса.....	29
Основные риски для базового сценария	30
ПРИЛОЖЕНИЕ	32
Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики.....	32

ВРЕЗКИ	36
Неизменная ключевая ставка в течение 2021 года: контрфактический анализ.....	36
Ускорение инфляции в 2021 году в России: роль внутреннего спроса	38
Оценка жесткости денежно-кредитных условий	40
СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ	42
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ	43
ГЛОССАРИЙ	49
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	53

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ 11 ФЕВРАЛЯ 2022 ГОДА



Добрый день! Сегодня мы приняли решение повысить ключевую ставку на 100 базисных пунктов, до 9,50% годовых.

В его основе лежит существенный пересмотр видения экономической ситуации и ее перспектив. Вопреки нашим ожиданиям, перелома в динамике инфляции на сегодняшний день не произошло. Более того, ее устойчивые компоненты даже усилились. Основная причина – нарастающие дисбалансы в экономике.

В результате требуется более жесткая денежно-кредитная политика, чем мы предполагали раньше. При этом возвращение годовой инфляции к целевым 4% мы ожидаем теперь только в середине следующего года.

При принятии решения мы, как обычно, рассматривали баланс рисков для экономики и инфляции.

***Начну с экономики**, которая не просто отыграла потери периода пандемии, но и значимо превысила траекторию сбалансированного роста. Мы видим уверенное повышение потребительской и деловой активности. Чистая прибыль российских компаний – почти вдвое выше, чем до пандемии. Безработица обновила исторический минимум. Это впечатляющие результаты, если бы не одно «но» – высокая инфляция.*

Наблюдаемые темпы роста экономики в нынешних условиях ошибочно считать устойчивыми и сбалансированными. И высокая инфляция – это индикатор нарастающего перегрева экономики. Если не принимать мер по возвращению экономики на траекторию сбалансированного роста, ее перегрев будет усиливаться и приведет к неконтролируемому разгону инфляции и последующему замедлению роста экономики вплоть до рецессии. Высокая инфляция сводит на нет все преимущества экономического роста для людей, угрожая их реальным доходам и сбережениям, тем самым снижая уровень жизни.

Перегрев экономики – это следствие усиливающегося дисбаланса между спросом и предложением. Многие заметили, как выросли в последнее время цены на рынках жилья, автотранспорта, внутреннего туризма. Эти рынки – наиболее яркие примеры того, к чему приводит рост спроса сверх возможностей расширения предложения.

Нехватка комплектующих и узкие места в логистике стали серьезным вызовом для предприятий в период пандемии. Компании постепенно решают эти проблемы, но на их полное устранение уйдет не меньше года.

Все более серьезным ограничением для наращивания выпуска становится нехватка рабочей силы. Безработица сегодня как никогда низкая, и компаниям будет сложно набрать новых работников при расширении производства. На наш взгляд, это более значительный и долгоиграющий вызов для роста предложения, чем затянувшиеся, но все же временные трудности с логистикой.

В этих условиях раздача дешевых кредитов не сможет быстро расширить выпуск. Но продолжит подстегивать спрос. Денежно-кредитная политика может и должна сыграть возложенную на нее контрциклическую роль. Чтобы обезопасить реальные доходы и сбережения граждан от обесценения и создать условия для более здорового и устойчивого роста экономики, мы должны убрать перегретый, избыточный спрос. Избыточный спрос – это рост спроса, который означает не рост потребления, а рост цен. Именно поэтому мы продолжаем цикл повышения ключевой ставки.

По нашему прогнозу, с учетом проводимой политики, ВВП в этом году вырастет на 2–3%. В следующем году рост составит 1,5–2,5%, а к концу прогнозного горизонта вернется к 2–3%, что мы рассматриваем как устойчивый темп.

Теперь об инфляции. *За прошлый год цены выросли вдвое выше нашей цели по инфляции. В январе годовая инфляция увеличилась еще.*

Временные проинфляционные факторы на стороне предложения на поверку оказались более длительными. Международная логистика уже два года продолжает оставаться узким местом для многих импортируемых товаров. В условиях ограничений на зарубежные поездки продолжают дорожать услуги внутреннего туризма.

Фактически временные факторы дали эффект устойчивых, что существенно повлияло на инфляционные ожидания населения и бизнеса. В последние месяцы они достигли максимумов с начала 2016 года.

Появилось даже мнение, что повышение ключевой ставки никак не сдерживает рост цен. На самом деле, если бы мы не начали повышать ставку весной прошлого года, инфляция сегодня сложилась бы гораздо выше 10%. Наша ставка это предотвратила. Но фактическое давление проинфляционных факторов оказалось гораздо сильнее, чем можно было бы предположить.

С учетом усилившегося инфляционного давления и переоценки длительности временных факторов мы повысили и расширили диапазон прогноза инфляции до 5–6% в этом году. Мы ожидаем, что с учетом наших действий годовая инфляция вернется к 4% в середине 2023 года.

Теперь о денежно-кредитных условиях. *Их подстройка к повышению ключевой ставки происходит медленнее, чем мы ожидали. Из-за роста инфляции и инфляционных ожиданий мы только сейчас перешли от мягких условий к нейтральным. Сегодняшнее решение будет способствовать переходу денежно-кредитных условий в область жестких.*

Это позволит ограничить рост долгосрочных кредитных ставок, которые сильно зависят от ожидаемой в будущем инфляции, от инфляционной премии.

Чем более низкая ожидаемая инфляция будет заложена в эти ставки, тем более доступными будут долгосрочные кредиты.

Темпы роста кредитования перестали ускоряться, но этого пока недостаточно для ощутимого влияния на инфляцию. Кроме того, значимый вклад в рост кредитования вносят ссуды по сниженным ставкам, по разнообразным льготным программам. Их условия малочувствительны к денежно-кредитной политике. Напротив, чем выше инфляция, тем более привлекательными становятся эти программы для заемщиков. За последние два года, по нашим оценкам, доля таких ссуд в общем банковском портфеле как минимум удвоилась и сейчас составляет около 10%. Поскольку спрос на такие кредиты слабо зависит от ключевой ставки, нам необходимо поддерживать более жесткие условия для всех остальных заемщиков, которых большинство.

Рост ключевой ставки чуть более активно отражается на динамике депозитов, чем кредитов. С середины прошлого года склонность населения к сбережению несколько повысилась, но процесс пока идет медленно. Это связано в основном с одновременным ростом инфляционных ожиданий. Но также и с тем, что темп роста депозитных ставок очень неоднороден по банковскому сектору. Соответственно, чтобы добиться требуемого роста средних депозитных ставок, нам и тут требуется более значительное повышение ключевой ставки.

Что касается рисков, то проинфляционные преобладают и даже усилились.

Во-первых, проблемы на стороне производства и логистики могут сохраняться дольше. В период пандемии ограничительные меры и структурные изменения в производственных цепочках привели к временному, но значительному росту издержек компаний. Этот так называемый шок издержек будет постепенно разворачиваться вспять, внося дезинфляционный вклад. В октябрьском прогнозе мы предполагали, что в 2022 году исчерпается влияние 40% накопившихся с начала пандемии временных факторов. В сегодняшнем прогнозе мы понизили оценку этой доли до 20%. И есть вероятность, что этот процесс будет происходить медленнее или значимого разворота не произойдет вовсе. Это серьезный проинфляционный риск.

Во-вторых, из-за высокой инфляции центральные банки многих стран ускорят ужесточение денежно-кредитной политики. На среднесрочном горизонте это снизит инфляцию в мире, но краткосрочно может стать проинфляционным фактором для стран с развивающимися рынками. Со стороны внешних условий также существует вероятность продолжения роста цен на сырье и энергоносители, ряд других товаров, включая продовольствие. Выросли и риски со стороны геополитики. Купирование всех этих внешних рисков при прочих равных может потребовать большей реакции денежно-кредитной политики Банка России.

И в-третьих, фактор, который нас очень беспокоит, – это состояние рынка труда, который становится все более дефицитным. Компании будут вынуждены острее конкурировать за трудовые ресурсы. Это ограничивает скорость и в целом способность предложения быстро подстраиваться к возросшему спросу. А рост издержек на труд без соответствующего роста производительности труда давит на цены.

Дезинфляционные риски на прогнозном горизонте выражены слабо.

Теперь о наших будущих решениях.

Напомню: мы прогнозируем инфляцию в 5–6% в этом году и ее возвращение к цели в середине следующего года. Сразу подчеркну: это ни в коем случае не означает, что мы меньше привержены своей цели. Можем ли мы обеспечить инфляцию в 4% к концу этого года? Без рецессии – нет. Для этого нам пришлось бы пойти на шоковое повышение ставки, которое создало бы угрозы как для устойчивости экономического роста, так и, возможно, финансовой стабильности. И это означало бы перелет инфляции гораздо ниже цели в следующем году. Сбалансированное решение – это постепенная дезинфляция, которая вернет инфляцию к цели, не создавая рисков для устойчивого экономического роста.

По нашим оценкам, сбалансированная денежно-кредитная политика предполагает диапазон средней ключевой ставки в 9–11% годовых в этом году, 7,5–9% – в следующем и 5–6% – в 2024 году.

Этот прогноз пока не позволяет говорить о том, что цикл повышения ставки завершен. Мы допускаем возможность ее дальнейшего повышения на ближайших заседаниях. При этом в фокусе нашего внимания будет скорость замедления устойчивых компонентов инфляции. Последующая нормализация денежно-кредитной политики в значительной мере будет определяться скоростью снижения инфляционных ожиданий и ослабления проинфляционных факторов со стороны предложения. Мы будем действовать исходя из поступающей информации, но на сегодняшний день склонны полагать, что снижение ставки будет происходить медленнее и дольше, чем ее повышение в течение последнего года.

Спасибо за внимание.

Председатель Банка России

Э.С. Набиуллина

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

Внешние условия

- Восстановление в мировой экономике завершается, темпы роста замедляются. При отсутствии новых штаммов влияние пандемии COVID-19 на экономическую активность будет все больше ослабевать.
- Нормализация ситуации в логистике произойдет не ранее второго полугодия 2022 года.
- Инфляционное давление в мире становится все более устойчивым, что приведет к ускоренной нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах: ставка ФРС США достигнет 2,5% к концу 2023 г., депозитная ставка ЕЦБ – 0% к середине 2024 года.
- Рост волатильности на финансовых рынках в связи с ужесточением денежно-кредитной политики развитых стран и усилением геополитического напряжения будет обуславливать повышенный уровень VIX, а также риск-премии для СФР и России в 2022–2023 годах.
- Долгосрочная равновесная цена на нефть марки Urals – с учетом накопленной инфляции – повышена с 50 до 55 долл. США за баррель. При этом в 2022, 2023 и 2024 гг. цена на нефть прогнозируется на уровнях 70, 65 и 60 долл. США за баррель соответственно.

Российская экономика

- Влияние издержек, сформировавшихся в 2021 г., постепенно будет снижаться за счет компенсирующих тенденций на мировых рынках. В то же время это снижение реализуется не более чем для 20% объема накопленных издержек. Устойчивые факторы, определяющие повышенные темпы роста цен, будут угасать медленно – с учетом инерционности в производственном и коммерческом планировании.
- Потенциальные темпы роста ВВП России составляют 2–3% в год и предполагают реализацию Правительством Российской Федерации мер по преодолению структурных ограничений российской экономики, в том числе в рамках утвержденных национальных проектов.
- Долгосрочная реальная нейтральная процентная ставка оценивается на уровне 1–2% годовых – это соответствует номинальной нейтральной процентной ставке 5–6% годовых при целевом значении годовой инфляции 4%¹.
- Бюджетная политика реализуется в соответствии с Основными направлениями бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2022–2024 годы. Нормализация бюджетной политики после кризиса, вызванного пандемией, предполагает возвращение расходов к параметрам бюджетного правила начиная с 2022 года.
- Решение об инвестировании ликвидной части средств ФНБ, принятое Правительством Российской Федерации (финансирование проекта в Усть-Луге в объеме 0,9 трлн руб., других проектов – в объеме 1,6 трлн руб.), будет способствовать ускорению темпов роста ВНОК. При этом предполагается, что финансирование проекта в Усть-Луге в значительной степени будет направлено на закупку импортного оборудования.

¹ См. [Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов](#).

1. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ И ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

ОСНОВНЫЕ ВНЕШНИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ БАНКА РОССИИ

Табл. 1

	2021	2022*	2023*	2024*
ВВП, мир, % г/г	5,9	4,3	3,3	3,4
ВВП, США, % г/г	5,7	4,0	1,8	1,8
ВВП, еврозона, % г/г	5,2	3,8	1,2	1,1
ВВП, Китай, % г/г	8,1	5,0	5,1	5,3
Инфляция, США, Core PCE, % г/г	4,8	3,1	2,1	2,0
Инфляция, еврозона, Core HICP, % г/г	2,6	2,2	2,0	1,9
Ставка ФРС США, %, в среднем за год	0,13	0,53	1,90	2,50
Ставка ЕЦБ (депозитная), %, в среднем за год	-0,50	-0,50	-0,43	-0,10
Цена на нефть марки Urals, долл. США за баррель, в среднем за год	69	70	65	60

* Прогноз.

Источник: Банк России.

РОСТ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ В 2022 ГОДУ ЗАМЕДЛИТСЯ

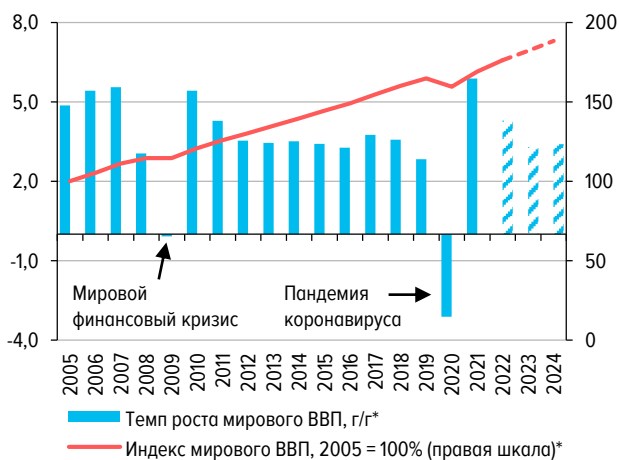
В 2021 г. экономическая активность в мире нарастала, восстанавливаясь после глубокого спада годом ранее. Но поскольку пандемия COVID-19 продолжается, это восстановление остается неравномерным. После активного роста выше ожиданий в первой половине 2021 г., во второй половине года темп роста многих экономик замедлился. Распространение штамма дельта и возобновление противоэпидемических ограничений сдерживало экономики ряда стран в III квартале 2021 года. А после ускорения в конце 2021 г. и в начале 2022 г. умеренно негативное влияние на экономическую активность в мире стал оказывать штамм омикрон. Сводный индекс PMI для развитых стран после максимума, зафиксированного в середине года, в октябре – декабре оставался практически без изменений – вблизи значения 55 п., а в январе 2022 г. заметно снизился – до отметки 51 пункт. Для СФР индекс в октябре – декабре колебался вблизи значения 53 п. и в январе 2022 г. также снизился. Тем не менее рост деловой активности в последнем квартале прошлого года был устойчивым.

Несмотря на вынужденное замедление экономической активности, во многих крупных экономиках восстановительная фаза цикла либо уже завершилась, либо завершится в этом году. Безработица в странах «Группы двадцати» по большей части находится вблизи или ниже медианных значений последних 10 лет. При этом центральные банки развитых стран отмечают, что состояние их рынка труда все больше демонстрирует признаки перегрева, большинство развитых стран уже вернулись на допандемические уровни выпуска, а некоторые – и к допандемическому тренду. Среди СФР картина более разнородная – во многих из них ВВП пока еще заметно ниже уровня 2019 года.

В 2022 г. мировая экономика замедлится по мере возвращения к долгосрочному тренду. В то же время, вероятно, полного возвращения к допандемическому уровню в этом году не произойдет – например, отрасли, связанные с авиаперевозками и гостинично-ресторанным бизнесом, не смогут полностью восстановиться вследствие перехода различных деловых мероприятий в онлайн-формат. Банк России ожидает замедления роста мирового ВВП с 5,9% в 2022 г. до 4,3% в 2023 г. и до 3,3% в 2024 году. Прогноз на 2022 г. несколько ниже прогноза в [ДодКП 4/21](#), но близок к обновленным прогнозам международных организаций (МВФ – 4,4%,

МИРОВОЙ ВВП

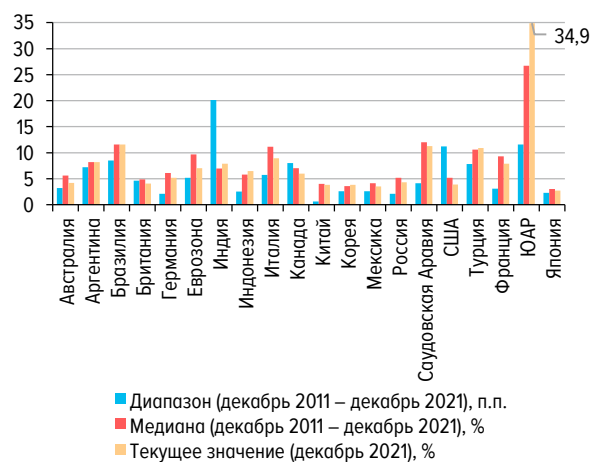
Рис. 1.1



* 2022–2024 гг. – прогноз Банка России.
Источники: МВФ, расчеты Банка России.

БЕЗРАБОТИЦА В СТРАНАХ «ГРУППЫ ДВАДЦАТИ»
ЗА ПОСЛЕДНИЕ 10 ЛЕТ

Рис. 1.2



Источник: Bloomberg.

Всемирный банк – 4,4%, ОЭСР – 4,5%). При этом ожидания Банка России по росту в 2023 г. более консервативные, чем у международных организаций (МВФ – 3,8%, Всемирный банк – 3,6%, ОЭСР – 3,2%). Более умеренные ожидания по росту мирового ВВП связаны:

- с повторным ухудшением эпидемической ситуации и влиянием распространения штамма омикрон на экономическую активность;
- с более быстрой нормализацией экономической политики, в частности денежно-кредитной политики крупнейших центральных банков и в первую очередь ФРС США;
- с более значительным замедлением роста в Китае вследствие сжатия строительного сектора, значительными структурными изменениями в таких отраслях, как информационные технологии и образование, и сохранением политики «нулевого распространения COVID-19» («zero COVID-19» policy).

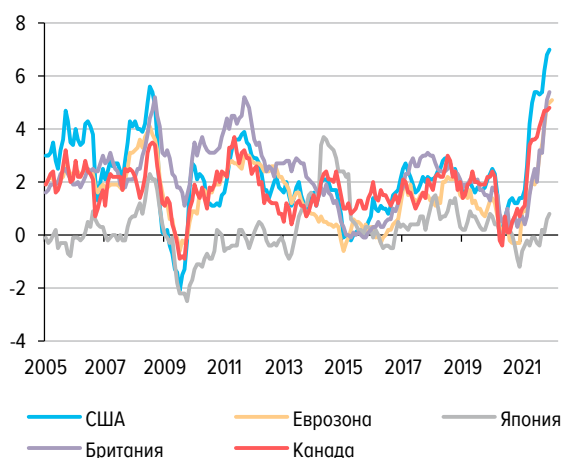
ГЛОБАЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ НОСИТ ВСЕ БОЛЕЕ УСТОЙЧИВЫЙ ХАРАКТЕР

Инфляция в большинстве стран остается выше цели, а во многих случаях – на максимальных уровнях за несколько десятилетий. Появляется все больше свидетельств того, что повышение цен носит устойчивый характер. Высокие темпы роста цен затрагивают не только отдельные группы, но и распространяются на более широкий перечень товаров. Так, усеченные оценки ФРБ Кливленда и Далласа по инфляции в США выросли с 3,5 и 2,3% в сентябре до 4,8 и 2,8% в декабре соответственно. Трендовая инфляция в США, рассчитываемая ФРБ Нью-Йорка, находится на максимуме с момента начала расчетов в 2000 г. – в декабре 2021 г. значение составило 4,8% после 4,4% в октябре¹.

¹ [Усеченная \(очищенная\) оценка инфляции Core PCE ФРБ Далласа отсекает 24% значений категорий товаров снизу и 31% значений сверху. Усеченная \(очищенная\) оценка инфляции CPI ФРБ Кливленда отсекает 16% значений снизу и 16% значений сверху. Каждый месяц отсекается процент категорий товаров с наибольшим и наименьшим изменениями цен. Из месяца в месяц могут быть усечены разные категории товаров в зависимости от того, какое изменение цен у них произошло. Трендовая инфляция в США, рассчитываемая ФРБ Нью-Йорка, – это уровень инфляции, который, как ожидается, в конечном итоге будет преобладать при отсутствии экономических спадов, шоков предложения, разовых резких относительных изменений цен или иных шоков.](#)

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

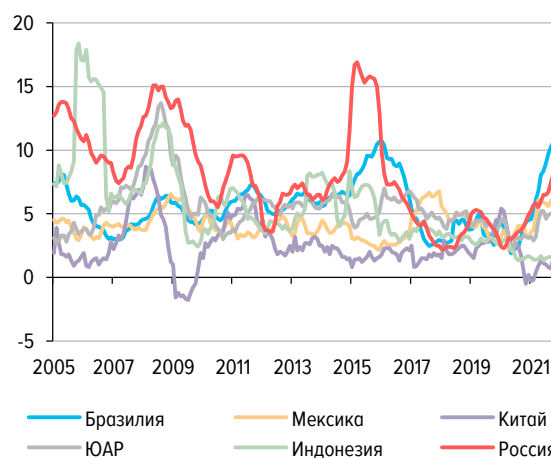
Рис. 1.3



Источник: Bloomberg.

ИНФЛЯЦИЯ В СФР
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 1.4



Источник: Bloomberg.

ОГРАНИЧЕНИЯ НА СТОРОНЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ НЕ ОСЛАБЕВАЮТ

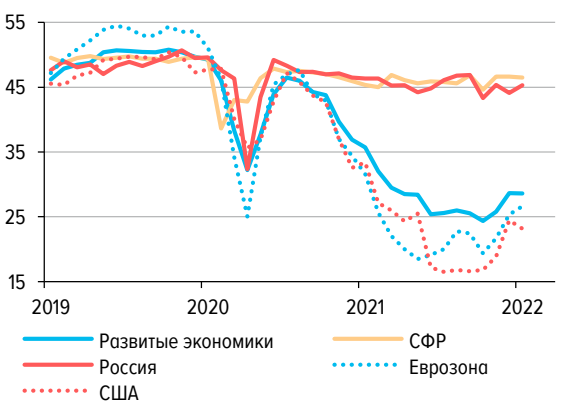
Восстановление в цепочках поставок, затруднения в которых являются одной из причин повышенного инфляционного давления по всему миру, замедлилось на фоне распространения штамма омикрон. Высокая заразность штамма уже привела к повторному ужесточению противоэпидемических ограничений в ряде стран. Особенно жесткие ограничения введены в Китае. Это в свою очередь вызывает дополнительные шоки предложения, которые сдвигают сроки ослабления проинфляционного действия факторов на стороне предложения.

Значения индекса PMI Suppliers' Delivery Times для развитых стран остаются вблизи исторических минимумов. Рассчитываемый ФРБ Нью-Йорка сводный индекс Global Supply Chain Pressure Index (включает индексы Baltic Dry, контейнерных и авиаперевозок и ряд субиндексов PMI Manufacturing) также указывает на то, что ситуация в логистике остается напряженной. Субиндексы PMI Manufacturing Backlogs of Work («Незавершенное производство») и Stocks of Purchases («Запасы сырья и материалов») все еще находятся заметно выше отметки 50 пунктов.

По оценкам Банка России, нормализацию ситуации в мировой логистике теперь можно ожидать не ранее второго полугодия 2022 г., то есть как минимум на квартал позже по сравнению с ожиданиями в конце 2021 года.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI SUPPLIERS' DELIVERY TIMES
(пунктов)

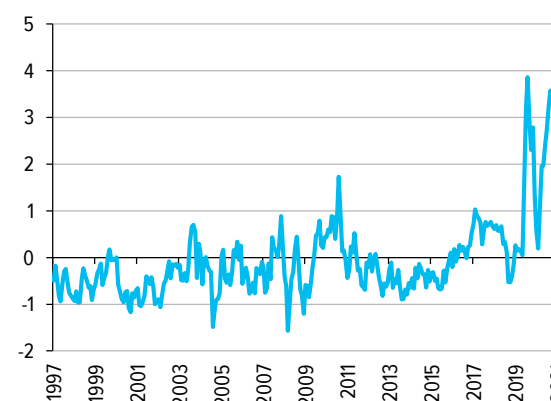
Рис. 1.5



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ФРБ НЬЮ-ЙОРКА GLOBAL SUPPLY CHAIN PRESSURE INDEX
(пунктов)

Рис. 1.6

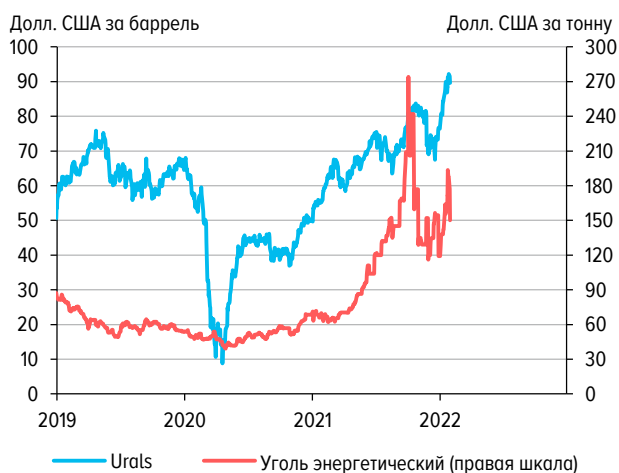


Источник: Bloomberg.

ЦЕНЫ СЫРЬЕВЫХ ТОВАРОВ ОСТАЮТСЯ ГОРАЗДО ВЫШЕ УРОВНЕЙ 2019 ГОДА

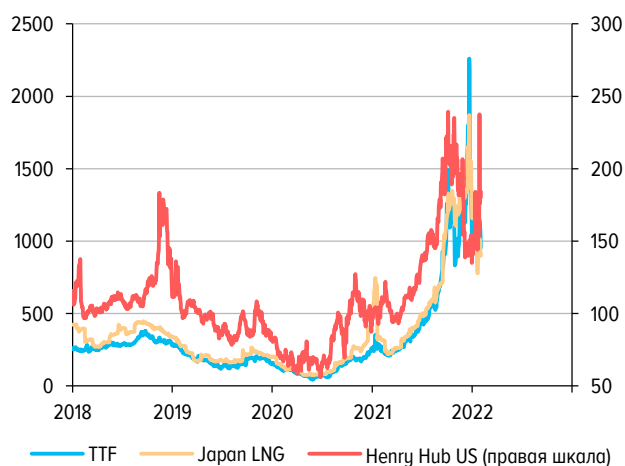
На товарных рынках ценовое давление остается значительным. За период, прошедший после публикации ДоДКП 4/21, цены на нефть и природный газ опять выросли до новых циклических максимумов. Цены на металлы и продовольственные товары менялись разнонаправленно, но в целом также несколько увеличились. Цены на удобрения достигли рекордных уровней, создавая риски для повышения цен на продовольствие в дальнейшем. Индекс цен ФАО остается на повышенном уровне, цены на широкий круг ресурсов (алюминий, железная руда, уголь, древесина) возобновили рост после снижения в конце 2021 года. Субиндекс Global PMI Manufacturing Output Prices («Закупочные цены») остается вблизи максимальных уровней. Позитивную конъюнктуру на рынках поддерживают высказываемые мнения, что штамм омикрон сможет обеспечить требуемый уровень коллективного иммунитета, после чего темпы распространения коронавируса начнут падать.

ДИНАМИКА ЦЕН НА НЕФТЬ И ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ
УГОЛЬ *Рис. 1.7*



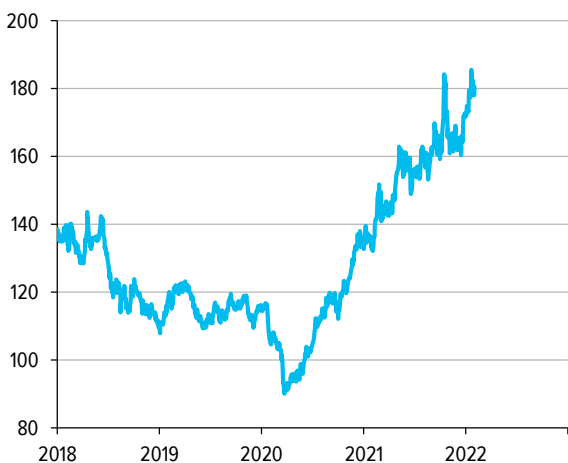
Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ЦЕН НА ПРИРОДНЫЙ ГАЗ
(долл. США за 1 тыс. куб. м) *Рис. 1.8*



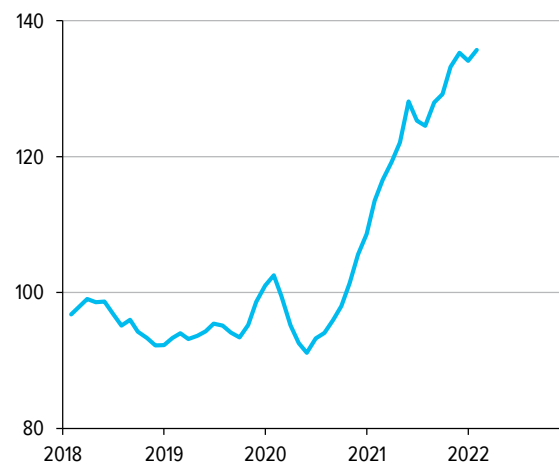
Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ЦЕН НА ПРОМЫШЛЕННЫЕ
МЕТАЛЛЫ (ВСОМІN) *Рис. 1.9*
(пунктов)



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ЦЕН
НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ (ФАО)
(пунктов) *Рис. 1.10*



Источник: Bloomberg.

РОСТУ ЦЕН НА НЕФТЬ СПОСОБСТВУЕТ СОХРАНЕНИЕ ДЕФИЦИТА НА РЫНКЕ

За январь средняя цена на нефть марки Urals составила 86 долл. США за баррель, за ноябрь – январь: 79 долл. США за баррель. Предыдущий раз средние за месяц уровни выше 80 долл. США за баррель наблюдались в 2010–2014 годах.

В числе основных причин текущей динамики:

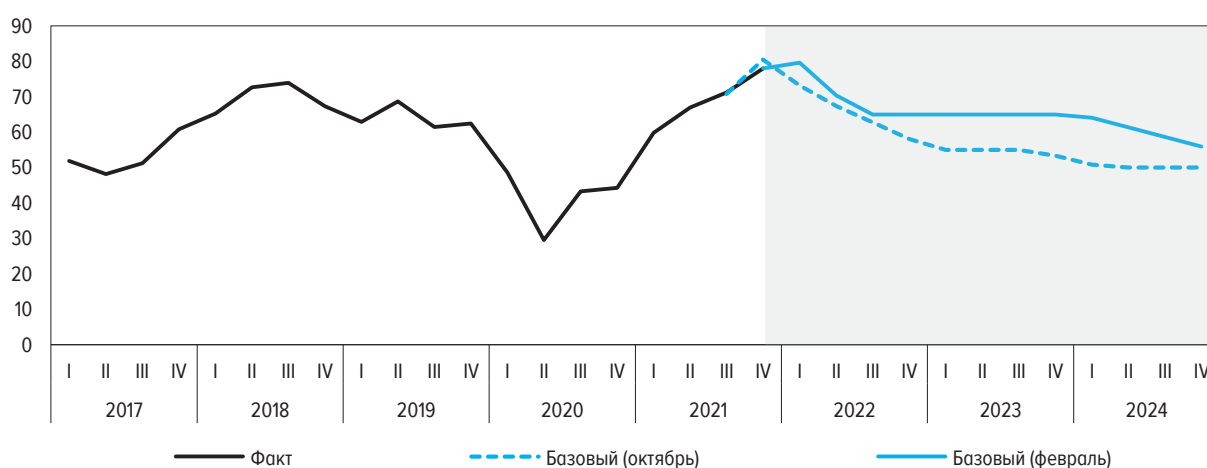
- перебои с поставками в ряде стран (Ливия, Казахстан, Ирак);
- рост геополитической напряженности в Восточной Европе и ОАЭ;
- более медленное, чем ожидалось, фактическое наращивание добычи странами ОПЕК+, а также добычи вне ОПЕК, в частности добычи сланцевой нефти в США в условиях более строгой финансовой дисциплины компаний.

При этом в декабре – начале января продолжилось активное сокращение запасов нефти в США – как в абсолютном выражении, так и в сравнении со средними уровнями за предыдущие пять лет. Относительные запасы нефти и нефтепродуктов в США в начале февраля снизились ниже минимального уровня за последние 20 лет. Все это указывает на то, что текущее превышение спроса над предложением оказалось более значительным, чем предполагалось ранее.

Учитывая ситуацию с запасами и более медленное наращивание добычи нефти, Банк России в своем прогнозе исходит из сохранения цены на нефть выше долгосрочного равновесного уровня в ближайшие три года: 70 долл. США за баррель в 2022 г., 65 долл. США за баррель в 2023 г. и 60 долл. США за баррель в 2024 г. (повышение на 10–15 долл. США за баррель по сравнению с прогнозом в ДоДКП 4/21). На более длительном горизонте Банк России предполагает снижение цены на нефть до равновесного значения 55 долл. США за баррель, в том числе вследствие влияния на потребление нефти политики, связанной с климатическими изменениями.

ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(долл. США за баррель)

Рис. 1.11



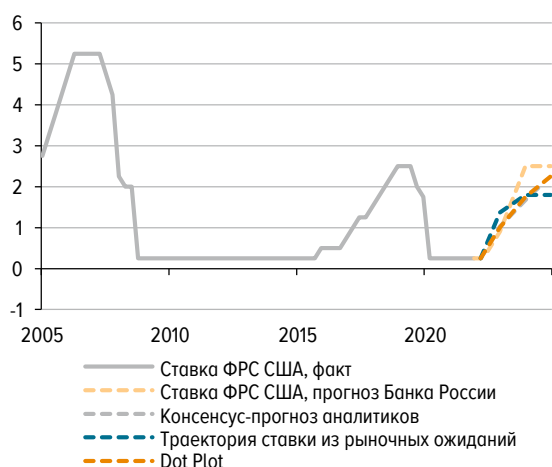
Примечание. Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цены марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу).
Источник: расчеты Банка России.

ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ УСКОРЯЮТ УЖЕСТОЧЕНИЕ ДКП

В условиях сохраняющейся высокой инфляции все больше стран объявляют о переходе к нормализации денежно-кредитной политики. В период после публикации ДоДКП 4/21 активные действия по нормализации денежно-кредитной политики предпринимали центральные банки развитых стран.

СТАВКА ФРС США
(%)

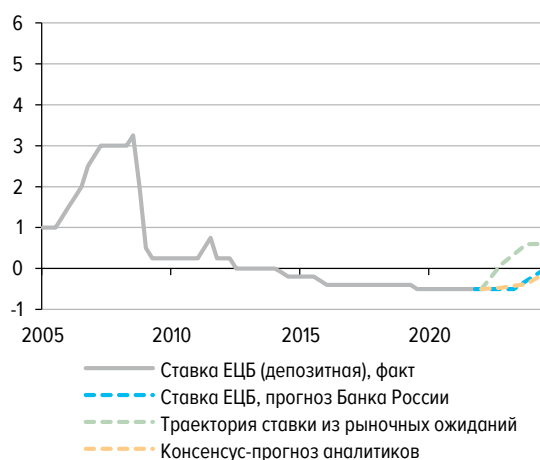
Рис. 1.12



Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

СТАВКА ЕЦБ
(%)

Рис. 1.13



Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

По оценкам Банка России, реагируя на повышенное устойчивое инфляционное давление, ФРС США перейдет к более активной нормализации политики, и уже к концу 2023 г. ставка по федеральным фондам достигнет 2,50%. Банк России также предполагает, что ФРС США, после начала цикла повышения ставки в марте, перейдет к сокращению баланса в июле – сентябре 2022 года. В первую очередь оно будет осуществляться за счет прекращения реинвестирования погашаемых бумаг, а не продажи активов.

Скорость нормализации денежно-кредитной политики в еврозоне также будет более быстрой по сравнению с ожидавшейся ранее – вместо неизменной ставки до конца прогнозного горизонта суммарное повышение ставки к концу прогнозного горизонта составит 0,6 процентного пункта. ЕЦБ сокращает объемы покупки активов в рамках программы PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) в I квартале 2022 г. и завершает ее в марте 2022 года. В то же время программа APP (Asset Purchase Programme), действующая с 2014 г., будет продолжаться до тех пор, пока инфляция не вернется к целевому значению (в отличие от PEPP, которая должна была вернуть инфляцию на допандемический уровень).

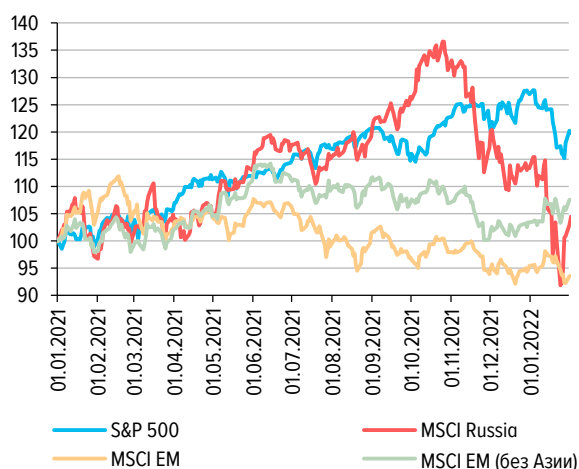
Среди остальных развитых стран участники рынка ожидают серию повышений ставок Банка Англии, повышение ставки и начало сокращения баланса Банка Канады. Среди СФР с конца декабря на фоне высокой инфляции повышались ставки в ряде экономик стран Латинской Америки, а также Центральной и Восточной Европы (в частности, в Мексике, Бразилии, Венгрии, Чили). В странах Азии (Индонезия, Таиланд, Филиппины, Китай) инфляционное давление пока остается невысоким, что позволяет центральным банкам сохранять мягкую денежно-кредитную политику.

МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ УСЛОВИЯ, НЕСМОТЯ НА СОХРАНЯЮЩУЮСЯ МЯГКОСТЬ, СТАЛИ БОЛЕЕ ЖЕСТКИМИ

Несмотря на то что финансовые условия на мировых рынках все еще остаются мягкими, ожидания ужесточения денежно-кредитной политики в большинстве стран в декабре – январе привели к более осторожной оценке рисков активов инвесторами, что проявилось в росте доходности облигаций, расширении кредитных спредов и снижении котировок акций. Доходность 2-летних казначейских облигаций США превысила 1% годовых, а 10-летних – приближалась к 1,9% годовых. В последний раз эти уровни наблюдались в начале 2020 г., до начала пандемии. В еврозоне, в частности в Германии, доходности государственных облигаций до-

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ АКЦИЙ
(изменение к 01.01.2021, %)

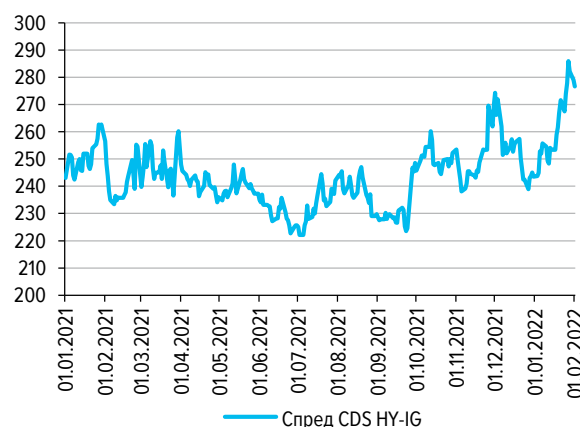
Рис. 1.14



Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

СПРЕД УРОВНЕЙ CDS ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ
INVESTMENT GRADE* И HIGH YIELD
(пунктов)

Рис. 1.15



* Investment grade – бумаги с инвестиционным кредитным рейтингом, high yield – бумаги со спекулятивным кредитным рейтингом.
Источник: Bloomberg.

стигли максимума с начала 2019 года. Кроме того, доходность 10-летних выпусков впервые за этот промежуток времени хоть и незначительно, но стала положительной (0,04% годовых).

Изменение ожиданий относительно скорости нормализации денежно-кредитной политики привело к росту неопределенности на рынке, что отразилось на расширении кредитных спредов и других показателях риска. Спред корпоративных облигаций США с инвестиционным рейтингом к государственным облигациям вырос на 10 б.п. (до 60 б.п.), а со спекулятивным рейтингом – на 30 б.п. (до 330–340 б.п.). Оба показателя находятся вблизи максимумов с конца 2020 года. Учитывая тенденции на финансовых рынках, Банк России в базовом прогнозе исходит из более высокой оценки финансовых рисков, отражаемых в показателях CDS, – как для СФР, так и для России. На повышение уровня CDS для России в базовом сценарии также повлияло усиление геополитической напряженности в конце 2021 года. С учетом консервативного подхода к оценке рисков Банк России в своем прогнозе исходит из предположения, что CDS для России будет оставаться на повышенном уровне до конца 2022 г., после чего начнется его плавное снижение.

На рынках акций в январе наблюдалась значительная коррекция. В некоторых странах она была наиболее существенной с момента обвала рынков в начале пандемии. Индекс S&P 500 в январе снизился на 9,8%, STOXX 600 – на 7,7%, а индексы СФР – в среднем на 5,1%. В конце января – начале февраля часть падения была отыграна рынками. В то же время траектория показателя VIX, отражающего волатильность на финансовых рынках, проходит заметно выше оценок конца 2021 года. Банк России ожидает, что волатильность на рынках будет сохраняться на фоне нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах, что в базовом прогнозе Банка России отражается в более высокой траектории показателя VIX.

2. ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ И КРАТКОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

КРАТКОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

Табл. 2

	2021				2022
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал
ВВП, % г/г	-0,7	10,5	4,3	5,0*	5,5**
Инфляция, % г/г	5,8	6,5	7,4	8,4	8,5**

* Оценка.

** Прогноз.

Источник: Банк России.

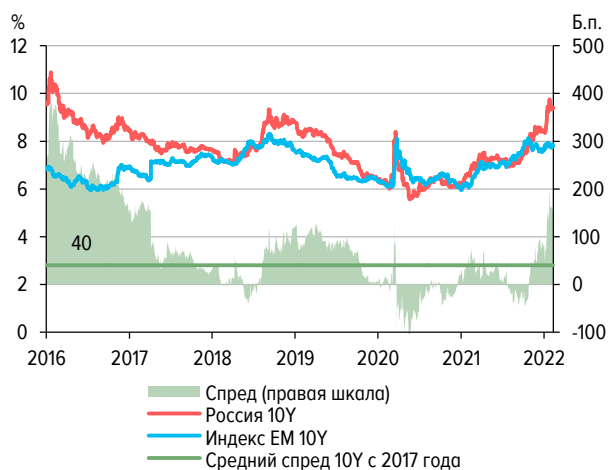
ДОХОДНОСТИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ ЗАМЕТНО ВЫРОСЛИ В КОНЦЕ 2021 ГОДА

В период после декабрьского заседания Совета директоров Банка России ставки кривой денежного рынка (процентный своп на ключевую ставку) и доходности кривой ОФЗ существенно выросли по всем срокам – рост ставок составил 0,4–1,3 процентного пункта. Рост отражает пересмотр рыночных ожиданий по ставке и увеличение геополитических рисков. По сравнению с другими СФР доходности государственных бумаг в России росли быстрее.

Для корпоративных заемщиков условия на финансовых рынках соразмерно ужесточились, ставки существенно выросли. При этом вплоть до декабря динамика спреда между корпоративными и государственными бумагами оставалась относительно стабильной – волатильность заметно увеличилась уже ближе к концу года на фоне роста страновой риск-премии.

СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ 10-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И СФР

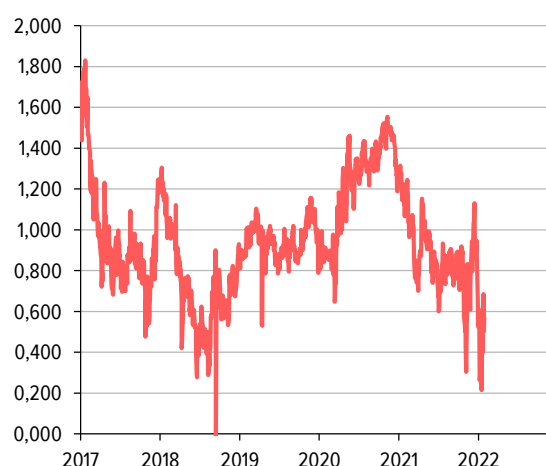
Рис. 2.1



Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ РОССИИ

Рис. 2.2



Источники: Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка России.

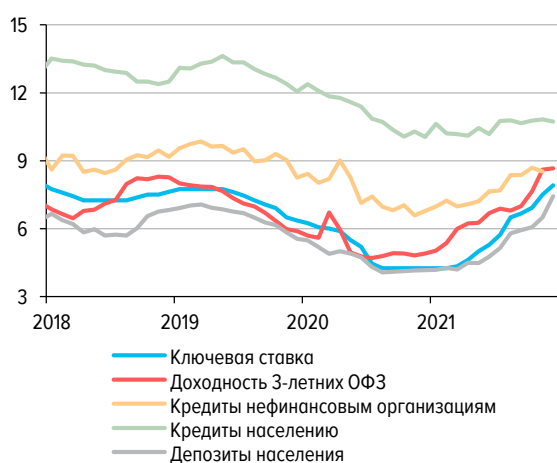
ПРИТОК СРЕДСТВ НА ДЕПОЗИТЫ ПРОДОЛЖИЛ УСКОРЯТЬСЯ НА ФОНЕ РОСТА СТАВОК

Повышение ключевой ставки и связанный с ним рост доходностей ОФЗ и долгосрочных ставок денежного рынка в последние месяцы 2021 г. по-прежнему способствовали повышению ставок по кредитным и депозитным операциям банков. В декабре среднерыночная ставка по долгосрочным депозитам населения превысила на 1,5 п.п. уровень конца III квартала 2021 года.

Рост депозитных ставок способствовал дальнейшему повышению привлекательности рублевых депозитов. Продолжается переток средств с текущих счетов на срочные депозиты, причем этот переток постепенно усиливается. Годовой прирост срочных рублевых депозитов, ставший отрицательным в середине 2020 г. в условиях неопределенности, связанной с пандемией COVID-19, к концу 2021 г. возвратился в область положительных значений. В валютном сегменте рынка отмечалось снижение привлекательности депозитов для розничных вкладчиков.

СТАВКИ ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ
ОПЕРАЦИЯМ РОССИЙСКИХ БАНКОВ
(% годовых)

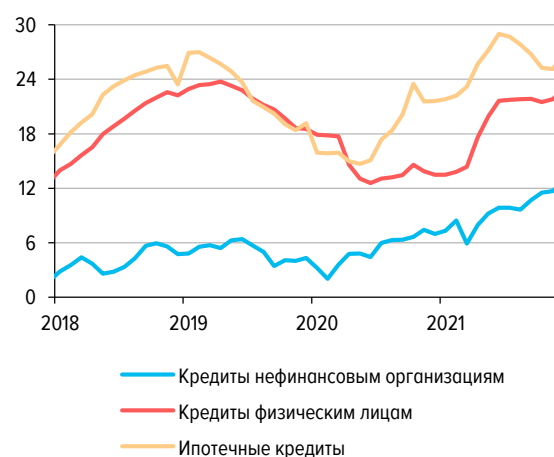
Рис. 2.3



Источник: Банк России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ
РОССИЙСКИХ БАНКОВ
(%)

Рис. 2.4



Источники: Банк России, расчеты Банка России.

АКТИВНОСТЬ НА КРЕДИТНОМ РЫНКЕ ОСТАЕТСЯ ВЫСОКОЙ, НО ПИК МЯГКОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ ПРОЙДЕН

На кредитном рынке в условиях широкого использования льготных программ и колебаний структуры рынка рост ставок был менее устойчивым: за октябрь – ноябрь среднерыночная ставка по долгосрочным рублевым кредитам, как в корпоративном, так и в розничном сегменте, повысилась лишь на 0,2 процентного пункта.

В условиях роста инфляции и инфляционных ожиданий при сравнительно слабом увеличении кредитных ставок активность участников кредитного рынка продолжила расти. На конец декабря годовой темп прироста кредитного портфеля и в розничном, и в корпоративном сегменте рынка достиг максимальных значений за 2021 год. Если на розничном кредитном рынке в последние месяцы наблюдались признаки некоторого замедления, то в корпоративном сегменте активность оставалась высокой. В корпоративном сегменте отмечалась девальютация операций: свыше 95% прироста портфеля корпоративных кредитов приходилось на рублевые сделки.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ
НАСЕЛЕНИЯ*

Рис. 2.5

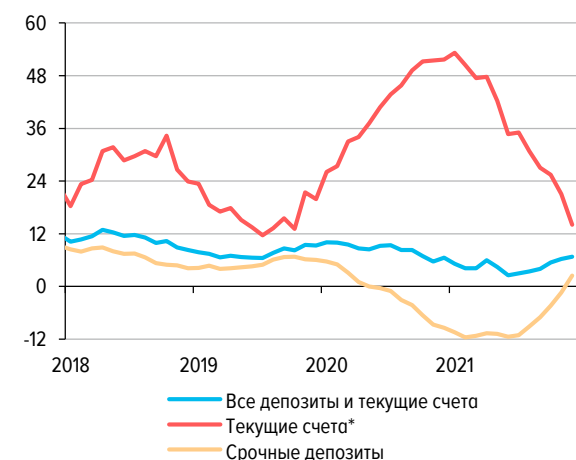
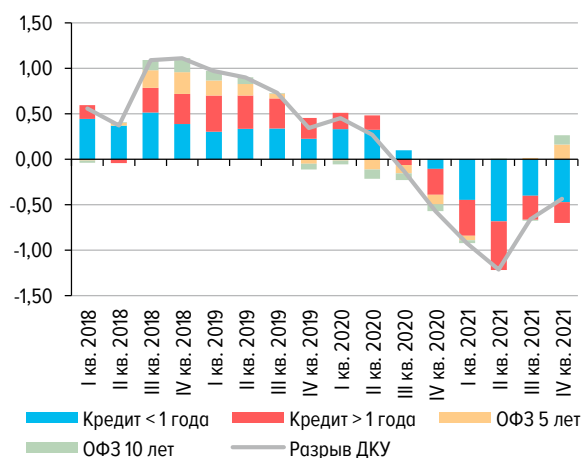
* Включая депозиты до востребования.
Источник: Банк России.РАЗРЫВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ
(п.п.)

Рис. 2.6



Источник: Банк России.

Продолжающийся рост кредитования в корпоративном сегменте связан не только с мягкими денежно-кредитными условиями, но и со структурными сдвигами в практике финансирования отдельных проектов. В частности, переход к механизму проектного финансирования застройщиков и рост спроса на недвижимость способствовали резкому ускорению кредитования строительной отрасли, обеспечившей почти половину увеличения годовых темпов прироста корпоративного портфеля. Кроме того, в последние годы устойчиво растет доля льготных кредитов. Ставки по таким кредитам слабо зависят от денежно-кредитной политики, а в долгосрочной перспективе снижают общую стоимость обслуживания корпоративных кредитов, смягчая денежно-кредитные условия (ДКУ).

Согласно оценкам Банка России, пик мягкости ДКУ был пройден в II квартале 2021 года. Для такой оценки Банк России использует показатель разрыва ДКУ¹, рассчитываемый как средневзвешенное отклонение реальных процентных ставок различной срочности от их равновесных уровней. Положительные значения разрыва ДКУ означают превышение реальными ставками равновесных значений в среднем на разных срочностях, то есть ДКУ являются жесткими и оказывают дезинфляционное влияние. Отрицательные значения означают, что ДКУ способствуют росту внутреннего спроса и повышению цен. Разрыв ДКУ перешел в область отрицательных значений («область мягкости») в середине 2020 г. и достиг минимального значения в II квартале 2021 г., после чего степень мягкости ДКУ начала уменьшаться. Однако даже в IV квартале 2021 г. ДКУ все еще оставались умеренно мягкими, что в том числе обуславливает высокую активность кредитного рынка. В начале января, по оценкам Банка России, ДКУ перешли в область нейтральности. Рост фактической инфляции и высокие инфляционные ожидания в настоящий момент сдерживают их переход в область жестких значений.

Несмотря на противоэпидемические ограничения, введенные во второй половине октября, экономика в IV квартале 2021 г. активно росла. Появились признаки отклонения от траектории сбалансированного роста, что связано с опережающим ростом спроса по сравнению с возможностями расширения предложения².

¹ См. врезку «Оценка жесткости денежно-кредитных условий».

² См. врезку «Ускорение инфляции в 2021 году в России: роль внутреннего спроса».

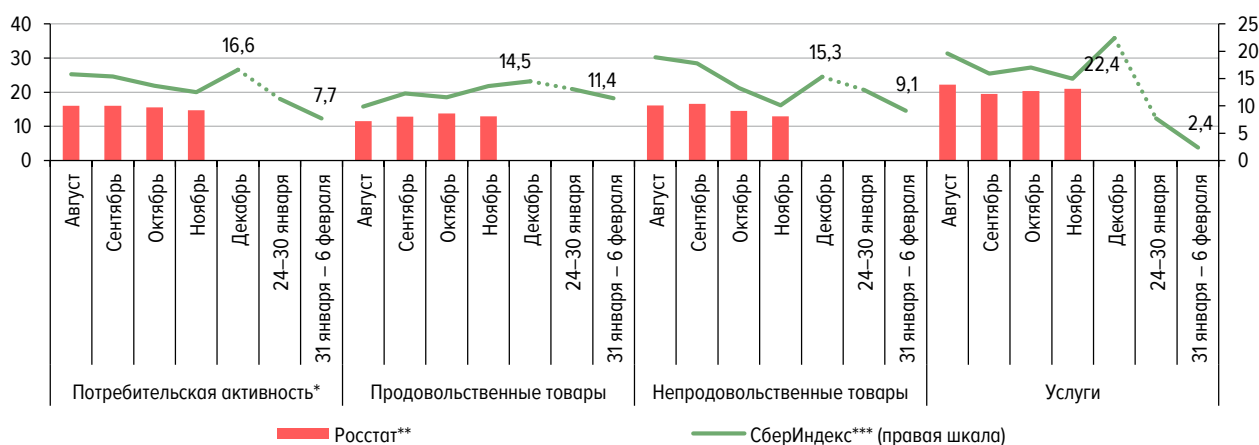
ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ АКТИВНОСТЬ, ПОСЛЕ ЗАМЕДЛЕНИЯ НА ФОНЕ ОГРАНИЧЕНИЙ, В ДЕКАБРЕ ПРОДОЛЖИЛА РАСТИ

Динамика потребительской активности в IV квартале 2021 г. была неоднородной. Рост потребительской активности в октябре – ноябре замедлился, в основном вследствие снижения объемов розничной торговли и услуг общественного питания на фоне ограничительных мер. Особенно резко в ноябре сократились продажи в непродовольственном сегменте, где снижение наблюдалось второй месяц подряд. Противоэпидемические ограничения и их последующая отмена традиционно в наибольшей степени влияют на динамику непродовольственных товаров: их сокращение и последующее восстановление носит ярко выраженный характер. Противоэпидемические ограничения оказывали сдерживающее влияние на динамику платных услуг.

Однако уже в декабре произошел восстановительный рост в большинстве потребительских отраслей. Об этом свидетельствовал [ряд косвенных индикаторов](#) – отмечалось, что уровень потребительской активности в декабре вернулся к максимальным значениям с июля 2021 года. Рост оборота розничной торговли в основном был связан с непродовольственными товарами – с учетом данных за декабрь уровень их продаж уже на 7,0% превышает допандемический уровень³, притом что общий уровень розничных продаж выше допандемического уровня на 3,7%. Наблюдалось восстановление объема платных услуг, но более сдержанное – это может указывать как на окончание восстановительного роста (объем платных услуг населению только в октябре 2021 г. превысил допандемический уровень), так и на негативное воздействие новой волны распространения коронавируса. Уровень потребительской активности в сегменте общественного питания все еще заметно ниже допандемических значений: прирост к IV кварталу 2019 г. остается практически без изменений примерно с середины 2021 г., что может сигнализировать о структурных изменениях в отрасли и в потребительских предпочтениях в условиях продолжающейся пандемии. В конце года также наблюдалось небольшое восстановление продаж автомобилей (+1,3% кв/кв, SA), при этом в годовом выражении наблюдалось заметное ускорение в январе 2022 г. (-3,7% г/г; в декабре 2021 г.: -19,9% г/г). Однако высокий уровень продаж в годовом выражении в январе может быть связан со статистическим эффектом: в январе обычно продается мало новых автомобилей, из-за чего восстановление продаж могло быть вызвано сокращением спроса при неизменных ограничениях в предложении. Сами производители [ожидают восстановления рынка](#) не ранее второй половины 2022 года.

ИНДИКАТОРЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ АКТИВНОСТИ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 2.7



* Физический объем оборота розничной торговли для Росстата.

** С апреля 2021 г. прирост к соответствующему месяцу 2019 года.

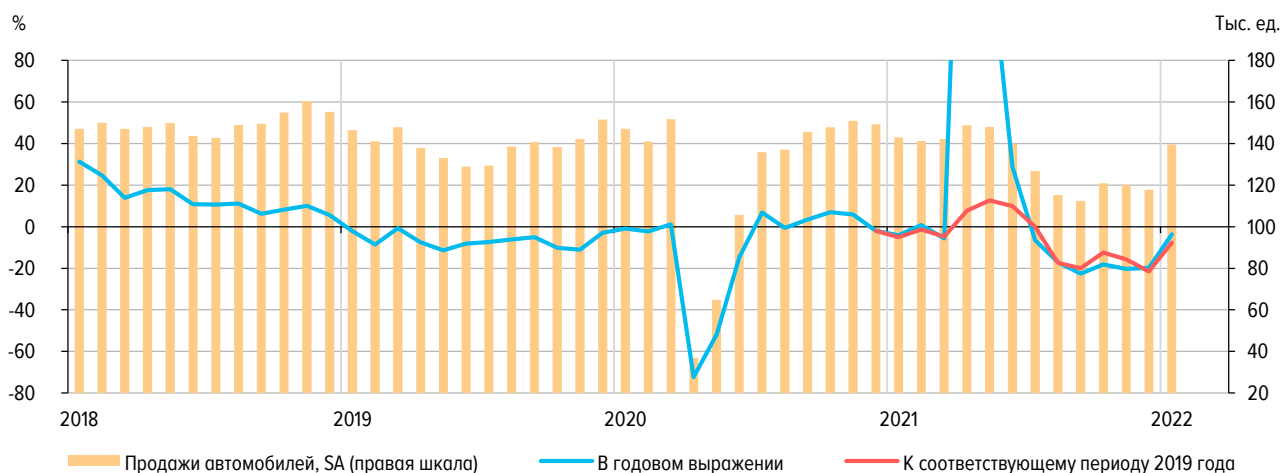
*** С апреля 2021 г. прирост к февралю – первой половине марта 2020 года.

Источники: Росстат, Лаборатория «СбериИндекс».

³ Здесь и далее под допандемическим уровнем понимается IV квартал 2019 г., если не сказано иное.

ПРОДАЖИ АВТОМОБИЛЕЙ

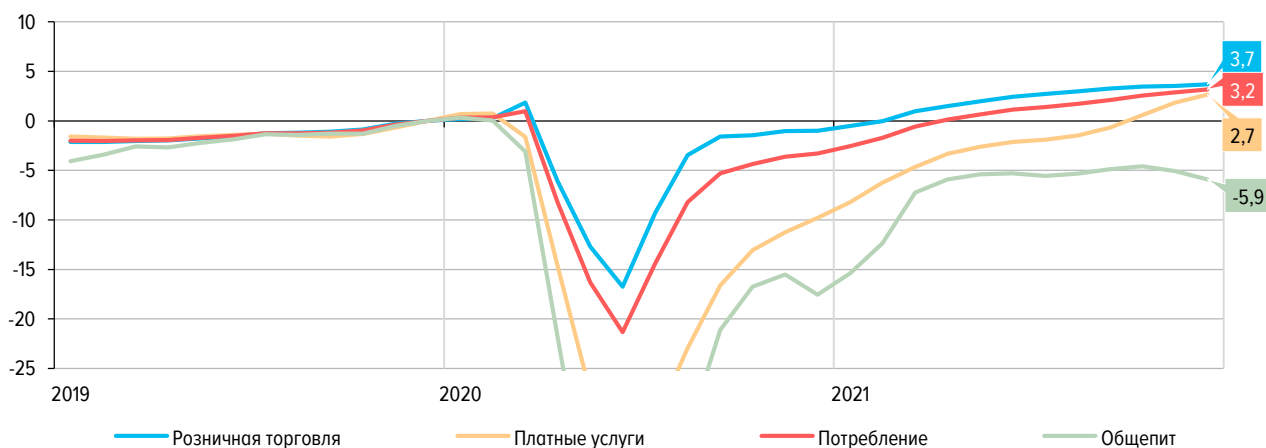
Рис. 2.8



Источники: АЕБ, расчеты Банка России.

ИНДИКАТОРЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ АКТИВНОСТИ
(% к IV кварталу 2019 г., ЗММА* SA)

Рис. 2.9

*Скользящий средний за 3 месяца прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В целом индикатор потребительской активности, рассчитываемый Банком России⁴, свидетельствует о преодолении отметки допандемического уровня – в декабре превышение составило 3,2%.

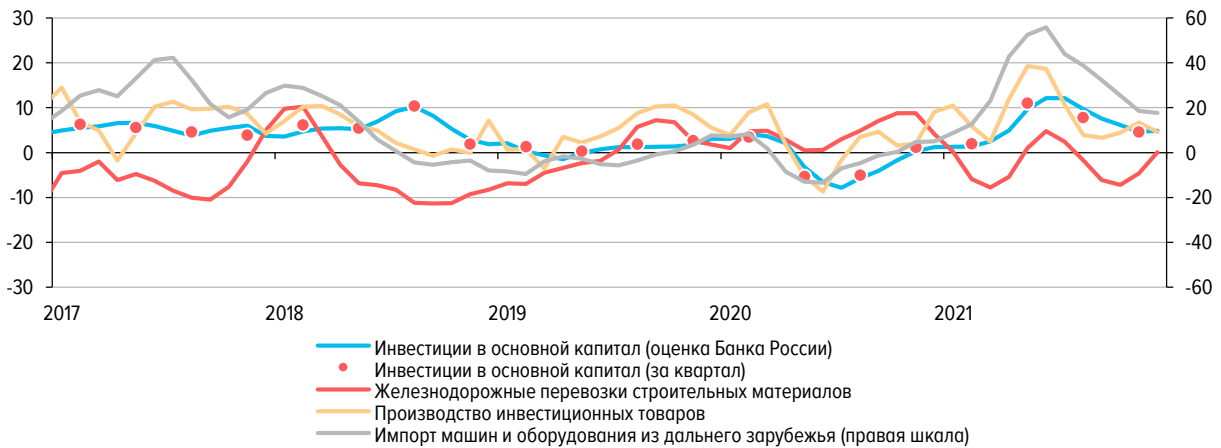
ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ В IV КВАРТАЛЕ 2021 ГОДА
ВЫРОСЛА

Несмотря на небольшое снижение инвестиций в основной капитал в III квартале 2021 г. (-0,1% относительно II квартала 2021 г., SA), в IV квартале рост продолжился. По оценкам Банка России, прирост инвестиций в основной капитал в IV квартале составил 1,1% (SA) по отношению к III кварталу 2021 года. Подтверждением этому служит рост целого ряда косвенных индикаторов (импорт машин и оборудования из стран дальнего зарубежья, производство от-

⁴ Индикатор потребительской активности рассчитывается как взвешенные темпы прироста розницы, платных услуг и общественного питания.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ
(%, ЗММА)

Рис. 2.10



Примечание. IV квартал 2021 г. – оценка Банка России.
 Источники: Росстат, ФТС, ОАО «РЖД», расчеты Банка России.

дельных инвестиционных товаров, железнодорожные перевозки стройматериалов). Уровень инвестиций в основной капитал находится заметно выше допандемических значений.

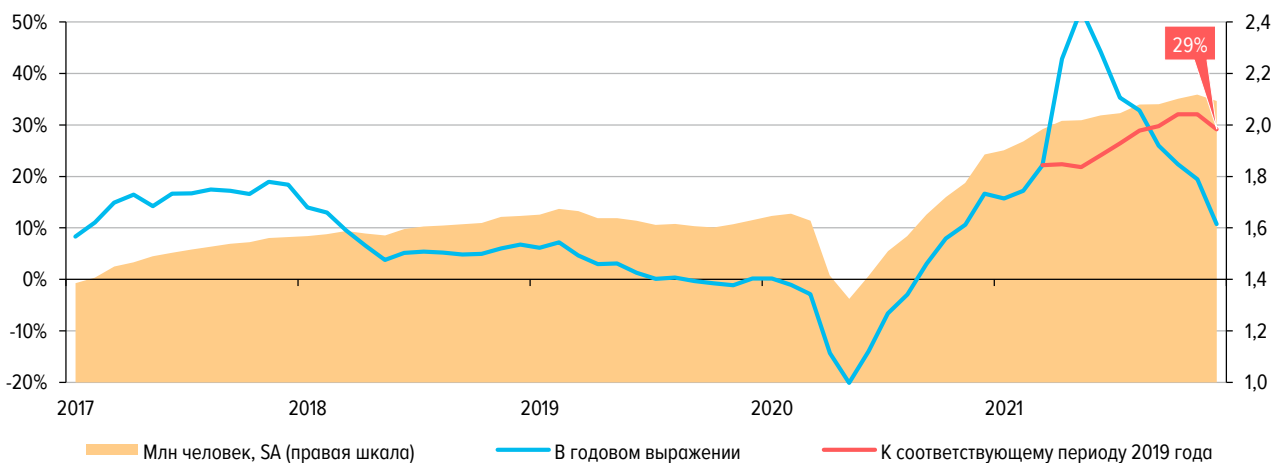
Инвестиционную активность продолжило поддерживать улучшение финансового состояния предприятий. По данным Росстата, за 11 месяцев 2021 г. суммарный сальдированный финансовый результат вырос на 79,8% к аналогичному периоду 2019 года.

БЕЗРАБОТИЦА ОСТАЕТСЯ НА ИСТОРИЧЕСКОМ МИНИМУМЕ, РОСТ РЕАЛЬНЫХ ЗАРАБОТНЫХ ПЛАТ УСКОРИЛСЯ

В декабре ситуация на рынке труда – важном индикаторе устойчивого восстановления российской экономики – продолжила улучшаться. Уровень безработицы остался вблизи исторического минимума и составил 4,26%, SA (в ноябре 2021 г.: 4,27%, SA). Количество занятых с июня колеблется около среднего уровня 2019 г., число безработных снижается (в декабре – меньшими темпами).

ПОТРЕБНОСТЬ РАБОТОДАТЕЛЕЙ В РАБОТНИКАХ

Рис. 2.11



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА РЕАЛЬНОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ (%)

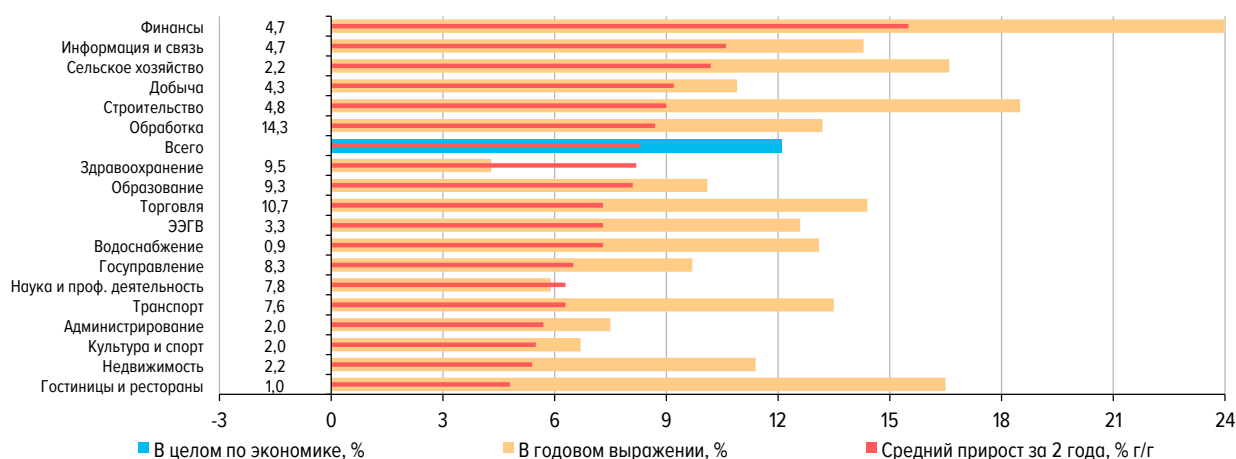
Рис. 2.12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

НОМИНАЛЬНАЯ ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА ПО ВИДАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Рис. 2.13



Примечание. Слева от вертикальной черты указаны доли соответствующих отраслей в общем фонде оплаты труда экономики, %.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Потребность в работниках остается высокой (в декабре 2021 г.: 2,1 млн человек, SA, при среднем значении за 2019 г. – 1,6 млн человек, SA). Особенно это проявляется в отраслях, где традиционно высока доля иностранной рабочей силы (строительство, отрасли с преобладанием неквалифицированного труда).

Ограниченность предложения и высокий спрос на труд способствуют дальнейшему увеличению заработных плат. В ноябре 2021 г. темпы роста номинальных заработных плат ускорились до 12,1% в годовом выражении после 8,8% в октябре. В ряде отраслей рост номинальных заработных плат превысил 15% в годовом выражении. Рост реальных заработных плат в частном секторе, несмотря на ускорение годовой инфляции, в ноябре 2021 г. также ощутимо вырос – это может указывать на усиление дефицита на рынке труда. В бюджетном секторе темпы падения снизились, хотя все еще остаются отрицательными (-0,5% г/г). Уровень реальной заработной платы в ноябре в скользящем трехмесячном выражении был выше допандемического значения на 2,7%.

СТАТИСТИКА ПРОИЗВОДСТВЕННОЙ АКТИВНОСТИ ПОКАЗЫВАЕТ ВЫСОКИЙ РОСТ В IV КВАРТАЛЕ 2021 ГОДА

Данные по производственной активности за IV квартал показывают, что рост наблюдался как в базовых отраслях (+2,6% после 0,4% в III квартале 2021 г., SA), так и в сфере услуг (+3,3% после 1,5% в III квартале 2021 г., SA). Основной вклад в рост базовых отраслей внесли промышленность и сельское хозяйство. Причем промышленность выросла как за счет добычи, так и за счет обработки. Резкий скачок выпуска в сельском хозяйстве во многом является следствием более значительных объемов уборки урожая (кукуруза, подсолнечник, сахарная свекла) из-за смещения сроков уборочной кампании. Добыча полезных ископаемых за IV квартал превысила на 2,0% (SA) допандемический уровень, при этом подкатегория «Добыча нефти» все еще остается ниже из-за действия ограничений ОПЕК+.

Объем промышленного производства в IV квартале по отношению к III кварталу вырос на 2,8% (SA). Наибольший вклад в рост внесли нефтегазовый сектор, услуги по добыче (в том числе нефтесервисные), производство нефтепродуктов, машиностроение, металлургия. Уровень выпуска в промышленности в IV квартале 2021 г. превысил допандемический уровень на 5,5% (SA).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ
(прирост в % м/м, к/к, SA)

Табл. 3

	III кв. 2020	IV кв. 2020	I кв. 2021	II кв. 2021	III кв. 2021	IV кв. 2021	Октябрь 2021	Ноябрь 2021	Декабрь 2021
ИБВЭД	6,8	1,5	1,7	2,0	0,4	2,6	1,5	0,8	0,4
Объем платных услуг населению	29,6	8,1	5,7	2,6	1,5	3,3	1,5	0,8	0,1
Промышленное производство	3,1	2,4	1,4	1,9	0,9	2,8	0,9	0,8	0,9
Добыча	-1,8	2,9	2,1	3,6	0,7	3,6	1,5	0,8	0,7
Обработка	7,0	2,0	0,6	0,8	0,9	3,0	0,9	1,0	0,9
Объем строительства	2,5	1,0	1,4	2,4	0,8	2,4	0,8	1,4	0,7
Грузооборот транспорта	2,1	1,9	1,0	4,6	-0,9	-0,6	0,3	-0,2	-1,5
Оборот оптовой торговли	12,9	2,0	2,1	1,7	0,4	3,6	3,3	-0,7	0,4
Оборот розничной торговли	18,1	0,5	2,1	1,4	0,8	0,4	0,0	-0,2	0,7
Продовольственные товары	5,1	0,5	1,0	0,6	0,5	0,4	0,1	-0,1	0,4
Непродовольственные товары	33,4	0,6	3,0	2,2	1,2	0,4	-0,1	-0,3	0,9
Оборот общественного питания	68,3	4,1	12,7	2,2	0,3	-1,1	-0,5	-1,7	-0,4

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

КРАТКОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ ВВП НА I КВАРТАЛ 2022 ГОДА ПОВЫШЕН ДО 5,5% В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ

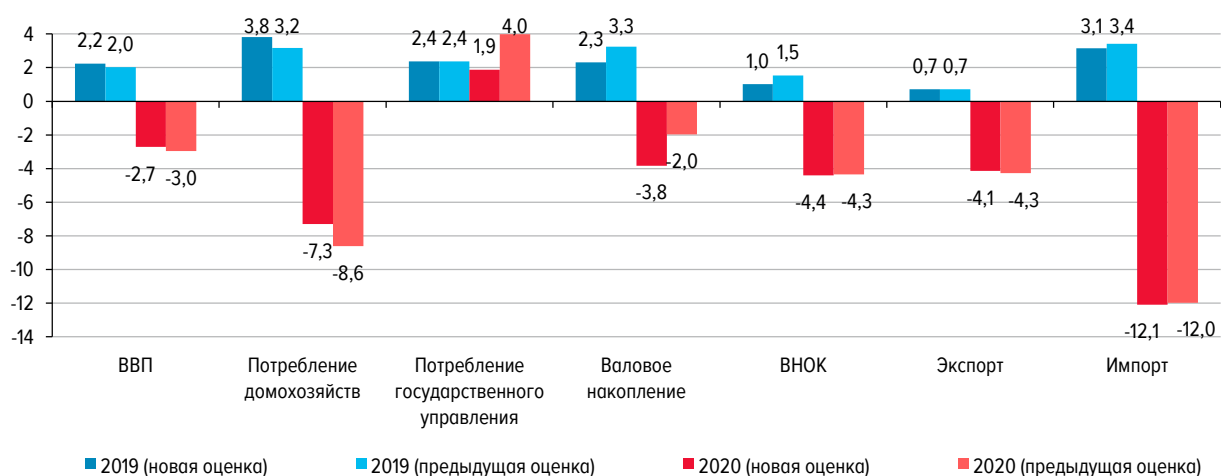
Согласно новым оценкам Росстата⁵, состояние российской экономики в 2019–2020 гг. в целом оказалось лучше, чем предполагалось ранее. Темп роста ВВП в 2019 г. был повышен на 0,2 п.п., до 2,2%, – наиболее заметно пересмотр коснулся расходов на конечное потребление домашних хозяйств, а также валового накопления, в том числе ВНОК. Спад ВВП в 2020 г. оказался меньше, чем оценивалось ранее: -2,7% вместо -3,0%. Основной пересмотр пришелся на расходы на конечное потребление домашних хозяйств.

С учетом обновленных Росстатом оценок роста экономики в 2019–2020 гг., а также опубликованной оценки ВВП по использованию за III квартал 2021 г. и косвенных индикаторов

⁵ Опубликованы 30 декабря 2021 года.

УТОЧНЕННЫЕ ОЦЕНКИ ВВП В 2019 – 2020 ГОДАХ

Рис. 2.14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

за IV квартал 2021 г., рост ВВП по итогам 2021 г. может составить 4,7%⁶, что выше прогноза в ДоДКП 4/21 (4–4,5%). На более высокие, чем предполагалось ранее, темпы роста указывают оперативная экономическая статистика за октябрь – декабрь, а также исторически высокое исполнение расходов федерального бюджета в конце 2021 года⁷. Темп роста ВВП в I квартале 2022 г. составит 5,5% в годовом выражении⁸.

В терминах уровней прогноз ВВП повышен в основном за счет конечного потребления домашних хозяйств и восстановления запасов МОС. Несмотря на более высокие уровни потребления домохозяйств, оперативные индикаторы свидетельствуют о постепенном сокращении потребительского импульса, из-за чего на прогнозном горизонте темпы роста расходов домохозяйств снижаются до допандемических значений. Более низкое, чем ожидалось ранее, изменение запасов МОС в III квартале 2021 г., по оценкам Банка России, может быть связано с разовыми факторами – например, со сдвигом сезонности в сборе урожая. На прогнозном горизонте Банк России ожидает их восстановления до среднего за последние несколько лет уровня. ВНОК также оценивается на более высоком уровне по сравнению с октябрьским прогнозом. О более высокой инвестиционной активности, как отмечалось выше, свидетельствуют и косвенные индикаторы. Высокая потребительская и инвестиционная активность отражается в динамике импорта. По оценкам Банка России, в IV квартале 2021 г. рост импорта еще носил восстановительный характер. На краткосрочном горизонте темпы его прироста будут постепенно замедляться. Темп прироста экспорта в IV квартале 2021 – I квартале 2022 г. будет несколько ниже, чем прогнозировалось в октябре, что связано с замедлением в мировой экономике – в связи с противоэпидемическими ограничениями и с более быстрым завершением восстановительной фазы роста. Несмотря на достаточно позитивную статистику по экспорту в III квартале 2021 г., уровень экспорта на краткосрочном горизонте будет ниже прогнозируемого в октябре.

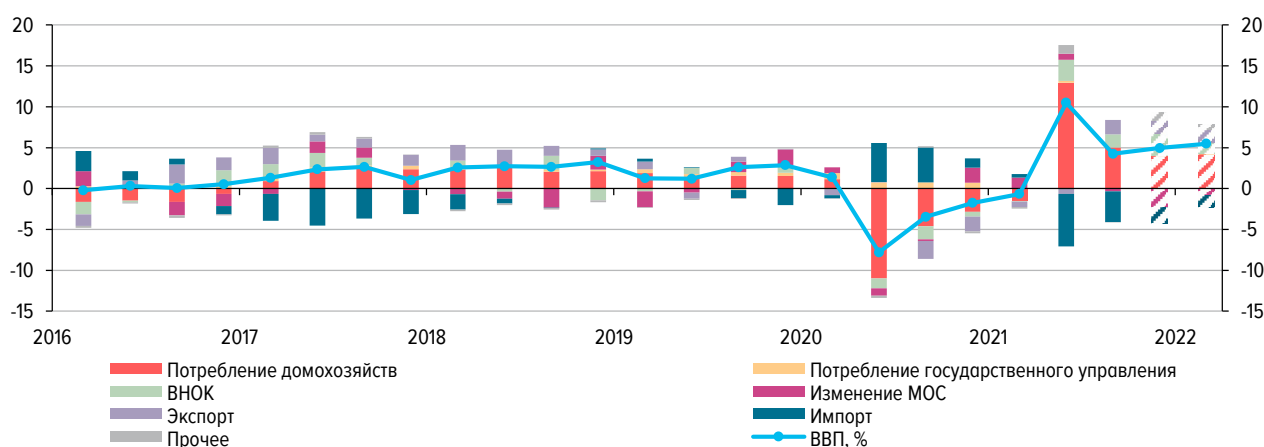
⁶ 18 февраля Росстат представил первую оценку ВВП за 2021 год. Индекс физического объема относительно 2020 г. составил 104,7%

⁷ О высоком уровне расходов бюджета в декабре говорилось и в [информационно-аналитическом комментарии «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки», № 12 \(70\), декабрь 2021 года.](#)

⁸ Актуализированные квартальные ряды будут опубликованы Росстатом в апреле 2022 года. С целью использования всей доступной информации для более точной оценки разрыва выпуска Банк России произвел коррекцию рядов согласно аналогичной коррекции в феврале 2021 года. В следующем Докладе о денежно-кредитной политике (публикация 11 мая 2022 г.) Банк России будет использовать фактические квартальные данные Росстата по ВВП.

СТРУКТУРА ГОДОВОГО ПРИРОСТА ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ*
(вклад в годовой прирост, п.п.)

Рис. 2.15



* Разбивка по кварталам – оценка Банка России; IV квартал 2021 г. – оценка Банка России; I квартал 2022 г. – прогноз Банка России.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

РОСТ ЦЕН ОКАЗАЛСЯ ВЫШЕ ОКТЯБРЬСКОГО ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ, ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ОСТАЮТСЯ ВБЛИЗИ МНОГОЛЕТНИХ МАКСИМУМОВ

В октябре – декабре 2021 г. наблюдалось ускорение годовой инфляции, рост цен оказался выше октябрьского прогноза Банка России. В январе 2022 г. месячные сезонно сглаженные темпы роста потребительских цен вновь выросли, а годовая инфляция увеличилась до 8,7% (после 8,4% в декабре 2021 г.). Ускорение инфляции было связано как с влиянием временных факторов на динамику волатильных цен отдельных продовольственных товаров, так и с **устойчивыми факторами**. Наблюдаемая динамика инфляции указывает на возросшую инерционность инфляционных процессов на фоне нарастания издержек производства в условиях удорожания сырья и материалов для производителей, высокого уровня мирового спроса и превышения спросом предложения из-за сохраняющихся перебоев в поставках на глобальных рынках. Устойчивый рост внутреннего спроса опережает возможности расширения производства по широкому кругу отраслей и позволяет производителям переносить издержки в цены. Кроме того, расширение производства ограничено ростом заработных плат на фоне растущей нехватки рабочей силы, что, в свою очередь, формирует дополнительные издержки для предприятий.

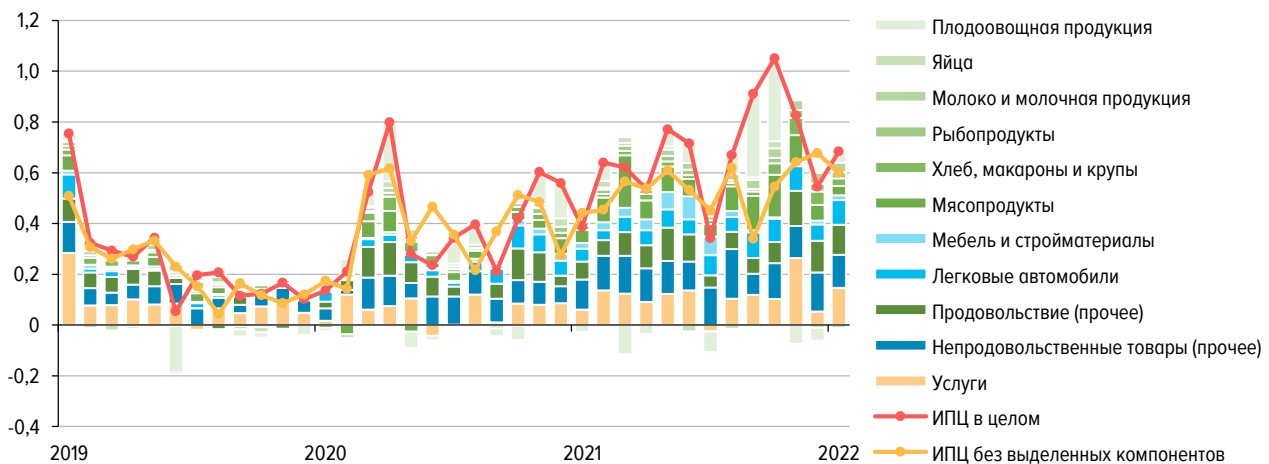
По итогам 2021 г. годовой рост цен ускорился по товарам и услугам, на которые приходится 80% потребительских расходов. Исключением стали отдельные позиции, в основном с традиционно волатильными ценами (фрукты, огурцы, помидоры, сахар, подсолнечное масло и отдельные виды круп). В январе увеличение годового роста цен на основные группы товаров и услуг продолжилось. Квартальный темп прироста потребительских цен (с исключением сезонности) в IV квартале находился на максимуме за последние пять лет. В январе прирост цен уменьшился по сравнению со средним значением октября – декабря, но остался выше сопоставимого показателя II–III кварталов.

По сравнению с предыдущим кварталом ускорение роста цен в IV квартале 2021 г., связанное с устойчивыми факторами, было более значительным. В январе показатели устойчивой ценовой динамики продолжили увеличиваться.

На рынках многих непродовольственных товаров в последние месяцы 2021 – январе 2022 г. наблюдалось ускорение прироста цен (SA) в годовом выражении. Здесь, как и ранее, ока-

ВКЛАД В МЕСЯЧНУЮ ИНФЛЯЦИЮ (SA)
(п.п.)

Рис. 2.16



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

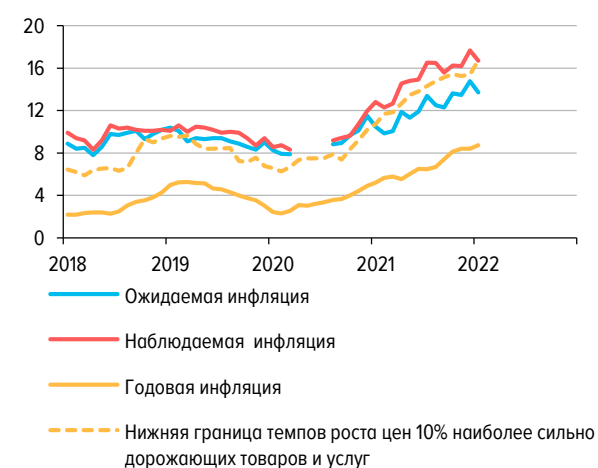
звала влияние опережающая динамика спроса относительно предложения. Темпы прироста в аннуализированном выражении существенно превышали 4%. В то же время из-за уменьшения темпа роста цен на строительные материалы и мебель (под влиянием снижения мировых цен на древесину, мер Правительства Российской Федерации на рынке древесины и металлов) прирост цен на непродовольственные товары в целом (SA) в IV квартале и январе несколько замедлился по сравнению с II–III кварталами.

Удорожание многих бытовых услуг в годовом выражении ускорилось – для этого компонента основным фактором ценообразования является динамика заработных плат. Динамика цен на услуги по-прежнему существенно зависит от противоэпидемических ограничений в стране и мире и остается волатильной.

В IV квартале 2021 – январе 2022 г. оставался повышенным темп удорожания большинства продовольственных товаров как результат длительного влияния на производителей в сельском хозяйстве и пищевой промышленности роста затрат на аграрное и промышленное сырье и промежуточные материалы вследствие повышения цен на мировых товарных рынках. Продолжился перенос издержек в цены продуктов переработки зерна и молочной продукции. Высокими

ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ
НАСЕЛЕНИЕМ (МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА)
(%)

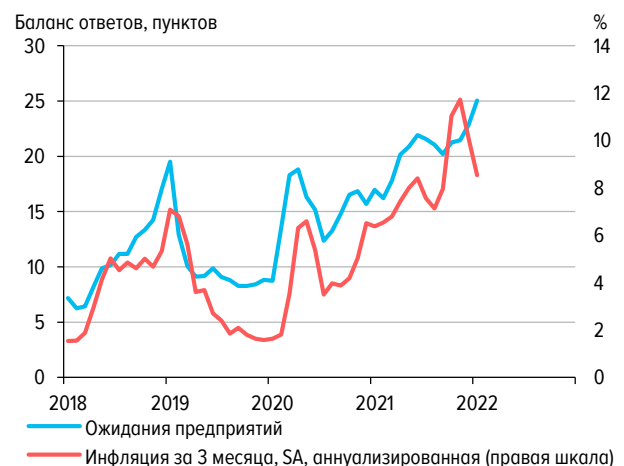
Рис. 2.17



Источники: ООО «инФОМ», Росстат.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ
(БАНК РОССИИ)

Рис. 2.18



Источники: ООО «инФОМ», Росстат.

темпами дорожали мясопродукты, хотя в декабре – январе рост цен замедлился (в том числе благодаря улучшению эпизоотической ситуации, расширению импорта в декабре и обнулению с января импортных пошлин на ввоз свинины и говядины из стран ЕАЭС (в пределах квот).

Темп роста цен, связанный преимущественно с **временными факторами** на стороне предложения, остался высоким. Прирост волатильных цен на плодоовощную продукцию в IV квартале был меньше, чем в III квартале, в основном за счет нетипичной сезонности на рынке грунтовых и тепличных овощей, но в январе он заметно ускорился. В широком диапазоне колебались цены на услуги зарубежного туризма, авиаперелеты.

Высокие темпы удорожания товаров и услуг (особенно продуктов питания) значимо отражаются на инфляционных ожиданиях населения. В январе 2022 г. ожидания на год вперед несколько снизились после достижения ими пятилетнего максимума месяцем ранее. Давление затрат вместе с балансом спроса и предложения поддерживает на максимумах ценовые ожидания предприятий. Повысились прогнозы инфляции профессиональных аналитиков на 2022 год. Ценовые ожидания предприятий в январе также возросли ввиду роста издержек на фоне повышенного спроса. Высокие инфляционные ожидания указывают на сохранение рисков усиления проинфляционного влияния вторичных эффектов.

ПРОГНОЗ ИНФЛЯЦИИ НА I КВАРТАЛ 2022 ГОДА ПОВЫШЕН ДО 8,5% В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ

С учетом фактических данных за IV квартал 2021 г. и январь 2022 г. и предположения о сохраняющейся инерционности ценовых процессов, а также с учетом произошедшего в ноябре – январе ослабления курса рубля и более высокой, чем ожидалось ранее, экономической активности, Банк России повысил прогноз годовой инфляции на I квартал 2022 г. до 8,5% в годовом выражении.

В части продовольственной инфляции сохраняются риски, связанные с урожаем овощей, а также мировой конъюнктурой. Более быстрое, чем обычно, повышение доли их импорта в ближайшие месяцы дополнится влиянием произошедшего ослабления рубля. Кроме того, по прогнозу ФАО, в первом полугодии 2022 г. ожидается сохранение дисбалансов спроса и предложения на глобальных рынках продовольствия, что также формирует проинфляционные риски.

Рост цен на непродовольственные товары существенно превысил октябрьский прогноз Банка России, что во многом связано с недооценкой устойчивости процессов в условиях сохраняющегося давления со стороны высоких логистических затрат и удорожания сырья. В данном сегменте потребительского рынка в первые месяцы 2022 г. следует ожидать сохранения высоких темпов роста цен, учитывая инерционность переноса затрат.

В ценах на услуги главным источником волатильности являлся зарубежный туризм. За исключением шока цен в зарубежном туризме в ноябре и его коррекции в декабре, в целом за последние несколько месяцев фактическая динамика цен на услуги совпадает с прогнозом Банка России.

По сравнению с октябрьским прогнозом обновленный базовый прогноз предполагает более длительное сохранение логистических проблем на глобальных рынках, а также более слабый курс рубля из-за повышенной страновой риск-премии. Инфляционные ожидания экономических агентов также будут несколько выше, чем ожидалось в октябре, что станет оказывать дополнительное проинфляционное влияние на динамику цен. В то же время, несмотря на общее повышение инфляционного фона, Банк России ожидает постепенного снижения инфляционного воздействия, что будет отражаться в динамике устойчивых показателей инфляции (очищенных от волатильных или административно регулируемых компонентов).

3. СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 11 ФЕВРАЛЯ 2022 ГОДА

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

Табл. 4

	2021 (факт/оценка)	Базовый		
		2022	2023	2024
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	8,4	5,0–6,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,7	6,8–7,7	4,0–4,3	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,7	9,0–11,0 ¹	7,5–9,0	5,0–6,0
Валовой внутренний продукт	4,7	2,0–3,0	1,5–2,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	7,6	1,7–2,7	0,6–1,6	1,2–2,2
– домашних хозяйств	10,1	2,3–3,3	0,5–1,5	1,2–2,2
Валовое накопление	5,6	0,6–2,6	2,2–4,2	3,4–5,4
– основного капитала	7,9	0,5–2,0	0,5–2,5	1,7–3,7
Экспорт	2,1	4,0–6,0	1,6–3,6	1,6–3,6
Импорт	13,6	2,2–4,2	0,4–2,4	1,6–3,6
Денежная масса в национальном определении	13,0	9–13	8–12	7–11
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте ²	14,0	9–13	8–12	7–11
– к организациям	10,9	7–11	7–11	7–11
– к населению, в том числе	22,0	14–18	10–14	7–11
ипотечные жилищные кредиты	26,7	15–19	14–18	12–16

¹ С учетом того, что с 1 января по 13 февраля 2022 года средняя ключевая ставка равна 8,5%, с 14 февраля до конца 2022 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 9,1–11,3%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

² Под требованиями банковской системы к экономике подразумеваются все требования банковской системы к нефинансовым и финансовым 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 долевого 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 СЦЕНАРИЯ³
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 5

	2021 (факт/оценка)	Базовый		
		2022	2023	2024
Счет текущих операций	120	133	109	78
Торговый баланс	186	228	204	182
Экспорт	490	536	512	498
Импорт	304	308	308	316
Баланс услуг	-20	-31	-30	-38
Экспорт	55	59	64	69
Импорт	74	91	95	107
Баланс первичных и вторичных доходов	-46	-64	-65	-66
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	120	133	109	78
Финансовый счет (кроме резервных активов)	55	79	52	45
Сектор государственного управления и центральный банк	-15	3	-7	-9
Частный сектор	71	75	60	55
Чистые ошибки и пропуски	-1	0	0	0
Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)	64	54	57	32
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	69	70	65	60

³ В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПББ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Источник: Банк России.

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Российская экономика начинает 2022 г. с более высокими уровнем и темпом роста выпуска, но при этом и с более высокой инфляцией, чем ожидалось в ДоДКП 4/21. По оценкам Банка России, в IV квартале 2021 г. российская экономика заметно отклонилась вверх от траектории сбалансированного роста, наблюдается перегрев на фоне опережающего роста спроса по сравнению с предложением.

В базовом сценарии в октябре 2021 г. Банк России предполагал, что влияние издержек, накопившихся в 2021 г. на фоне повышенных темпов роста цен на мировых товарных рынках и нарушений в логистических цепочках, в 2022 г. заметно снизится – вплоть до 40% издержек будет компенсировано. Однако фактически складывающиеся инфляционные тренды говорят о том, что размер компенсирующих факторов может оказаться меньше, поэтому в обновленном базовом сценарии прогноза Банк России исходит из того, что компенсировано будет не более 20% издержек.

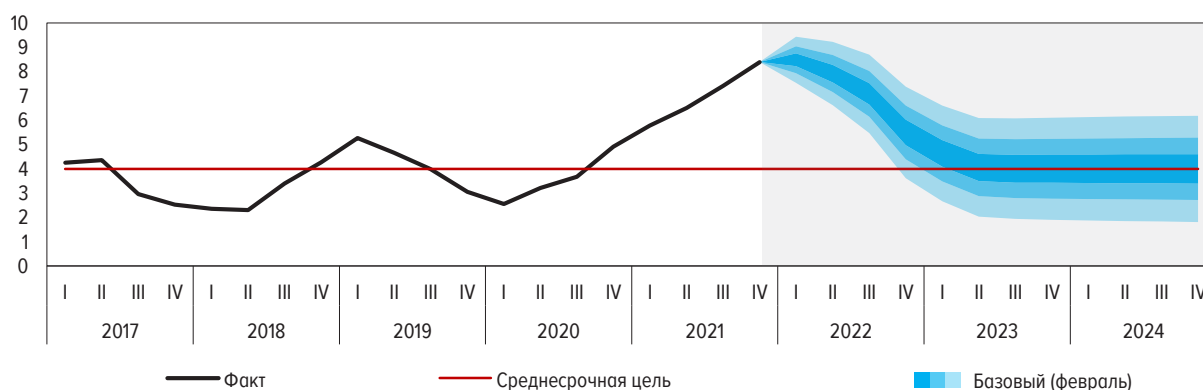
С учетом фактически складывающихся инфляционных трендов и текущей экономической динамики, а также более жестких мировых финансовых условий для СФР, в 2022–2023 гг. для возвращения темпа роста цен к целевому уровню потребуются более жесткая денежно-кредитная политика, чем предполагалось ранее. При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России допускает возможность дальнейшего повышения ключевой ставки на ближайших заседаниях¹.

В обновленном базовом прогнозе в 2022 г. диапазон **средней ключевой ставки** составляет 9–11% годовых, в 2023 г. – 7,5–9% против значений в ДоДКП 4/21: 7,3–8,3% и 5,5–6,5% соответственно. Денежно-кредитные условия сохраняются нейтральными, однако в дальнейшем временно перейдут из нейтральной области в жесткую. В 2024 г., как и предполагалось в ДоДКП 4/21, ключевая ставка вернется в долгосрочный нейтральный диапазон 5–6%. Такая траектория ставки позволит снизить темпы роста цен и сгладить дисбалансы в экономике, не препятствуя ее устойчивому росту.

Годовая **инфляция** в 2022 г. под действием компенсирующих издержки факторов и принятых решений по денежно-кредитной политике сложится в диапазоне 5,0–6,0% вместо 4,0–4,5%, ожидавшихся в ДоДКП 4/21. При этом секвенциальное замедление инфляции, согласно базовому

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.1

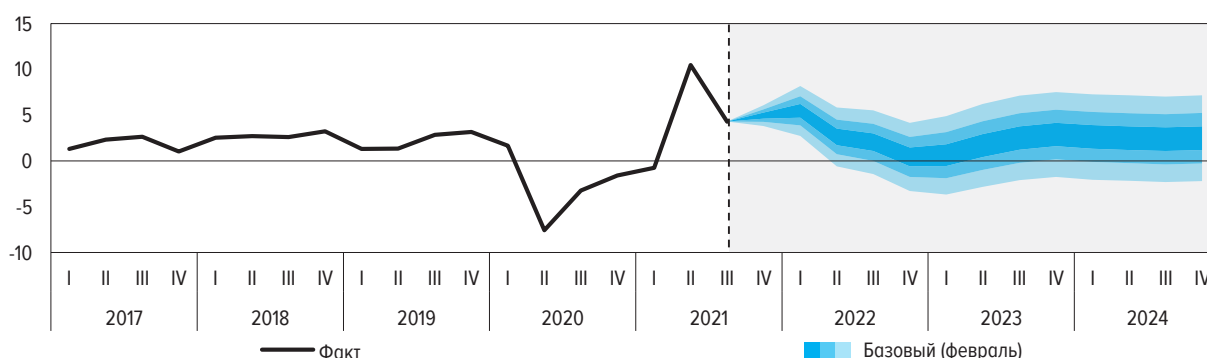


Примечание. Затемненные синие области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. При выполнении предпосылок базового сценария, лишь в 25 случаях из 100 инфляция 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.

¹ 17 декабря 2021 г. Банк России повысил ключевую ставку на 100 б.п., до 8,50% годовых, и 11 февраля 2022 г. – также на 100 б.п., до 9,50% годовых.

ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.2



Примечание. Затемненные 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 значение 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 затемнена серым цветом.

Источник: расчеты Банка России.

прогнозу Банка России, будет наблюдаться весь 2022 год. В результате в середине 2023 г. годовая инфляция вернется к целевому значению 4% и останется вблизи него в дальнейшем.

Темп экономического роста в 2022 г., как и ожидалось ранее, сложится в диапазоне 2,0–3,0%. Однако внутригодовая динамика будет отличаться – в обновленном базовом прогнозе более высокий темп роста внутреннего спроса в начале года компенсируется более низким в конце. В 2023 г. российская экономика замедлится до 1,5–2,5% по мере возвращения на траекторию сбалансированного роста. Уровень выпуска будет несколько превышать потенциальный в 2022–2023 гг. за счет более высокого уровня экспортных доходов и текущего высокого импульса в потреблении. Проводимая денежно-кредитная политика обеспечит постепенное снижение размера перегрева экономики к концу 2023 г., и с 2024 г. экономика будет развиваться темпом, соответствующим ее потенциалу: 2,0–3,0%.

При этом конечное потребление домашних хозяйств в секвенциальных темпах прироста в 2022–2023 гг. будет замедляться чуть быстрее по сравнению с прогнозом в ДоДКП 4/21 вследствие роста нормы сбережений из-за более жестких денежно-кредитных условий. По мере сокращения потребительского импульса темпы роста расходов домохозяйств на конечное потребление снизятся до допандемических уровней. В то же время уровень конечного потребления домохозяйств на всем прогнозном горизонте оценивается выше, чем в ДоДКП 4/21.

Динамика ВНОК будет обуславливаться, с одной стороны, завершением процессов восстановления в экономике, с другой – принятыми решениями об инвестировании средств ФНБ в период 2022–2024 годов. Прогноз Банка России предполагает, что как финансирование проекта в Усть-Луге в объеме 0,9 трлн руб., так и весь объем инвестиций в другие проекты в размере 1,6 трлн руб. поддержат ВНОК. Снижение темпов прироста ВНОК в 2022 г. по сравнению с прогнозом в ДоДКП 4/21 обусловлено более жесткими внешними финансовыми условиями, которые, в свою очередь, приведут к удорожанию импортных товаров инвестиционного назначения. К концу прогнозного горизонта темпы прироста ВНОК вернуться к допандемическим значениям.

Темп прироста экспорта в 2022 г. будет несколько ниже, а в 2023–2024 гг. несколько выше, чем предполагалось в ДоДКП 4/21. В 2022 г. на динамику экспорта будет влиять более слабый спрос со стороны торговых партнеров. В 2023–2024 гг. темпы роста экспорта будут поддерживаться постепенным увеличением добычи по мере ослабления ограничений ОПЕК+ и расширением несырьевого экспорта.

Темп прироста импорта на прогнозном горизонте, как и в ДоДКП 4/21, в значительной степени обусловлено предположением о закупке импортных товаров и технологий при строительстве завода по производству СПГ в Усть-Луге. Уровень импорта оценивается несколько ниже, чем в октябре, что объясняется как изменением уровня запасов МОС, так и эффектом замещения ввиду более слабого курса (ряд потребителей предпочтет отечественные товары импортным).

Прогноз **денежно-кредитных показателей** не претерпел существенных изменений по сравнению с ДоДКП 4/21. Как и ранее, на трехлетнем горизонте ожидается замедление темпов роста кредитования до сбалансированных уровней. Темп прироста требований банковской системы к организациям составит 7–11% на прогнозном горизонте, в то время как темп прироста требований к населению снизится с 14–18% в 2022 г. до 7–11% в 2024 году. При этом темп прироста ипотечных кредитов на прогнозном горизонте снизится с 15–19% в 2022 г. до 12–16% в 2024 году. На протяжении всего прогнозного периода кредитование экономики останется основным источником денежного предложения в экономике. По мере возвращения роста кредитования к сбалансированным темпам будет наблюдаться сопоставимое замедление роста денежной массы.

ПРОГНОЗ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

По предварительной оценке, в 2021 г. профицит счета текущих операций составил 120 млрд долл. США, достигнув максимальных значений за всю историю наблюдений (прогноз в ДоДКП 4/21: 121 млрд долл. США). Основной фактор – это опережающий по сравнению с импортом рост экспорта, в значительной степени из-за высоких мировых цен на сырьевые товары². Экспорт в 2021 г. расширился более чем на 40%. В условиях увеличения поступлений от экспорта и улучшения финансовых результатов компаний чистое кредитование частным сектором России остального мира расширилось – при наращивании иностранных активов в основном в форме прямых инвестиций.

Согласно базовому прогнозу Банка России, более высокие цены на нефть и газ будут способствовать дальнейшему росту стоимостного объема экспорта и профицита счета текущих операций в 2022 году. При этом стоимостный объем импорта учитывает закупку импортного оборудования для проекта в Усть-Луге в 2022–2024 годах.

В условиях увеличения поступлений от внешнеэкономической деятельности прогнозируются более значительные, чем в ДоДКП 4/21, наращивание иностранных активов и чистое кредитование частным сектором. Кроме того, ввиду более высокого уровня CDS для России и снижения интереса инвесторов к риску из-за очередной волны пандемии ожидается более существенное сокращение иностранных обязательств частного сектора в 2022 году.

В 2023–2024 гг. в условиях ожидаемого снижения цен на нефть и газ прогнозируется сокращение экспорта и профицита счета текущих операций. Вместе с тем они сложатся на более высоком уровне, чем прогнозировалось в октябре, из-за пересмотра вверх цен на энергоносители. Чистое кредитование частным сектором остального мира в 2023–2024 гг. согласно прогнозу сократится – уменьшение поступлений от экспорта ограничит возможности для наращивания иностранных активов. В то же время ожидается улучшение динамики иностранных обязательств частного сектора на фоне снижения риск-премии.

² См. [информационно-аналитический комментарий «Платежный баланс Российской Федерации», № 4 \(10\), IV квартал 2021 года»](#).

Увеличение резервных активов прогнозируется на всем прогнозном горизонте. При этом по сравнению с ДоДКП 4/21 более заметное повышение резервных активов приходится на 2023 г. из-за большего пересмотра цены на нефть этом году и из-за частичного переноса покупки валюты с 2022 г. в рамках бюджетного правила³.

ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ

Неопределенность базового прогноза остается повышенной. На среднесрочном горизонте значимо преобладают проинфляционные риски (▲), которые увеличились по сравнению с ДоДКП 4/2021. Вероятность реализации дезинфляционных рисков (▼) оценивается как невысокая. В случае более длительного, чем предполагается в базовом прогнозе, периода высоких темпов роста цен инфляционные ожидания могут закрепиться на повышенных уровнях, что, в свою очередь, может способствовать формированию вторичных эффектов.

В качестве основных рисков для базового сценария можно отметить следующие:

- ▲ **Более медленная нормализация производственных и логистических цепочек.** Распространение новых штаммов COVID-19, продолжающийся рост спроса на товары, форс-мажорные обстоятельства и прочие факторы могут привести к более медленной, чем предполагается в базовом прогнозе, нормализации цепочек поставок. В этом случае растущие издержки будут продолжать оказывать заметное влияние на динамику цен конечных товаров по всему миру.
- ▲ **Дальнейший рост цен на мировых товарных рынках.** На мировых товарных рынках цены продолжают расти. Если такая динамика сохранится более продолжительное время, а на продовольственных рынках в дополнение к росту спроса сформируются неблагоприятные для урожая условия, то рост издержек производителей продолжит расти и проинфляционное давление в мире усилится.
- ▲ **Рост волатильности на глобальных финансовых рынках.** Повышенные темпы инфляции и рост инфляционных ожиданий могут привести к более раннему, чем ожидается в базовом прогнозе, ужесточению денежно-кредитной политики в развитых странах. Это, в свою очередь, может вызвать краткосрочное повышение волатильности на глобальных финансовых рынках и снизить привлекательность активов СФР, что отразится на курсовых и инфляционных ожиданиях. Кроме того, рост геополитической напряженности может также привести к росту волатильности на финансовых рынках и соответствующему повышению курсовых и инфляционных ожиданий в отдельных странах.
- ▲ **Дефицит трудовых ресурсов и структурные изменения на рынке труда.** Наблюдающийся дефицит трудовых ресурсов может продлиться дольше, чем ожидается в настоящий момент, и вызвать структурные изменения на рынке труда. Конкуренция между работодателями возрастет, и рост заработных плат будет происходить быстрее по сравнению с ростом производительности труда, что будет приводить к повышенному инфляционному давлению. Структурные изменения на рынке труда могут дополнительно привести к росту затрат на найм и переобучение специалистов, что, в свою очередь, может транслироваться в рост издержек компаний, которые уже находятся на повышенных уровнях.
- ▼ **Более быстрая нормализация мировых логистических и производственных цепочек в совокупности со снижением цен на основных товарных рынках.** В случае резкого падения мирового спроса на товары или каких-то других событий со сходным эффектом нормализация мировых логистических цепочек может произойти быстрее, а цены на товарных рынках

³ Банк России принял решение не осуществлять покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила с 24 января 2022 года. Для модельных расчетов базового сценария используется допущение об осуществлении отложенных покупок до конца 2023 года. Модельное допущение не означает принятия Банком России обязательства по срокам возобновления покупок валюты – решение об этом будет приниматься с учетом фактической обстановки на финансовых рынках.

вернутся в привычные диапазоны, что в совокупности будет способствовать дефляционным процессам в мировой и российской экономике.

- ▼ **Более быстрое, чем ожидается в настоящий момент, открытие границ.** Устранение основных барьеров для свободных перемещений – например, признание широкого круга вакцин – также может оказать дезинфляционное влияние на российскую экономику за счет переключения спроса домашних хозяйств с потребления внутри страны на потребление услуг зарубежного туризма.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

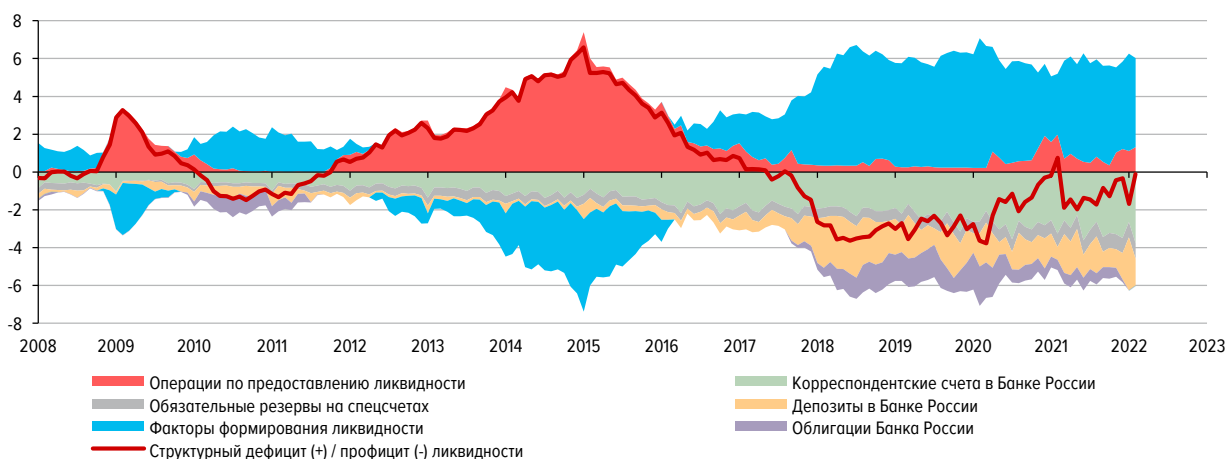
Ликвидность банковского сектора. В октябре 2021 – начале февраля 2022 г. структурный профицит ликвидности в среднем по периодам усреднения обязательных резервов (далее – ПУ) сложился на уровне 0,9 трлн руб. (с июльского по сентябрьский ПУ: 1,3 трлн руб.). На конец 2021 г. его величина составила 1,7 трлн руб., что выше прогноза Банка России, который составлял 0,6–1,0 трлн рублей. Основными факторами отклонения были больший, чем ожидалось, объем бюджетных расходов в декабре и снижение уровня корсчетов. Оценка остатков на корсчетах основывалась на предположении о том, что банки будут выполнять усреднение обязательных резервов равномерно. Однако в ожидании повышения ключевой ставки в декабре банки первую часть ПУ поддерживали относительно высокие корсчета, а вторую – более низкие. В результате в конце года избыточные средства банки разместили на депозиты в Банке России.

Операции по счетам бюджета. Сильная концентрация расходов, традиционная для конца года, в декабре 2021 г. была заметно выше, чем обычно. Бюджетные расходы превысили прогноз, в том числе за счет финансирования части обязательств прошлых лет. Эти средства не являются запланированными расходами 2021 г., однако обеспечивают дополнительное поступление средств в банки. Как и ожидалось, Федеральное казначейство снизило уровень остатков бюджетных средств на Едином казначейском счете в Банке России. В результате в банках за 2021 г. было дополнительно размещено 1,7 трлн рублей. Местные бюджеты также увеличили объем депозитов в кредитных организациях. Однако, поскольку это было вызвано преимущественно профицитным исполнением региональных бюджетов, то есть оттоком средств за счет большего объема доходов, эти операции по итогам года не привели к дополнительному притоку ликвидности.

Наличные деньги в обращении. В IV квартале объем наличных денег в обращении сезонно увеличился. В конце года банки пополняли кассы и банкоматы перед январскими праздниками. При этом в начале 2022 г. эти средства почти в полном объеме вернулись обратно на счета

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

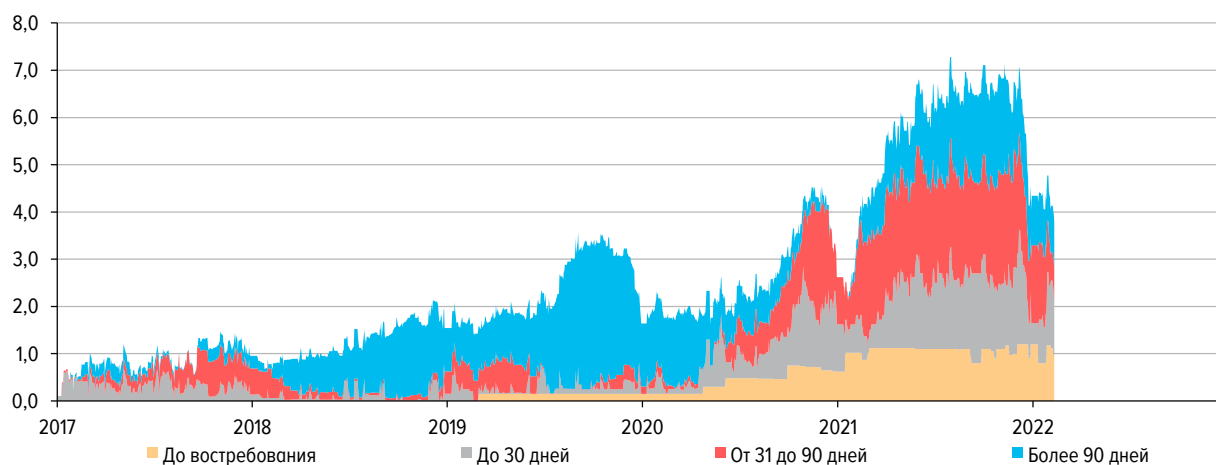
Рис. П-1



Источник: расчеты Банка России.

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ДЕПОЗИТАМ, РЕПО И СВОПАМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА
(трлн руб.)

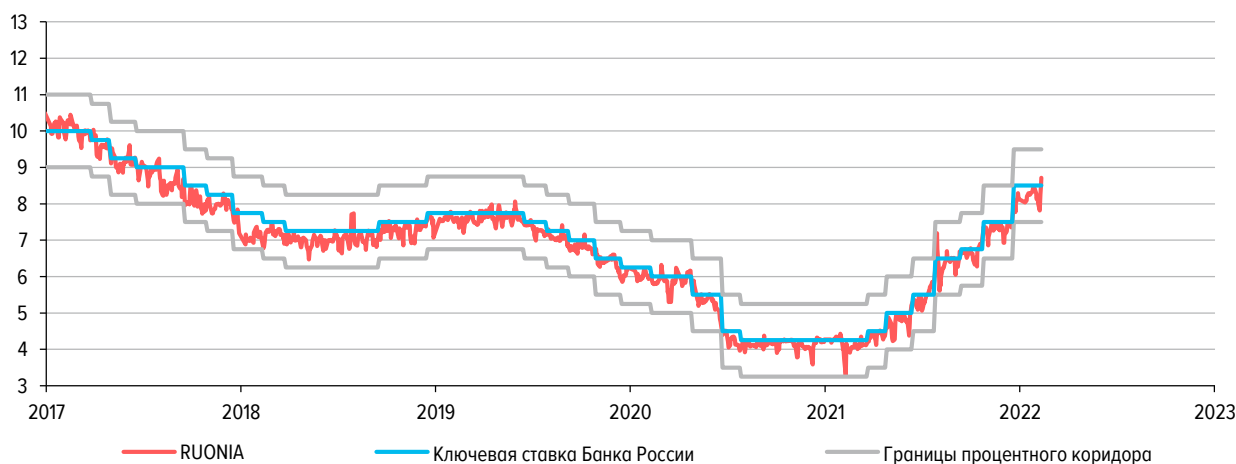
Рис. П-2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ
(% годовых)

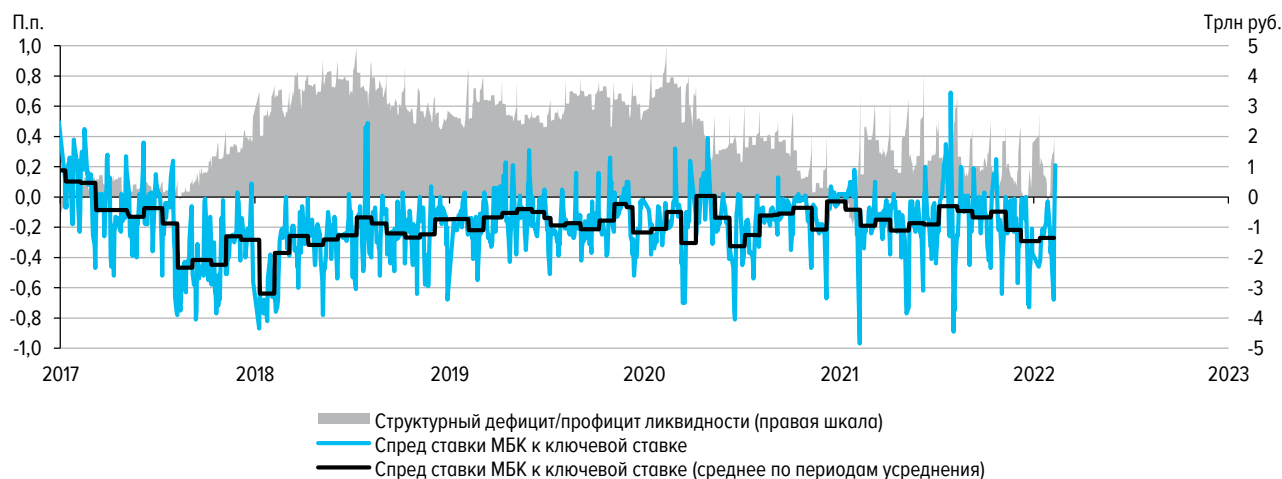
Рис. П-3



Источник: Банк России.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рис. П-4



Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ
(трлн руб.)

	Октябрь 2021	Ноябрь 2021	Декабрь 2021	2021	Январь 2022	2022 (прогноз)
1. Факторы формирования ликвидности	-0,8	0,1	0,5	1,6	-0,5	[-0,4; 0,0]
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	-0,8	0	0,9	2,3	-0,7	[-0,9; -0,7]
– изменение наличных денег в обращении	0	0,1	-0,4	-0,7	0,3	[0,1; 0,3]
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0	0	0	-0,1	0	0,4
2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)	0,1	0,2	-0,8	0,1	1,1	[1,2; 1,4]
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	-0,2	0,1	1,3	1	-1,4	[-2,6; -2,0]
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России (4 = 2 + 3 – 1)	0,7	0,2	-0,1	-0,5	0,2	-0,8
Структурный дефицит (+)/профицит (-) ликвидности (на конец периода)	-0,4	-0,3	-1,7		-0,1	[-0,5; 0,1]

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

в виде инкассации выручки предприятий розничной торговли. В целом в 2021 г. динамика наличных денег сохранялась преимущественно вблизи траектории прошлых лет, которая наблюдалась до начала пандемии.

Прогноз структурного баланса ликвидности на конец 2022 г. оценивается в диапазоне от профицита в размере 0,5 трлн руб. до дефицита в 0,1 трлн рублей. Он учитывает предпосылку о приостановке в I квартале 2022 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила и последующее их отложенное проведение в период с II квартала 2022 г. по IV квартал 2023 года. Кроме того, ожидается постепенный возврат в банки части наличных денег, спрос на которые повысился во время пандемии. Однако этот процесс может быть растянут на ближайшие несколько лет. Как и ранее, предпосылками прогноза являются предположение о равномерном выполнении банками усреднения обязательных резервов, а также рост усредняемой части обязательных резервов, пропорциональный увеличению денежной массы в национальном определении.

Операции на валютном рынке в рамках бюджетного правила компенсируют влияние изменения бюджетных доходов на ликвидность банковского сектора. При высоких ценах на нефть клиенты банков перечисляют в бюджет большой объем налогов. В отсутствие покупок валюты это приводит к оттоку средств со счетов кредитных организаций. Поэтому в ближайшие месяцы возможно снижение структурного профицита ликвидности и временный переход к ее дефициту. При этом в случае сохранения спроса на кредиты Банка России вероятно проведение преимущественно недельных депозитных аукционов. Действующая система инструментов позволяет Банку России управлять ликвидностью и эффективно достигать операционной цели денежно-кредитной политики при любой ситуации с ликвидностью.

Применение системы инструментов и достижение операционной цели денежно-кредитной политики. Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного рынка¹ формировались преимущественно в нижней половине процентного коридора, но вблизи ключевой ставки Банка России. Спред к ключевой ставке в октябре 2021 – первой половине февраля 2022 г. в среднем по ПУ составил -22 б.п. (в III квартале 2021 г.: -9 б.п.) при колебаниях в интервале от -73 до +25 б.п. (в III квартале 2021 г.: от -89 до +69 б.п.).

¹ 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.

Динамика рыночных ставок в сегменте овернайт в IV квартале, как и ранее, в значительной степени была обусловлена ожиданиями банков повышения ключевой ставки Банка России. Однако в декабрьском ПУ это не привело к существенному росту ставки RUONIA, как это происходило перед заседаниями Совета директоров Банка России в октябре или июле 2021 года. Это можно отчасти объяснить тем, что временно изменилась структура операций участников в сегменте МБК. Так, увеличилось предложение и снизился спрос на ликвидность со стороны крупных участников в этом сегменте из-за роста объема привлечения кредитов Банка России и необходимости поддерживать остаток на корсчетах вблизи усредненной величины обязательных резервов в целях выполнения норматива краткосрочной ликвидности. Это оказывало понижающее давление на ставку RUONIA, в том числе в период перед повышением ключевой ставки. В конце ПУ, когда банки уже, как обычно, в значительной мере выполнили обязательные резервы, Банк России для поддержания RUONIA вблизи ключевой ставки неоднократно проводил депозитные аукционы «тонкой настройки».

Помимо особенности траектории усреднения обязательных резервов банками, на ставки денежного рынка оказывали влияние оттоки и притоки денежных средств из-за динамики автономных факторов формирования ликвидности. Банк России учитывал данные потоки денежных средств при изменении лимитов на недельных депозитных аукционах. В IV квартале в условиях снижения структурного профицита ликвидности Банк России приостановил выпуск и размещение купонных облигаций (КОБР) для сохранения гибкости в управлении ликвидностью с помощью недельных депозитных аукционов.

ВРЕЗКИ

НЕИЗМЕННАЯ КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА В ТЕЧЕНИЕ 2021 ГОДА: КОНТРАФАКТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

В начале 2022 г. центральные банки почти всех крупных стран обращали особое внимание на повышенный уровень инфляции. Все чаще экспертное сообщество отмечает, что инфляционные процессы в мире носят устойчивый характер, а мягкая направленность ДКП и бюджетной политики приводит лишь к перегреву в экономике и дальнейшему росту цен. Сейчас природа, масштаб и возможная продолжительность проинфляционных факторов понятны гораздо лучше, чем в начале 2021 года. Тогда многие центральные банки СФР и развитых стран оценивали нарастающее инфляционное давление как временное явление и сохраняли мягкую направленность ДКП для поддержания экономики в период восстановительного роста.

Банк России, после цикла смягчения ДКП во время пандемии, перешел к повышению ставки одним из первых. Как и другие центральные банки, в конце 2020 – начале 2021 г. Банк России действовал в условиях высокой неопределенности. Так, еще в октябре 2020 г. в [ДоДКП 4/20](#) отмечались разнонаправленность рисков для развития экономики и наличие пространства для смягчения. Например, ухудшение эпидемической ситуации могло привести к усилению дезинфляционного влияния. В свою очередь долгосрочные структурные последствия пандемии и дополнительные издержки, связанные с защитой работников и потребителей от распространения коронавируса, имели бы значимый проинфляционный эффект. Но уже в феврале 2021 г., несмотря на сохранение ставки неизменной, Банк России в [ДоДКП 1/21](#) отметил рост инфляции, признаки усиления проинфляционного давления и отсутствие пространства для дальнейшего смягчения ДКП.

Но что было бы, если бы весь 2021 г. Банк России держал ставку неизменной? Один из видов анализа проводимой ДКП – контрафактический анализ, предполагающий:

- что известны все исторические структурные шоки (зависят от структуры модели, на которой они получены), сохраняющиеся на всем горизонте анализа;
- что отличная от факта динамика макропоказателей обусловлена альтернативной траекторией ключевой ставки ДКП.

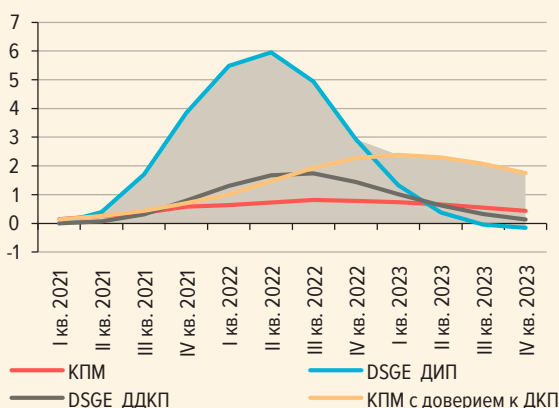
Анализ альтернативного развития экономической ситуации проводился с использованием набора структурных и полуструктурных моделей, применяемых для среднесрочного прогнозирования в Банке России. Широкий разброс оценок отражает модельную неопределенность: различие в подходах к формированию инфляционных ожиданий экономических агентов внутри модели, степень детализации секторов экономики, устойчивость и размер оцененных исторических шоков и так далее.

На рисунках 1 и 2 представлены оценки отклонения динамики инфляции и ставки МБК от базового сценария.

ДИАПАЗОН ОЦЕНОК ОТКЛОНЕНИЯ
ИНФЛЯЦИИ

(% в годовом выражении)

Рис. 1

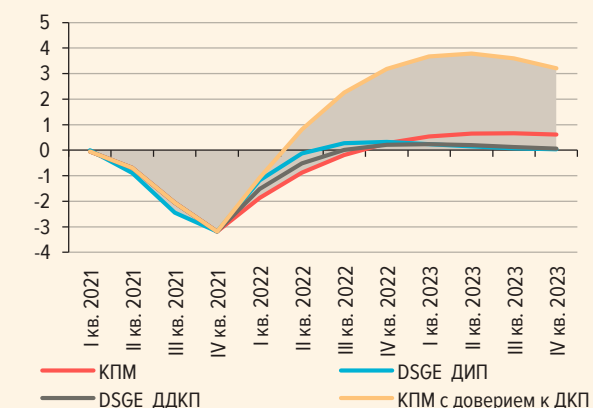


Источник: Банк России.

ДИАПАЗОН ОЦЕНОК ОТКЛОНЕНИЯ СТАВКИ
МБК

(п.п)

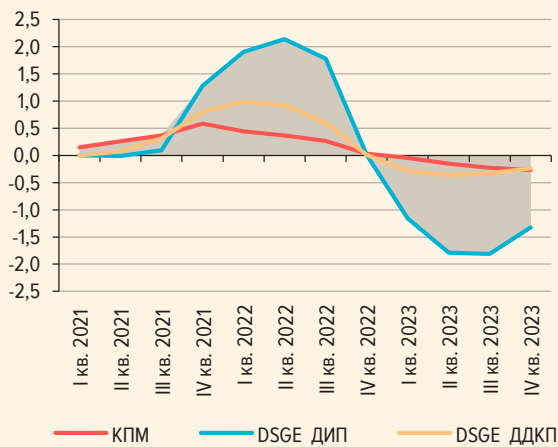
Рис. 2



Источник: Банк России.

**ДИАПАЗОН ОЦЕНОК ОТКЛОНЕНИЯ
ИНФЛЯЦИИ**
(% в годовом выражении)

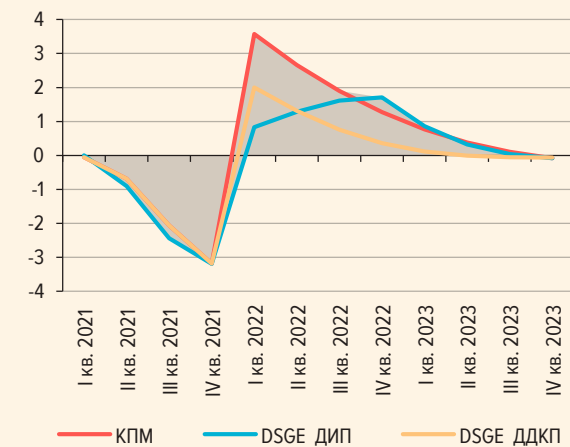
Рис. 3



Источник: Банк России.

**ДИАПАЗОН ОЦЕНОК ОТКЛОНЕНИЯ СТАВКИ
МБК**
(п.п.)

Рис. 4



Источник: Банк России.

Оценка вклада альтернативной траектории ставки в динамику инфляции, полученная с использованием полуструктурной модели с рациональными ожиданиями¹, соответствуют нижней границе диапазона оценок отклонения инфляции от базового сценария. Меньшая реакция инфляции объясняется большей жесткостью цен, чем в других рассматриваемых моделях, и дополнительными информационными жесткостями, выражающимися в более медленной подстройке поведения фирм к изменяющимся экономическим условиям.

Аналогичная оценка, полученная на полуструктурной модели с включением блока эндогенного доверия к ДКП², предполагает более высокую траекторию инфляции по сравнению с базовой моделью, так как сохранение неизменной ставки при возмущениях в течение 2021 г. приводило бы к постепенному снижению доверия к ДКП, что выражалось бы в повышении адаптивности инфляционных ожиданий и формировании их на более высоком уровне.

Оценка, полученная с использованием DSGE-модели с банковским сектором³, задает максимум диапазона в период 2021–2022 годов. Основное отличие данной модели заключается в степени жесткости цен, обуславливающей скорость трансмиссии ДКП.

Представленный диапазон оценок позволяет сделать вывод о том, что решение не повышать ключевую ставку в 2021 г. могло бы привести не только к еще более значительному ускорению инфляции в 2021 г., но и к устойчиво более высокой инфляции в течение 2022–2023 годов. Это потребовало бы проведения более жесткой ДКП в 2022–2023 гг., чем в базовом сценарии, что, в свою очередь, привело бы к замедлению роста или даже снижению уровня деловой активности на среднесрочном горизонте.

Но что если Банк России, после сохранения ставки на уровне 4,25% в 2021 г., захотел бы вернуть инфляцию на уровень базового сценария к концу 2022 года? На рисунках 3 и 4 представлены диапазоны оценок отклонения инфляции и ставки для сценариев с ужесточением ДКП в 2022 г., которое потребовалось бы для возврата инфляции к уровню базового сценария на конец 2022 года.

Такое целеполагание потребовало бы от Банка России решительного повышения ставки для снижения инфляционных ожиданий ценой значительного охлаждения спроса в экономике. А в случае механизма формирования инфляционных ожиданий экономических агентов, учитывающего доверие к проводимой ДКП, снижение инфляции к уровню базового сценария в 2022 г. было бы, вероятнее всего, недостижимым.

¹ *Квартальная прогнозная модель.*

² *Квартальная прогнозная модель с блоком эндогенного доверия к ДКП (Alichi, Chen, Clinton, Freedman, Johnson, Kamenik, Kışınbay, and Laxton (2009) «Inflation Targeting Under Imperfect Policy Credibility», IMF WP; Argov, Epstein, Karam, Laxton, and Rose (2007) «Endogenous Monetary Policy Credibility in a Small Macro Model of Israel», IMF WP; Benes, Clinton, George, Gupta, John, Kamenik, Laxton, Mitra, Nadhanael, Portillo, Wang, and Zhang (2017) «Quarterly Projection Model for India: Key Elements and Properties», IMF WP).*

³ *DSGE-модель российской экономики с банковским сектором.*

УСКОРЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ В 2021 ГОДУ В РОССИИ: РОЛЬ ВНУТРЕННЕГО СПРОСА

Годовая инфляция в России в течение всего 2021 г. держалась выше цели 4% и по итогам года сложилась на уровне 8,4%. Повышенная инфляция в 2021 г. наблюдалась почти во всех крупных экономиках и во многом была связана с ускоренным восстановлением мировой экономики после кризиса пандемии COVID-19. Ухудшение условий на стороне предложения (разрывы цепочек поставок, удорожание логистики) совпало с расширением спроса выше докризисного уровня. При этом во многих странах динамика инфляции обуславливалась не только внешними факторами (темпом роста цен на мировых рынках и в странах – торговых партнерах («импортируемая инфляция»), но и ростом цен, связанным с внутренними процессами на стороне спроса и предложения.

Важно отметить, что именно баланс спроса и предложения на товары и услуги внутри страны является основным фактором ускорения инфляции. Это хорошо иллюстрирует пример некоторых стран Азии (Тайланд, Индонезия и другие), где инфляция оставалась невысокой и не демонстрировала признаков ускорения в 2021 году. Спрос там восстанавливался гораздо медленнее, чем в других странах, поэтому проинфляционное влияние внешних факторов не выразилось в увеличении внутреннего инфляционного давления.

В России роль внешних факторов исторически значима – за период 2003–2018 гг. на них пришлось 30% вариации индекса потребительских цен (ИПЦ). Однако, несмотря на то что в 2021 г. вклад внешних факторов в России вырос, расширение внутреннего спроса в течение года оказывало более заметное влияние на темпы роста цен. Это было связано с опережающим расширением спроса по сравнению с возможностями наращивания предложения.

Одним из способов оценить роль внутренних шоков спроса в динамике цен является анализ индекса PMI Suppliers' Delivery Times («Сроки поставок заказов»), который отражает удлинение или сокращение времени поставок заказанных предприятиями ресурсов. В 2020 г. ухудшение условий поставок почти целиком было связано с нарушениями в производственных и логистических цепочках. А в 2021 г. удлинение сроков поставок стало следствием более быстрого восстановления развитых экономик, роста спроса на непродовольственные товары на фоне замещения потребления услуг и соответствующего роста потребностей производства.

Так как на динамику индексов одновременно влияют шоки спроса и шоки предложения, необходимо применять подходы к оценке, позволяющие разделить влияние этих шоков. Банк России провел анализ индексов PMI¹ методом, предложенным ЕЦБ. Метод идентификации предполагает оценку VAR-модели, включающей индекс PMI Manufacturing и индекс PMI Suppliers' Delivery Times для России. Шок спроса и шок предложения идентифицируются через знаковые ограничения: рост выпуска и рост поставок – шок спроса; снижение выпуска и рост поставок – шок предложения.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ИНДЕКСА PMI SUPPLIERS' DELIVERY TIMES В ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ РОССИИ НА ШОКИ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ (п.п.)

Рис. 1



Источники: IHS Markit, расчеты Банка России.

¹ Аналитическая записка Банка России «О роли глобальных факторов в инфляции», февраль 2022 года.

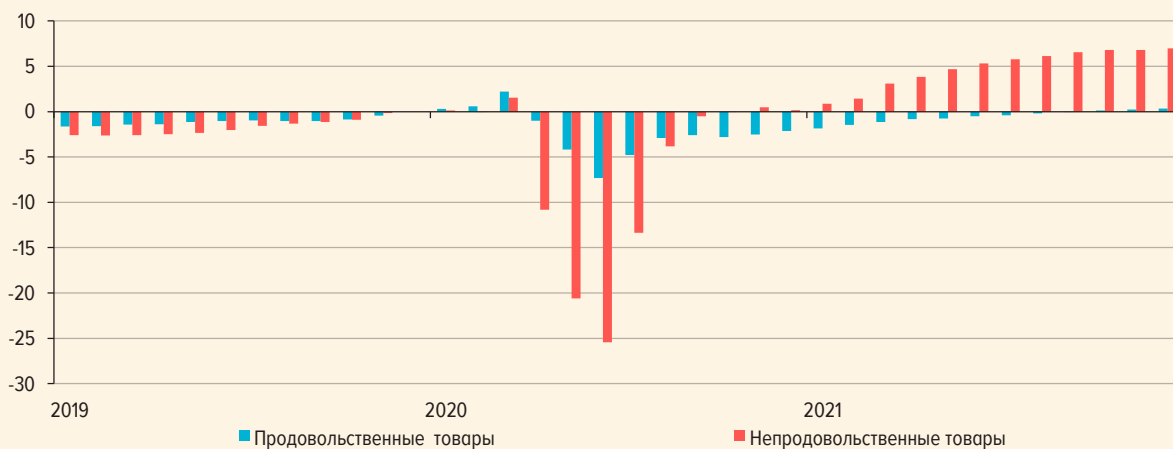
Расчеты Банка России показывают, что в 2021 г. в динамике индекса PMI Suppliers' Delivery Times в России внутренние факторы (шоки спроса) стали играть заметную роль. При этом в 2020 г. удлинение сроков поставок практически полностью было связано со сбоями на стороне предложения.

Дополнительным подтверждением этому тезису также служит набор статистических и опросных индикаторов. Во-первых, потребительская активность в течение года росла ускоренными темпами, причем спрос на непродовольственные товары восстановился до допандемического уровня уже в конце 2020 г. и продолжил расти. В декабре 2021 г. темп роста продаж непродовольственных товаров по отношению к допандемическому уровню составил 7%. Во-вторых, согласно мониторингу предприятий Банка России, производители в течение 2021 г. не имели возможности нарастить производство теми же темпами, которыми расширялся спрос. Наконец, вклад прироста цен на непродовольственные товары в ИПЦ оставался значительным. Инфляционные ожидания также заметно росли в течение года – как у населения, так и у предприятий они обновляли многолетние максимумы.

Таким образом, динамика инфляции в 2021 г. хотя и связана с факторами в мировой экономике, но в значительной степени обусловлена более быстрым ростом спроса по сравнению с предложением. Для возвращения инфляции к целевому значению требуется ужесточение денежно-кредитной политики, сопоставимое с возросшими инфляционными ожиданиями и избыточным ростом внутреннего спроса, который не удовлетворяется имеющимся предложением на рынке, а потому не расширяет потребление и ведет к росту цен. Кроме того, ужесточение политики замедляет и импортируемую инфляцию за счет более жестких финансовых условий и предотвращения чрезмерного несбалансированного роста спроса, вызванного внешними факторами.

ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ ПО КАТЕГОРИЯМ ТОВАРОВ (% к IV кварталу 2019 г., 3ММА, SA)

Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

ОЦЕНКА ЖЕСТКОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ

Жесткость денежно-кредитных условий (ДКУ) можно определять на основании отклонения реальных процентных ставок в экономике от их равновесных уровней. С учетом параметризации, используемой в модели КПМ¹, можно сформировать индекс жесткости (или разрыв) ДКУ.

Разрыв ДКУ, \widehat{rra}_t , – интегральный ценовой показатель направленности денежно-кредитных условий. В КПМ разрыв ДКУ лежит в основе процентного канала трансмиссии денежно-кредитной политики и определяет влияние реальных процентных ставок (разрывов) на разрыв выпуска в кривой агрегированного спроса (1) и впоследствии на предельные издержки фирм и инфляцию:

$$\hat{y}_t = \beta_{lag} \hat{y}_{t-1} + \beta_{lead} E_t \hat{y}_{t+1} - \beta_{rr} \widehat{rra}_t + \beta_z \hat{z}_t + \dots + \varepsilon_t^y \quad (1).$$

В расширенной КПМ, включающей блок срочной структуры процентных ставок, разрыв ДКУ определяется как средневзвешенное² разрывов реальных процентных ставок различной срочности:

$$\widehat{rra}_t = w_{1y} \widehat{rrm}_t^{1y} + w_{3y} \widehat{rrm}_t^{3y} + w_{5y} \widehat{rrg}_t^{5y} + w_{10y} \widehat{rrg}_t^{10y} \quad (2)$$

где \widehat{rrm}_t^{1y} – разрыв реальной кредитной ставки для нефинансовых организаций (НФО) сроком до года, \widehat{rrm}_t^{3y} – разрыв реальной кредитной ставки для НФО сроком свыше года, \widehat{rrg}_t^{5y} – разрыв реальной ставки бескупонной доходности ОФЗ сроком 5 лет, \widehat{rrg}_t^{10y} – разрыв реальной ставки бескупонной доходности ОФЗ сроком 10 лет. Разрыв реальной процентной ставки для срока τ , \widehat{rrx}_t^τ , определяется как разница между соответствующей реальной процентной ставкой, rrx_t^τ , и оценкой ее равновесного уровня, \bar{rrx}_t^τ :

$$\widehat{rrx}_t^\tau = rrx_t^\tau - \bar{rrx}_t^\tau.$$

Реальная процентная ставка, rrx_t^τ , определяется как разница между номинальной процентной ставкой, rsx_t^τ , и инфляционными ожиданиями на соответствующий срок, $E_t \pi_{t,t+\tau}$:

$$rrx_t^\tau = rsx_t^\tau - E_t \pi_{t,t+\tau},$$

где $E_t \pi_{t,t+\tau}$ – ожидания средней секвенциальной инфляции между кварталами t и $t + \tau$.

Разрыв ДКУ можно использовать для характеристики жесткости ДКУ: положительное значение показателя означает превышение реальных ставок над равновесными значениями в среднем на разных срочностях – денежно-кредитные условия являются жесткими. И наоборот, отрицательное значение показателя означает нахождение реальных ставок ниже равновесных значений в среднем на разных срочностях – денежно-кредитные условия являются мягкими.

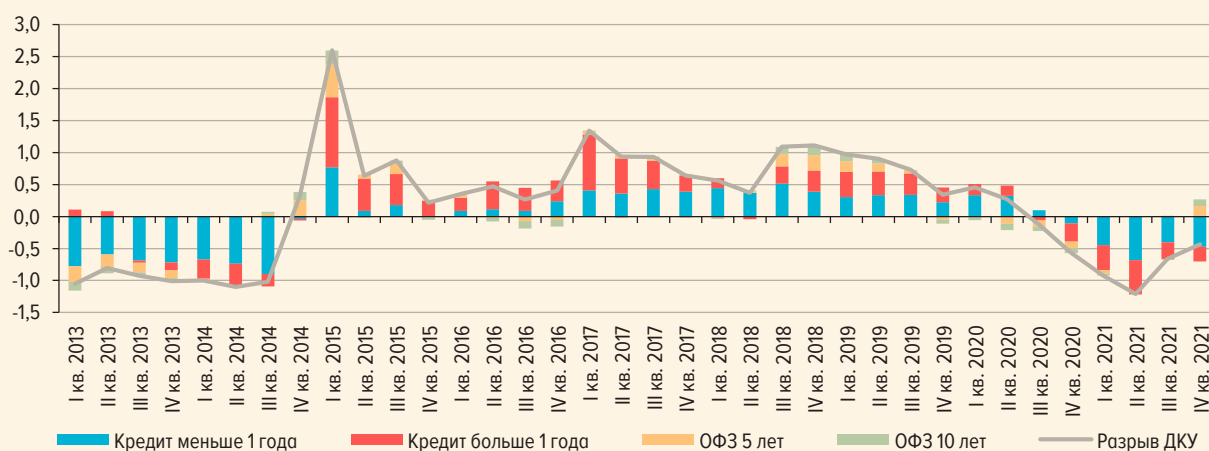
Оценки разрыва ДКУ на истории приведены на рисунке. В целом с IV квартала 2014 г. ДКУ перешли в область жесткости с периодом наибольшей жесткости в первой половине 2015 года. Несмотря на снижение номинальных ставок, в 2017 г. ДКУ стали, по оценке, более жесткими из-за периода низкой инфляции. В 2018 г. снова произошло ужесточение ДКУ – в большей степени за счет дальнего конца кривой ОФЗ – в период волатильности на финансовых рынках и усиления геополитической напряженности. Со второй половины 2019 г. происходило смягчение ДКУ, и в III квартале 2020 г. они перешли в мягкую область с периодом наибольшей мягкости в II квартале 2021 года. Начиная с III квартала 2021 г. происходит постепенное ужесточение ДКУ.

Стоит отметить, что разрывы кредитных ставок более персистентны и медленнее адаптируются к изменившимся условиям на финансовых рынках. В частности, разрывы реальных ставок на длин-

¹ [Квартальная прогнозная модель.](#)

² Веса калибруются на основе комбинирования распределения кредитов НФО по срочностям, весов конечного потребления и валового накопления основного капитала в ВВП и доли облигационного финансирования инвестиций компаниями.

ДИНАМИКА РАЗРЫВА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫХ УСЛОВИЙ (п.п.)



Источник: расчеты Банка России.

ном конце кривой ОФЗ перешли в нейтральную область уже в 2016 г., тогда как разрывы кредитных ставок оставались положительными в течение всего периода 2015–2019 годов. Разрывы дальнего конца кривой ОФЗ быстрее перешли и в отрицательную область – уже во второй половине 2019 г., но быстрее и росли в течение 2021 года. При этом рост реальных равновесных ставок до 2016 г. связан с ростом общего уровня равновесной премии за срочность в кривой ОФЗ, снижение после 2016 г. – с уменьшением краткосрочной реальной равновесной ставки в условиях стабилизации курсовой динамики и снижения равновесной премии за риск.

Проведенный Банком России анализ показывает, что ДКУ в IV квартале 2021 г. оставались умеренно мягкими. Для возврата инфляции к цели денежно-кредитные условия должны стать значимо более жесткими относительно их текущего уровня.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ

Информационно-аналитические комментарии Банка России, вышедшие после публикации ДоДКП 4/21 1 ноября 2021 г.¹:

1. [Динамика потребительских цен, № 10 \(70\), октябрь 2021 г. \(12 ноября 2021 г.\)](#).
2. [Динамика потребительских цен, № 11 \(71\), ноябрь 2021 г. \(17 декабря 2021 г.\)](#).
3. [Динамика потребительских цен, № 12 \(72\), декабрь 2021 г. \(19 января 2022 г.\)](#).
4. [Динамика потребительских цен, № 1 \(73\), январь 2022 г. \(14 февраля 2022 г.\)](#).
5. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 11 \(59\), ноябрь 2021 г. \(25 ноября 2021 г.\)](#).
6. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 12 \(60\), декабрь 2021 г. \(23 декабря 2021 г.\)](#).
7. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 1 \(61\), январь 2022 г. \(2 февраля 2022 г.\)](#).
8. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 10 \(68\), октябрь 2021 г. \(11 ноября 2021 г.\)](#).
9. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 11 \(69\), ноябрь 2021 г. \(9 декабря 2021 г.\)](#).
10. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 12 \(70\), декабрь 2021 г. \(20 января 2021 г.\)](#).
11. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 1 \(71\), январь 2022 г. \(15 февраля 2022 г.\)](#).
12. [Платежный баланс Российской Федерации, № 4 \(10\), IV квартал 2021 г. \(27 января 2022 г.\)](#).

¹ В скобках указана дата публикации на официальном сайте Банка России.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ИНСТРУМЕНТАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ¹

Табл. 1

(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Ставки в спредах к ключевой ставке (п.п.)	С													
						14.02.2022	20.12.2021	25.10.2021	13.09.2021	26.07.2021	15.06.2021	26.04.2021	22.03.2021	27.07.2020	15.06.2021	26.04.2021	22.03.2021		
Предоставление ликвидности	Операции постоянно-го действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; операции repo; сделки «валютный своп» ²	1 день	Ежедневно	+1,00	7,50	7,75	8,50	8,50	7,50	6,00	6,50	7,50	7,75	8,50	8,50	9,50	10,50	
			От 2 до 549 дней ³			8,25	8,50	9,25	9,25	8,25	7,25	6,75	8,25	8,50	9,25	10,25	11,25		
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами		3 месяца ³	Ежемесячно ⁴	+0,25	6,75	7,00	7,75	7,75	6,75	5,75	5,25	6,75	7,00	7,75	8,75	9,75	
				1 год ³			6,60	6,85	7,60	7,60	6,60	5,60	5,10	6,60	6,85	7,60	8,60	9,60	
				1 месяц			4,35	4,60	5,10	5,10	4,35	4,60	5,10	5,10	4,35	4,60	5,10	5,60	6,60
				1 неделя			4,25	4,50	5,00	5,00	4,25	4,50	5,00	5,00	4,25	4,50	5,00	5,50	6,50
	Асборпование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы «валютный своп» ²	От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁶	0,00	6,75	6,75	7,50	7,50	6,75	5,75	5,25	6,75	7,00	7,75	8,75	9,75	
				От 1 до 2 дней			6,50	6,75	7,50	7,50	6,50	5,50	5,00	6,50	6,75	7,50	8,50	9,50	
				От 1 до 6 дней			6,50	6,75	7,50	7,50	6,50	5,50	5,00	6,50	6,75	7,50	8,50	9,50	
				1 неделя			6,50	6,75	7,50	7,50	6,50	5,50	5,00	6,50	6,75	7,50	8,50	9,50	
Асборпование ликвидности	Операции постоянно-го действия	Депозитные операции	1 день	Ежедневно	-1,00	5,50	5,75	6,50	6,50	5,50	4,50	4,00	5,50	5,75	6,50	7,50	8,50		
			1 неделя			5,50	5,75	6,50	6,50	5,50	4,50	4,00	5,50	5,75	6,50	7,50	8,50		

¹ Ставки установлены Советом директоров Банка России.

² Указана процентная ставка по рублевой части, процентная ставка по валютной части приравнена к ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США или евро (в зависимости от используемой в сделке валюты).

³ Кредиты и операции repo по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.

⁴ Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 г., аукционы repo введены в мае 2020 года.

⁵ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводятся либо аукцион repo, либо депозитный аукцион.

⁶ Операции «тонкой настройки».

Справочно: значение ставки рефинансирования с 1 января 2016 г. приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

Табл. 2

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ
(млрд руб.)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления и обязательства по инструментам абсорбирования ликвидности					
					На 01.01.2021	На 01.04.2021	На 01.07.2021	На 01.10.2021	На 01.01.2022	На 01.02.2022
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
		Операции репо			0,1	0,4	0,4	10,6	2,6	571
		Сделки «валютный своп»			118,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно ¹	5,1	246,1	5,4	35,2	790,1	830,1
					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	1 год	Еженедельно ²	36,7	52,6	47,9	47,9	15,6	103,3
					810,2	50,2	100,4	60,3	100,8	30,3
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ²	843,9	1650,0	1190,7	780,0	1625,9	1020,0
					574,9	645,1	626,4	603,4	0,0	0,0
		Аукционы по размещению купонных ОБР	До 3 месяцев	Еженедельно ⁴	376,7	122,1	123,5	243,1	1177,9	409,6
					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 г., аукционы репо введены в мае 2020 года.

² В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

³ Операции «тонкой настройки».

⁴ Как правило, размещение ОБР нового выпуска происходит раз в месяц, следующее 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 октября 2021 г. аукционы по размещению ОБР не проводились.

Источник: Банк России.

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ
(%)

Табл. 3

Вид обязательств	Даты действия				
	01.12.2017 – 31.07.2018	01.08.2018 – 31.03.2019	01.04.2019 – 30.06.2019	с 01.07.2019 ¹	с 01.04.2022 ²
Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации					
Перед физическими лицами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	4,50
По иным обязательствам в рублях					
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях					
Перед физическими лицами в иностранной валюте	6,00	7,00	7,00	8,00	8,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте					
Банки с базовой лицензией					
Перед физическими лицами в рублях	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
По иным обязательствам в рублях					
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75	1,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте	6,00	7,00	7,00	8,00	8,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте					

¹ Указание Банка России от 31.05.2019 № 5158-У. См. пресс-релиз от 31 мая 2019 г. на сайте Банка России.² См. пресс-релизы от 26 июля и 24 сентября 2021 г. на сайте Банка России.

Источник: Банк России.

КОЭФФИЦИЕНТ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 4

Вид кредитных организаций	Даты действия	
	До 31.03.2022	с 01.04.2022 ¹
Банки с универсальной лицензией, банки с базовой лицензией	0,8	0,9
Небанковские кредитные организации	1,0	1,0

¹ См. пресс-релизы от 26 июля и 24 сентября 2021 г. на сайте Банка России.

Источник: Банк России.

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ НА 2020 – 2021 ГГ. И ИНФОРМАЦИЯ О ВЫПОЛНЕНИИ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ ТРЕБОВАНИЙ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ Табл. 5

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно		Фактические средненедельные остатки средств на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах (млрд руб.)	Обязательные резервы на счетах для их учета (млрд руб.)
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов			
11.12.2019 – 14.01.2020	35	Ноябрь 2019	13.12.2019 – 17.12.2019	2 526	2 428	617
15.01.2020 – 11.02.2020	28	Декабрь 2019	22.01.2020 – 24.01.2020	2 479	2 418	618
12.02.2020 – 10.03.2020	28	Январь 2020	14.02.2020 – 18.02.2020	2 474	2 398	613
11.03.2020 – 07.04.2020	28	Февраль 2020	16.03.2020 – 18.03.2020	2 536	2 431	622
08.04.2020 – 12.05.2020	35	Март 2020	14.04.2020 – 16.04.2020	2 685	2 605	665
13.05.2020 – 09.06.2020	28	Апрель 2020	20.05.2020 – 22.05.2020	2 700	2 635	671
10.06.2020 – 07.07.2020	28	Май 2020	15.06.2020 – 17.06.2020	2 636	2 570	656
08.07.2020 – 04.08.2020	28	Июнь 2020	14.07.2020 – 16.07.2020	2 590	2 529	647
05.08.2020 – 08.09.2020	35	Июль 2020	14.08.2020 – 18.08.2020	2 632	2 578	659
09.09.2020 – 06.10.2020	28	Август 2020	14.09.2020 – 16.09.2020	2 699	2 634	673
07.10.2020 – 10.11.2020	35	Сентябрь 2020	14.10.2020 – 16.10.2020	2 753	2 688	686
11.11.2020 – 08.12.2020	28	Октябрь 2020	16.11.2020 – 18.11.2020	2 806	2 737	699
09.12.2020 – 12.01.2021	35	Ноябрь 2020	14.12.2020 – 16.12.2020	2 902	2 791	714
13.01.2021 – 09.02.2021	28	Декабрь 2020	22.01.2021 – 26.01.2021	2 879	2 818	721
10.02.2021 – 09.03.2021	28	Январь 2021	12.02.2021 – 16.02.2021	2 895	2 825	722
10.03.2021 – 06.04.2021	28	Февраль 2021	15.03.2021 – 17.03.2021	2 965	2 906	741
07.04.2021 – 11.05.2021	35	Март 2021	14.04.2021 – 16.04.2021	3 011	2 934	749
12.05.2021 – 08.06.2021	28	Апрель 2021	18.05.2021 – 20.05.2021	3 082	3 006	772
09.06.2021 – 06.07.2021	28	Май 2021	15.06.2021 – 17.06.2021	3 134	3 032	772
07.07.2021 – 10.08.2021	35	Июнь 2021	14.07.2021 – 16.07.2021	3 169	3 039	774
11.08.2021 – 07.09.2021	28	Июль 2021	13.08.2021 – 17.08.2021	3 194	3 059	778
08.09.2021 – 12.10.2021	35	Август 2021	14.09.2021 – 16.09.2021	3 243	3 104	789
13.10.2021 – 09.11.2021	28	Сентябрь 2021	14.10.2021 – 18.10.2021	3 265	3 132	794
10.11.2021 – 07.12.2021	28	Октябрь 2021	16.11.2021 – 18.11.2021	3 292	3 149	800
08.12.2021 – 11.01.2022	35	Ноябрь 2021	14.12.2021 – 16.12.2021	3 353	3 207	815
12.01.2022 – 08.02.2022	28	Декабрь 2021	21.01.2022 – 25.01.2022	3 323	3 245	825

Табл. 6

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

	Январь 2021	Февраль 2021	Март 2021	Апрель 2021	Май 2021	Июнь 2021	Июль 2021	Август 2021	Сентябрь 2021	Октябрь 2021	Ноябрь 2021	Декабрь 2021	Январь 2022
Реальный сектор													
Инфляция	% г/г	5,2	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5	7,4	8,1	8,4	8,4	8,7
ВВП*	% г/г			-0,7			10,5		4,3				
ВВП в текущих ценах*	трлн руб.			26,8			30,9		33,9				
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	-1,4	-2,0	3,5	14,1	14,5	11,5	6,4	4,4	6,8	7,6	5,9	
Промышленное производство	% г/г												
Производство сельхозпродукции	% г/г	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-6,4	4,9	12,0	1,3	
Строительство	% г/г	1,5	0,0	6,3	9,5	9,8	12,1	4,9	1,1	1,7	8,7	8,4	
Инвестиции в основной капитал*	% г/г			2,0			11,0		7,8				
Грузооборот транспорта	% г/г	-2,2	-0,6	4,1	6,3	11,3	13,1	9,3	5,2	5,7	3,7	2,8	
PMI Composite Index	% SA	52,3	52,6	54,6	54,0	56,2	55,0	51,7	50,5	49,5	48,4	50,2	
Оборот розничной торговли	% г/г	0,5	-1,2	-3,2	35,2	27,3	11,0	5,3	5,8	4,3	3,1	5,4	
Реальные располагаемые доходы*	% г/г			-3,9			6,8		8,8			0,5	
Реальная заработная плата	% г/г	0,1	2,0	1,8	7,8	3,3	4,9	2,2	2,0	0,6	3,4		
Номинальная заработная плата	% г/г	5,3	7,8	7,7	13,8	9,5	11,7	8,8	9,6	8,8	12,1		
Уровень безработицы	% SA	5,6	5,5	5,3	5,1	5,0	4,8	4,6	4,4	4,3	4,3		
Банковский сектор													
Широкая денежная масса	% г/г; ИВП	12,6	12,7	12,6	11,0	11,7	11,6	9,9	9,5	10,2	10,7	11,0	11,3
Денежная масса (агрегат M2)	% г/г	13,5	13,8	13,4	11,3	11,8	11,5	9,5	8,2	8,2	8,8	11,0	13,0
Депозиты населения	% г/г; ИВП	4,3	3,1	2,6	3,5	5,4	4,2	2,7	3,1	4,6	6,1	5,8	5,5
в рублях	% г/г	6,5	5,2	4,1	4,2	6,0	4,4	2,5	3,4	4,0	5,5	6,3	6,8
в иностранной валюте	% г/г	-4,6	-4,7	-2,9	1,4	3,4	3,0	3,5	3,9	7,0	8,8	4,2	0,8
долларизация	%	20,7	21,7	21,2	21,3	20,6	20,8	20,7	20,9	20,8	20,4	20,9	19,9
Кредиты нефинансовым организациям	% г/г; ИВП	7,0	7,3	8,4	5,9	7,9	9,2	9,8	9,6	10,7	11,5	11,7	12,7
краткосрочные (до 1 года)	% г/г; ИВП	10,6	12,1	13,0	2,2	1,6	5,0	7,2	10,4	11,5	14,2	12,6	13,8
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г; ИВП	5,7	5,9	7,2	6,6	9,5	10,5	11,1	11,8	13,2	13,5	14,2	15,4
уровень просроченной задолженности	%	7,8	7,6	7,5	7,4	7,2	7,2	7,2	6,5	6,3	6,2	6,1	5,9
Кредиты населению	% г/г; ИВП	13,5	13,5	13,8	14,4	17,6	19,9	21,6	21,8	21,8	21,5	21,8	22,7
ипотечные жилищные кредиты	% г/г; ИВП	21,6	21,8	22,2	23,2	25,7	27,2	29,0	27,8	26,7	25,3	25,1	26,7
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	8,8	8,6	8,6	8,9	12,5	15,2	17,0	18,5	19,2	19,0	19,7	20,1
уровень просроченной задолженности	%	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,5	4,3	4,3	4,2	4,1	4,2	4,0

Обозначения:

* – данные за квартал;

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года;

SA – сезонно скорректированный;

ВЭД – виды экономической деятельности;

ИВП – с исключением валютной переоценки;

Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты Банка России.

Табл. 7

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

	I квартал 2019		II квартал 2019		III квартал 2019		IV квартал 2019		I квартал 2020		II квартал 2020		III квартал 2020		IV квартал 2020		I квартал 2021		II квартал 2021		III квартал 2021		IV квартал 2021 ¹		
	% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г		% г/г
Платежный баланс²																									
Цена нефти марки Urals	-3,7		-5,5		-16,9		-7,2		-22,6		-57,0		-29,6		-29,1		23,1		126,5		64,7		76,2		
Курс к доллару («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	-14,0		-4,3		1,4		4,3		0,0		-10,7		-12,2		-16,4		-11,0		-2,5		0,1		5,0		
Экспорт товаров и услуг	0,7		-6,6		-6,4		-8,0		-11,6		-31,3		-25,2		-16,3		1,9		59,1		64,0		53,2		
Импорт товаров и услуг	-3,7		-1,6		5,3		9,6		0,8		-23,9		-20,4		-10,0		3,4		41,1		32,2		24,0		
Счет текущих операций																									
Торговый баланс	33,6		10,3		10,6		11,0		23,5		1,6		3,9		7,0		23,3		18,3		36,9		41,8		
Экспорт	47,2		39,7		38,0		41,0		33,3		16,7		18,8		25,0		28,7		38,9		55,0		63,4		
Импорт	102,6		101,6		103,2		112,4		89,3		70,5		79,0		94,6		93,2		115,0		132,8		148,7		
Баланс услуг	55,5		61,9		65,2		71,4		56,0		53,8		60,2		69,7		64,6		76,2		77,8		85,3		
Экспорт	-6,1		-8,9		-11,7		-10,0		-6,4		-1,9		-3,6		-5,2		-2,4		-3,5		-6,5		-7,4		
Импорт	13,7		15,6		16,6		15,9		13,5		10,0		10,7		12,8		11,5		13,0		14,2		15,9		
Баланс первичных и вторичных доходов	19,8		24,5		28,4		26,0		19,9		11,9		14,3		18,0		13,9		16,5		20,7		23,3		
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	-7,5		-20,5		-15,7		-20,0		-3,5		-13,2		-11,2		-12,8		-3,0		-17,0		-11,6		-14,2		
Финансовый счет, кроме резервов (чистое кредитование (+)/ чистое заимствование (-)	33,6		10,1		10,5		10,6		23,5		1,4		3,9		6,7		23,5		18,1		36,8		41,6		
Государственный сектор	12,5		-5,0		-7,0		-3,5		19,3		14,6		8,6		10,5		19,2		9,2		4,2		22,8		
Частный сектор	-9,3		-6,2		-3,6		-3,8		0,4		1,4		-2,6		-0,4		1,6		2,7		-22,0		2,2		
Чистые ошибки и пропуски	21,8		1,2		-3,3		0,2		19,0		13,2		11,1		10,9		17,6		6,5		26,2		20,6		
Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)	-2,5		1,5		-1,5		1,3		0,9		0,3		2,5		0,2		-0,5		-0,4		-3,0		2,9		
	18,6		16,6		15,9		15,4		5,0		-12,9		-2,3		-3,6		3,7		8,5		29,6		21,7		

¹ Оценка.² В знаках РЛББ.

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 численные проценты по ним.

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 о 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.

КРЕДИТНЫЙ ДЕФОЛТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP, CDS)

Финансовый инструмент, который позволяет его покупателю в обмен на регулярную выплату премий (CDS-спред) его продавцу застраховаться от некоего кредитного события (например, дефолта) по финансовым обязательствам третьей стороны. Чем выше выплачиваемая премия, тем более рискованными считаются обязательства, в отношении которых был заключен кредитный дефолтный своп.

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.

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

АЕБ – Ассоциация европейского бизнеса

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

БРИКС – группа из пяти стран, включающая Бразилию, Россию, Индию, Китай и Южно-Африканскую Республику

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДУ – договор долевого участия

ДИП – Департамент исследований и прогнозирования

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики

ДоДКП – Доклад о денежно-кредитной политике (4/20 – № 4, 2020 г.; 1/21 – № 1, 2021 г.; 4/21 – № 4, 2021 г.)

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ИБВЭД – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности

ИВП – исключая валютную переоценку

ИПЦ – индекс потребительских цен

КОД – коэффициент обслуживания долга (отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов)

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

мбс – млн баррелей в сутки

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

ОБР – облигации Банка России

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

ОФЗ – облигации федерального займа

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ПСК – полная стоимость кредита

п.п. – процентный пункт

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

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»

СЗКО – системно значимые кредитные организации

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

УБК – условия банковского кредитования

ФАО (Food and Agriculture Organization of the United Nations, FAO) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН

ФНБ – Фонд национального благосостояния

ФРБ – Федеральный резервный банк

ФРС – Федеральная резервная система США

ЭЭГВ – производство и распределение электроэнергии, газа и воды

DSGE – Dynamic stochastic general equilibrium (модель российской экономики с банковским сектором)

MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)

MIACR-B – Moscow Interbank Actual Credit Rate-B-Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам со спекулятивным кредитным рейтингом)

MIACR-IG – Moscow Interbank Actual Credit Rate-Investment Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам с инвестиционным кредитным рейтингом)

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

