



МАРТ 2025

# ОСОБЕННОСТИ РАБОТЫ ТРАНСМИССИОННОГО МЕХАНИЗМА В 2023–2024 ГОДАХ

Аналитическая записка

Б. Рабинович, Е. Петренева, К. Вировец

Материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования.

Содержание настоящей аналитической записки отражает личную позицию авторов. Результаты анализа являются предварительными и публикуются с целью стимулировать обсуждение и получить комментарии для возможной дальнейшей доработки материала. Содержание и результаты анализа не следует рассматривать, в том числе цитировать в каких-либо изданиях, как официальную позицию Банка России или указание на официальную политику или решения регулятора. Любые ошибки в данном материале являются исключительно авторскими.

Все права защищены. Воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>РЕЗЮМЕ</b>	<b>4</b>
<b>1. ВВЕДЕНИЕ</b>	<b>5</b>
<b>2. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТРАНСМИССИЯ</b>	<b>5</b>
<b>3. ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ: реакция средних кредитных ставок на ужесточение ДКП ослаблена льготными программами</b>	<b>7</b>
<b>4. Эффект на депозиты: влияние схоже с прошлыми эпизодами</b>	<b>11</b>
<b>5. Влияние на кредиты: происходило несколько иначе</b>	<b>12</b>
5.1. Улучшение финансовых настроений и рост доходов (канал благосостояния)	13
5.2. Бюджетная политика	16
5.3. Изменение работы узкого кредитного канала и неценовых условий	18
5.4. Льготные программы	20
5.5. Увеличение доли кредитования по плавающей ставке	21
<b>6. Другие факторы</b>	<b>22</b>
<b>7. ВАЛЮТНЫЙ КАНАЛ</b>	<b>23</b>
<b>ВЫВОДЫ</b>	<b>25</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ</b>	<b>27</b>

## РЕЗЮМЕ

Цикл ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП), начатый Банком России в июле 2023 г., происходит в условиях, кардинально отличающихся от прошлых эпизодов значительного повышения ключевой ставки. Изменения коснулись как внешних, так и внутренних условий, несколько поменяв характер работы различных каналов трансмиссионного механизма.

Работа **процентного канала** (перенос повышения ключевой ставки в ставки в экономике) в целом была схожа с предыдущими эпизодами ужесточения ДКП за исключением отдельных сегментов, где его роль ослабла из-за значительного роста доли льготного кредитования (например, в ипотеке). В части депозитов трансмиссия хотя и способствовала ощутимому притоку средств физических лиц на срочные вклады и в ценные бумаги, прирост депозитов юридических лиц был несколько ниже, чем в другие эпизоды ужесточения ДКП. Причины - улучшение внутренней экономической конъюнктуры и процесс структурной трансформации, создавший существенный спрос на финансовые ресурсы.

Схожие факторы вместе с высокой обеспеченностью госконтрактами привели к сохранению повышенного спроса на кредиты в корпоративном секторе. При этом увеличилась доля кредитования по плавающим ставкам. В розничном сегменте действие трансмиссии ослабло и активное повышение ставок не привело к существенному замедлению выдач. Значительную роль в этом сыграло проциклическое действие льготных программ ипотечного кредитования и усиление жесткости на рынке труда, стимулировавшее потребительский спрос за счет очень быстрого увеличения заработных плат. Помимо этого, предложение кредитов банками поддерживалось высоким финансовым результатом, достигнутым банковским сектором в 2023 г. и рядом регуляторных послаблений. Влияние ДКП на спрос и инфляцию через кредиты в целом остается значимым, однако задача по оценке его масштаба за последнее время несколько осложнилась с учетом особенности происходящей в настоящее время структурной трансформации в российской экономике.

Вместе с тем в условиях ухода нерезидентов с российского финансового рынка и ограничений на трансграничные потоки капитала эффективность **валютного канала** трансмиссии снизилась – в основном из-за удлинения лагов его действия.

Однако некоторое снижение значимости ряда каналов трансмиссионного механизма и большие лаги переноса принятых решений по ключевой ставке в основные экономические показатели не означают, что проводимая ДКП теперь не способна привести инфляцию к цели. Жесткие денежно-кредитные условия неизбежно затормозят инфляционные процессы в экономике. Но в силу изменений трансмиссионного механизма ДКП это может потребовать более значительных изменений ставки и/или более длительного периода их сохранения. Кроме того, на скорость схождения инфляции к 4% будут также влиять внутренние и внешние автономные факторы, которые не находятся в зоне прямого влияния ДКП и которые являются менее предсказуемыми, чем до 2022 года. ДКП способна компенсировать их воздействие, однако не может нейтрализовать их мгновенно. В свете этого крайне важной является предсказуемость бюджетной политики и объемов льготного кредитования.

## 1. ВВЕДЕНИЕ

Ранее принятые решения по денежно-кредитной политике (ДКП) в течение времени постепенно транслируются в текущую динамику экономики и инфляции через различные каналы трансмиссионного механизма. В результате ужесточение денежно-кредитных условий нарастает, а приток средств населения на срочные счета остается устойчивым. Ко второй половине 2024 г. стало заметно действие процентного канала трансмиссионного механизма ДКП в сегменте розничного кредитования. Вместе с тем в сегменте корпоративного кредитования тренду на устойчивое замедление пока предстоит сформироваться.

Текущий эпизод значительного повышения ключевой ставки качественно отличается от предыдущих, которых в последнее десятилетие насчитывалось три – в 2014 г., в 2021 и 2022 годах. Каждый из них был по-своему уникальным, однако геополитические и макроэкономические условия реализации текущего эпизода во многом являются беспрецедентными. Поэтому учет особенностей текущего функционирования трансмиссионного механизма – важная для Банка России задача при принятии решений в области денежно-кредитной и макропруденциальной политики.

## 2. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТРАНСМИССИЯ

Трансмиссионный механизм ДКП (ТМ ДКП, или денежно-кредитная трансмиссия) – это последовательность связей в экономике, через которые ДКП влияет на спрос и, соответственно, инфляцию. Базовым элементом механизма является влияние ключевой ставки Банка России на ставки и доходности на основных сегментах финансового рынка (процентный канал). Ставки в свою очередь действуют на привлекательность сбережений, потребления и инвестиций, возможности заемщиков предоставлять качественное обеспечение, а банков – наращивать кредитование (кредитный и балансовый каналы), богатство инвесторов (канал благосостояния) и курс рубля (валютный канал).

Через любой из этих каналов рост рыночных ставок в той или иной мере сдерживает спрос и инфляцию, а снижение ставок оказывает повышательное давление. Масштабные изменения, вызванные геополитическими вызовами и потребностью в структурной перестройке экономики начиная с 2022 г., повлияли на все экономические процессы, в том числе каналы трансмиссионного механизма, изменив скорость и масштаб действия некоторых из них.

В последнее десятилетие, за всю историю использования ключевой ставки как инструмента ДКП, с 2013 г., помимо текущего периода, можно выделить еще три основных эпизода значительного повышения ключевой ставки и поддержания жестких денежно-кредитных условий – 2014–2019, 2021 и 2022 годы. Причины и сопутствующие этому внутренние и внешние условия были различными.

**2014 г.: геополитическое давление и внешние шоки.** В 2014–2015 гг. инфляция росла на фоне усиления геополитических рисков, санкционного давления, падения

нефтяных цен и ослабления рубля. Инфляционные риски усиливались девальвационными ожиданиями. На валютном рынке участники действовали в основном проциклично, что увеличивало давление на рубль. Ключевая ставка была повышена до 17 с 5,5%. Значительно ужесточились ценовые и неценовые условия банковского кредитования. Повышение ставок по краткосрочным кредитам юридическим лицам опередило рост ключевой ставки. Ставки по кредитам населению находились на историческом максимуме. Выросли ставки по депозитам предприятий и населения. Изначальный отток депозитов физических лиц сменился притоком, кредитный портфель перешел к сокращению. Ставка после повышения до 17% начала снижаться уже в начале 2015 г., но период поддержания жестких и умеренно жестких денежно-кредитных условий продлился вплоть до 2019 года. Это сопровождалось консолидацией бюджета (введением бюджетного правила с 2017 г. и снижением уровня расходов в процентном соотношении от ВВП) и ужесточением банковского регулирования, потребовавшим от финансовых организаций соблюдения более строгих нормативов.

**2021 г.: восстановление после пандемии.** Глобальная экономика в целом и российская в частности активно выходили из пандемического кризиса, что в условиях масштабного монетарного и фискального стимула сопровождалось ростом мировых цен. Спрос восстанавливался быстро, опережая возможности предложения, сдерживаемые в том числе логистическими ограничениями и закрытием Китая. Инфляционные ожидания населения и бизнеса значительно повысились. Ключевая ставка за год увеличилась до 8,5 с 4,25%. Так как решения по повышению ключевой ставки были ожидаемыми, это не привело к ускоренному росту ставок на денежном рынке – увеличение ставок по кредитам и депозитам было сопоставимо с повышением ключевой ставки. Отток депозитов также сменился притоком, темпы прироста кредитования замедлились. В целом эпизод может характеризоваться как незавершенный, поскольку его течение прервали геополитические события и санкции в феврале 2022 года.

**2022 г.: геополитические шоки.** Внешние условия функционирования российской экономики кардинально изменились, предложение части привычных потребителю товаров и услуг стало недоступным, часть цепочек взаимодействия между различными секторами была нарушена. Потребовалась масштабная структурная трансформация экономики. Резко усилились инфляционные и девальвационные риски, как и риски для финансовой стабильности. Ключевая ставка была повышена до 20 с 8,5% с последующим снижением до 7,5% к концу года. В этот период ставки по долгосрочным депозитам населения практически не изменились, а по краткосрочным приблизились к ключевой. Ставки по кредитам физическим лицам не превысили исторического максимума 2014 г., несмотря на большее абсолютное повышение ключевой ставки. Депозитный канал вновь продемонстрировал свою эффективность, на рынке кредитования наблюдалось выраженное охлаждение.

**2023–2024 гг.: сильный циклический перегрев в условиях бюджетной экспансии и шоков предложения.** Продолжающаяся в условиях резко возросшей неопределенности и первоначального падения потребительской и предпринимательской уверенности структурная перестройка экономики, характеризующаяся повышенным спросом в рамках процесса импортозамещения, сопровождалась ростом фискальной поддержки

за счет корректировки бюджетного правила. Это было качественным отличием текущего эпизода от предыдущих, характеризовавшихся сонаправленностью бюджетной и денежно-кредитной политики. В то же время возможности по удовлетворению возросшего спроса ограничивались действием факторов на стороне предложения (нарастания напряженности на рынке труда, удорожания и перебоев импортных поставок). Ключевая ставка в августе 2023 г. была повышена до 12 с 8,5% с последующим увеличением до 16% к концу 2023 г., 18% в августе, 19% в сентябре и 21% в октябре 2024 года. Кривая ставок по депозитам, аналогично прошлым эпизодам, сдвинулась вслед за ключевой, стимулируя приток краткосрочных вкладов. На кредитном рынке охлаждение в корпоративном сегменте до сих пор не приобрело устойчивого характера, в то время как в розничном кредитовании выраженное замедление отмечалось лишь после ужесточения условий льготных программ, которые в силу своей проциклической направленности значительно ослабили ТМ ДКП в этом сегменте.

Далее будут подробно рассмотрены факторы, повлиявшие на изменение характера функционирования трансмиссионного механизма в текущем эпизоде.

### 3. ПРОЦЕНТНЫЙ КАНАЛ: реакция средних кредитных ставок на ужесточение ДКП ослаблена льготными программами

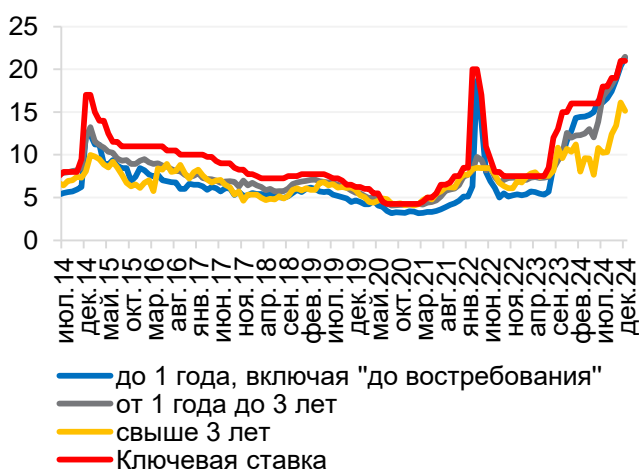
Базовым элементом трансмиссионного механизма ДКП является перенос изменения ключевой ставки Банка России в ставки и доходности инструментов на основных сегментах российского финансового рынка. Это влияние реализуется в несколько этапов через ставки межбанковского и долгового рынка (в первую очередь ОФЗ), изменение которых транслируется далее в ставки по банковским кредитам и депозитам.

В 2023–2024 гг. действие процентного канала трансмиссии в целом укладывается в сценарии прошлых лет, однако для него характерны некоторые особенности. В частности, помимо динамики ключевой ставки и текущей и ожидаемой инфляции ([см. ФОКУС-СЕКЦИЯ: от чего зависят кривые доходностей гособлигаций?](#)), на изменение ставок кривой доходностей существенно влияет конфигурация макроэкономической политики – прежде всего долгосрочная бюджетная траектория, характеризующаяся возросшими потребностями в привлечении финансирования. Кроме этого, в текущем эпизоде трансмиссия искажается под влиянием внешних шоков, возросшей экономической и геополитической неопределенностью, введением санкций против отдельных эмитентов и соотношением между потребностями в заимствованиях и емкостью финансового рынка, сократившейся по мере снижения участия нерезидентов в нем. Однако воздействие этих факторов на конъюнктуру рынка носит локальный характер и в целом не препятствует функционированию ТМ ДКП.

Повышение ключевой ставки привело к постепенному сдвигу кривой процентных ставок по *депозитам* вверх на всех сроках. Аналогично эпизодам 2014 и 2022 гг. этот сдвиг не был параллельным, и рост краткосрочных ставок до 1 года был выше, чем на более длинные сроки, поскольку экономические агенты, как и прежде, ожидали, что уже-

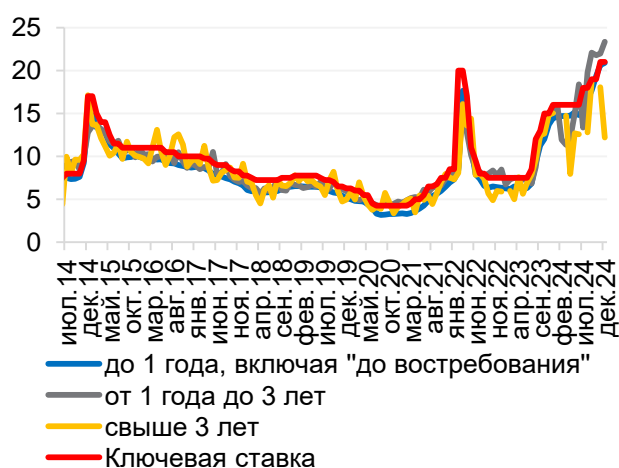
сточение ДКП будет непродолжительным (Рис. 1, Рис. 2). При этом последний цикл повышения ключевой ставки характеризуется более выраженным увеличением долгосрочных *депозитных* ставок в корпоративном сегменте, которые вплотную приблизились к уровню ключевой ставки и оказались на рекордном с марта 2022 г. уровне (18,8% при значении ключевой в 19% в сентябре 2024 г.). Более высокий уровень депозитных ставок был отчасти связан с усилением конкуренции за средства предприятий между банками и реальным сектором, где уровень ожидаемой отдачи от инвестиций существенно повысился. Более того, в конце IV квартала 2024 г. на фоне возросшей конкуренции банков за устойчивые пассивы из-за необходимости соблюдать норматив краткосрочной ликвидности, ставки по срочным депозитам физических лиц стали превышать уровень ключевой ставки.

Рис. 1. Ключевая ставка и ставки по депозитам физических лиц, п.п.



Источник: Банк России.

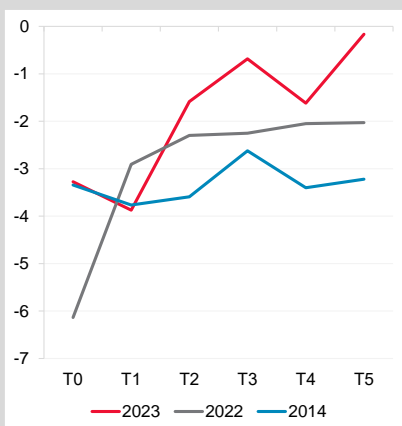
Рис. 2. Ключевая ставка и ставки по депозитам нефинансовых организаций, п.п.



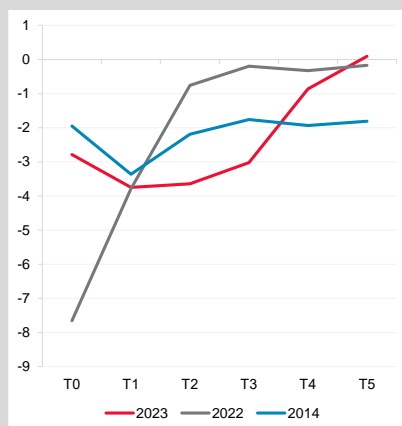
Источник: Банк России.

Рис. 3. Разница между ставкой по депозитам физических лиц и ключевой (разность средних ставок за квартал, где T0 – квартал, в котором произошел рост ключевой ставки), п.п.

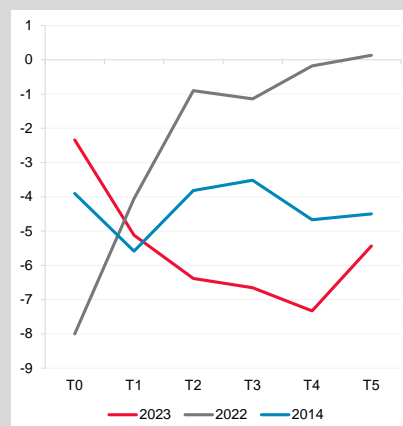
До 1 года, включая «до востребования»



От 1 года до 3 лет



Свыше 3 лет



Источник: Банк России.

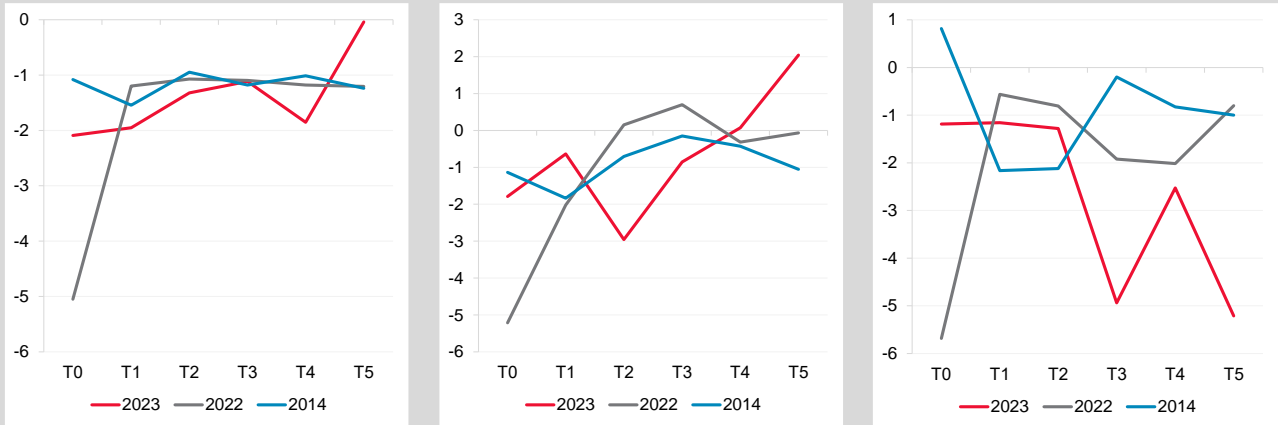


**Рис. 4. Разница между ставкой по депозитам юридических лиц и ключевой (разность средних ставок за квартал, где T0 – квартал, в котором произошел рост ключевой ставки), п.п.**

**До 1 года, включая «до востребования»<sup>1</sup>**

**От 1 года до 3 лет**

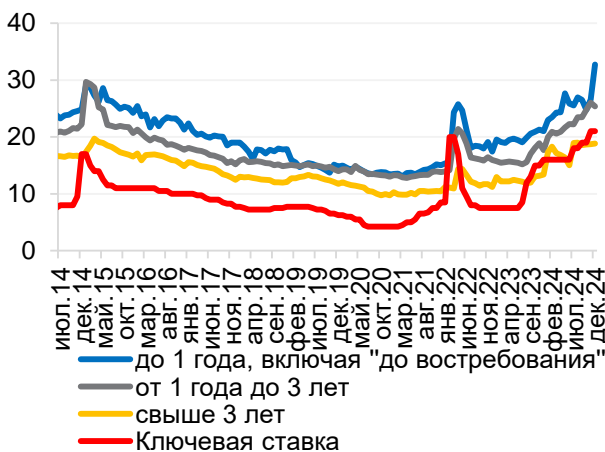
**Свыше 3 лет**



Источник: Банк России.

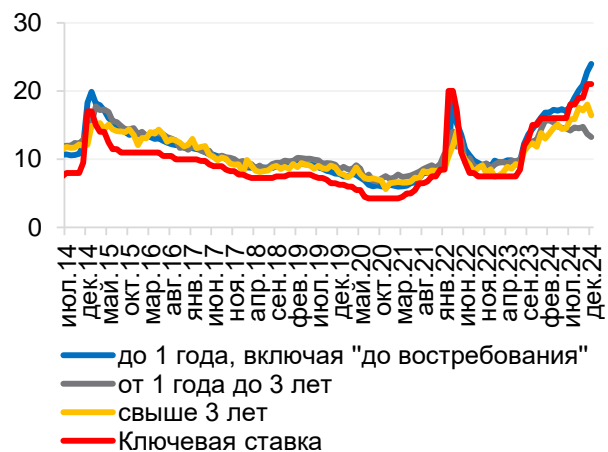
Отличает текущий эпизод ужесточения ДКП от предыдущих ослабление реакции *кредитных* ставок на изменение ключевой. Это в первую очередь связано с активным развитием программ субсидируемого кредитования, ставки по которым значительно уступают рыночным. В результате если ставки по корпоративным кредитам в 2023 г. в целом продолжили следовать траектории ключевой ставки<sup>1</sup> (Рис. 6), то в розничном сегменте из-за широко распространившихся программ льготной ипотеки рост ставок слабо затронул долгосрочный сегмент<sup>2</sup> (Рис. 5). Такая динамика нехарактерна для прошлых эпизодов, когда кредитные ставки на разные сроки повышались вслед за ключевой ставкой.

**Рис. 5. Ключевая ставка и ставки по кредитам физическим лицам, п.п.**



Источник: Банк России.

**Рис. 6. Ключевая ставка и ставки по кредитам юридическим лицам, п.п.**



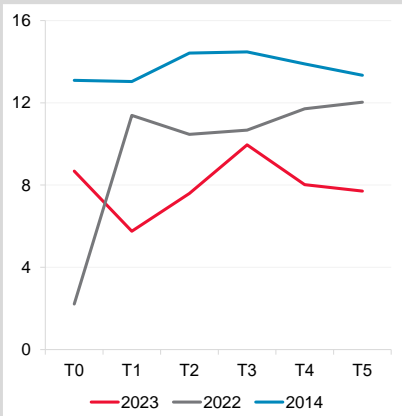
Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Доля льготного кредитования в корпоративном сегменте относительно невысокая.

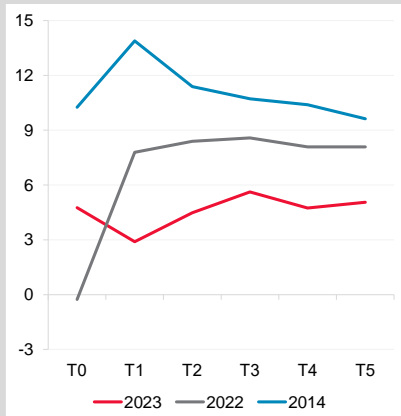
<sup>2</sup> Ставки по кредитам на срок свыше 3 лет в течение 2023 г. оставались стабильными и перешли к росту лишь в январе 2024 г. на фоне ужесточения условий по программам льготной ипотеки и снижения выдач по ним.

Рис. 7. Разница между ставкой по кредитам физическим лицам и ключевой (разность средних ставок за квартал, где T0 – квартал, в котором произошел рост ключевой ставки), п.п.

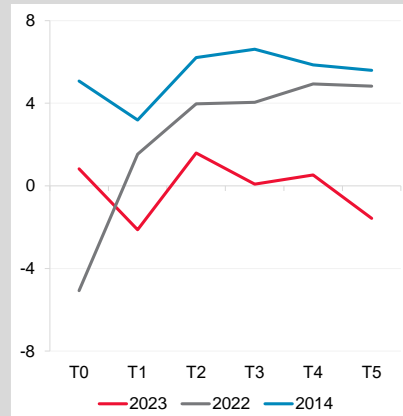
До 1 года, включая «до восстановления»



От 1 года до 3 лет



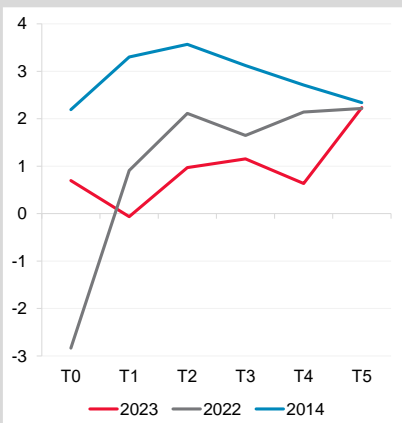
Свыше 3 лет



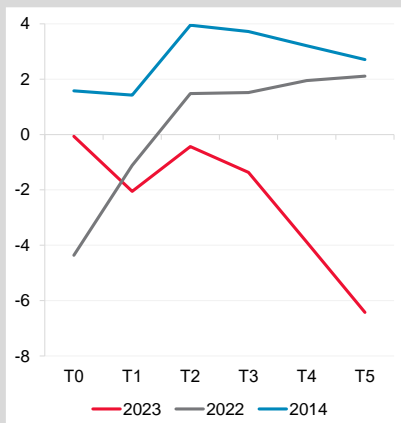
Источник: Банк России.

Рис. 8. Разница между ставкой по кредитам юридическим лицам и ключевой (разность средних ставок за квартал, где T0 – квартал, в котором произошел рост ключевой ставки), п.п.

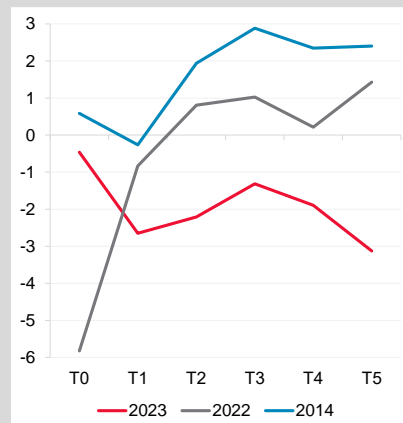
До 1 года, включая «до восстановления»



От 1 года до 3 лет



Свыше 3 лет



Источник: Банк России.

При анализе влияния ставок в экономике на динамику цен, помимо процентного канала, в экономической теории также выделяют *канал издержек*. Его механизм опирается на взаимосвязь издержек производителей (в части расходов на обслуживание кредитов, реагирующих на изменение процентной ставки) и цен конечной продукции. В общем случае при повышении ставки этот канал замедляет действие трансмиссии, оказывая повышательное давление на цены за счет увеличения процентных расходов предприятий.

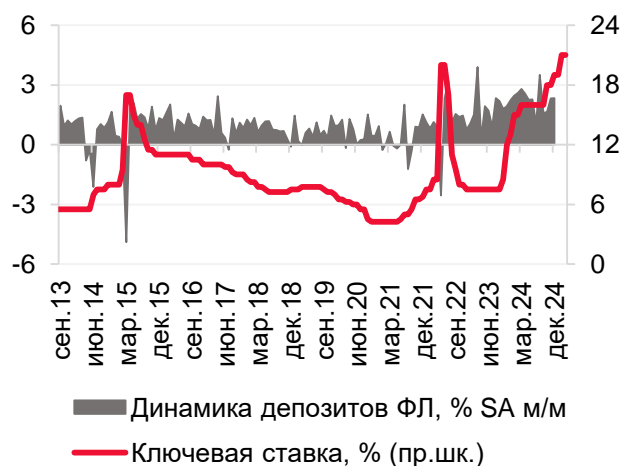
Однако в российской экономике влияние этого канала по масштабу уступает совместному действию процентного и других каналов, ограничивающих спрос в экономике. С одной стороны, процентные расходы отечественных предприятий не превышают 5%

себестоимости продукции (см. [Процентные расходы российских компаний](#)), с другой стороны, потенциал переноса роста расходов в цены ограничен конкуренцией в отрасли. Важной особенностью текущего эпизода повышения ключевой ставки также служила возможность компаний ограничивать перенос издержек в цены, компенсируя его за счет своей маржи. Последнее в свою очередь стало возможным благодаря высокому сальдированному финансовому результату, накопленному российскими компаниями за 2023 г. и первое полугодие 2024 года.

#### 4. Эффект на депозиты: влияние схоже с прошлыми эпизодами

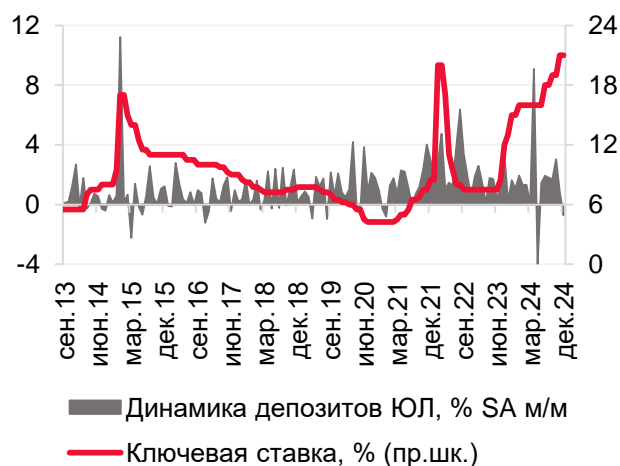
Работа трансмиссии в части депозитов не претерпела качественных изменений по сравнению с прошлыми эпизодами ужесточения ДКП. Реакция розничного сегмента на рост кратко- и среднесрочных ставок по масштабу соответствует 2022 г. и даже превышает аналогичную в 2014 г., несмотря на отсутствие оттока средств населения с банковских вкладов до начала цикла повышения ключевой ставки (Рис. 9). Это происходит из-за благоприятной для работников ситуации на рынке труда и отсутствия опасений относительно устойчивости финансового сектора.

Рис. 9. Рублевые депозиты физических лиц и ключевая ставка



Источник: Банк России.

Рис. 10. Рублевые депозиты юридических лиц и ключевая ставка



Источник: Банк России.

Однако на эффективность работы депозитного канала влияет особенность текущего эпизода, проявляющаяся в усилении жесткости на рынке труда. Высокая конкуренция за работников приводит к ускоренному росту доходов населения. Поэтому даже при повышении нормы сбережений вслед за ростом ставок, сопоставимым с прошлыми эпизодами, население одновременно наращивает сбережения и продолжает увеличивать потребление. В результате мы не наблюдаем аналогичного прошлым эпизодам ужесточения ДКП охлаждения потребительского спроса<sup>3</sup>. Поэтому нейтрализация повышенного инфляционного давления требует более высокого уровня ставок для еще большего

<sup>3</sup> Это подтверждено в работе А. Синякова [«Вероятность обращения за необеспеченным потребительским кредитом по данным обследования финансов российских домохозяйств»](#) (2023).

увеличения относительной привлекательности сбережения средств на депозитах и других инструментах с фиксированной доходностью.

В корпоративном сегменте рост депозитов характеризуется большей умеренностью, чем в предыдущие эпизоды (Рис. 10). На работу депозитного канала влияет ускоренное авансирование госконтрактов, которое в 2023–2025 гг. сместилось на начало года вопреки обычной сезонности. Таким образом, повышенный рост депозитов наблюдался до повышения ключевой ставки.

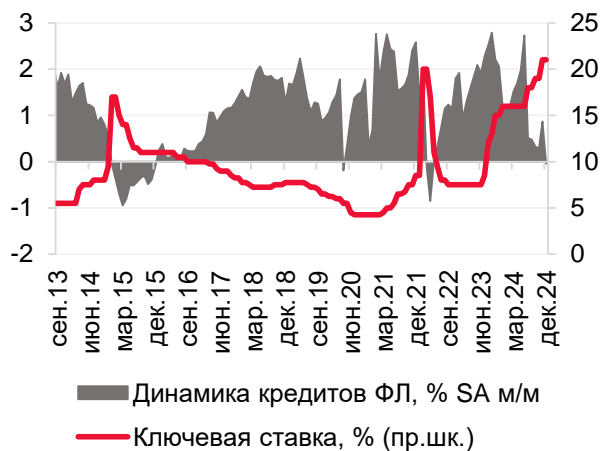
## 5. Влияние на кредиты: происходило несколько иначе

Действие трансмиссии на кредитование подверглось наибольшему изменению относительно прошлых эпизодов из-за воздействия на него целого ряда нетипичных для цикла ужесточения ДКП факторов. К ним можно отнести прежде всего:

- существенное улучшение финансовых настроений и рост доходов в экономике;
- стимулирующую бюджетную политику в 2022–2024 гг.;
- изменение работы узкого кредитного канала (и, следовательно, неценовых условий);
- высокую долю льготного кредитования;
- повышение доли кредитования по плавающим ставкам.

В результате действия этих разнонаправленных факторов замедление темпов расширения корпоративного кредитования в ответ на ужесточение ДКП стало происходить с большим временным лагом, чем это было характерно для прошлых периодов повышения ключевой ставки, и до сих пор не приобрело устойчивого характера (Рис. 12). В розничном сегменте темпы роста кредитования до значительного ужесточения условий льготных ипотечных программ и макропруденциальных нормативов также не демонстрировали устойчивого охлаждения, оставаясь выше средних в истории наблюдений (Рис. 11).

Рис. 11. Рост рублевого розничного портфеля и ключевая ставка



Источник: Банк России.

Рис. 12. Рост рублевого корпоративного портфеля и ключевая ставка



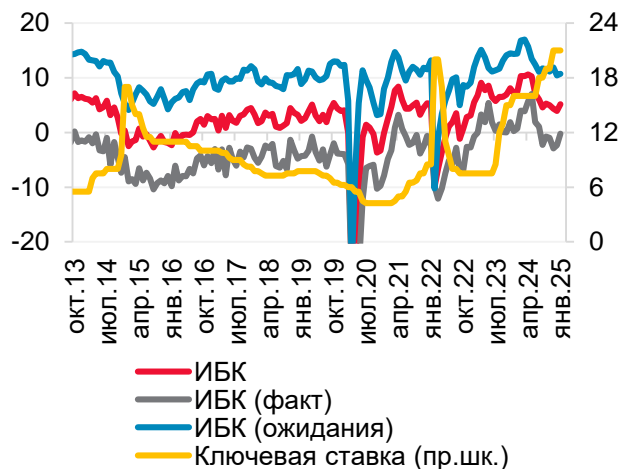
Источник: Банк России.

Рассмотрим подробнее эффект на трансмиссию каждого из вышеупомянутых факторов в период ужесточения ДКП 2023–2024 годов.

### 5.1. Улучшение финансовых настроений и рост доходов (канал благосостояния)

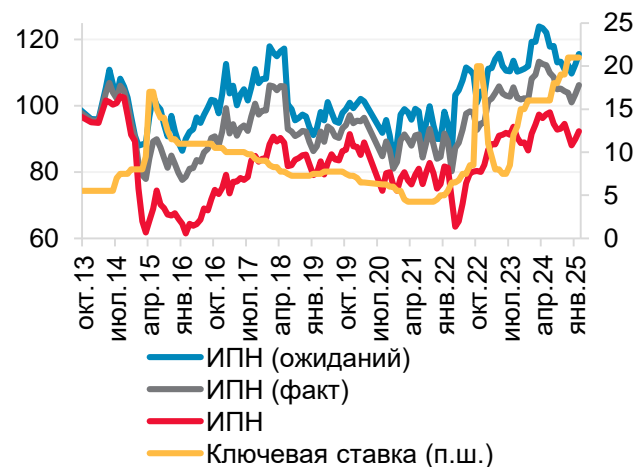
Важной причиной нестандартной реакции кредитования в текущий эпизод ужесточения ДКП был беспрецедентно высокий уровень оптимизма как бизнеса, так и населения. Так, [индикатор бизнес-климата](#) Банка России, выйдя на локальный максимум в марте 2023 г., находился в течение года на повышенных уровнях, а к апрелю 2024 г. достиг максимального значения за последние 12 лет (Рис. 13). Высокие по историческим меркам уровни демонстрировал и индекс потребительских настроений (Рис. 14). Значительный рост доходов домохозяйств и финансового результата компаний стал важным источником оптимизма в текущих настроениях и ожиданиях экономических агентов и тем самым способствовал формированию устойчиво высокого спроса на кредит. Это отличает текущий эпизод повышения ключевой ставки от предыдущих, когда наблюдалось снижение настроений бизнеса и домохозяйств.

Рис. 13. Индикатор бизнес-климата Банка России (SA, п.) и ключевая ставка (%)



Источник: Банк России.

Рис. 14. Индекс потребительских настроений (п.) и ключевая ставка (%)



Источники: Банк России, ООО «инФОМ».

В корпоративном сегменте рост портфеля подогревался активизировавшимся инвестиционным спросом: в условиях процесса трансформации экономики возросли потребности в переоборудовании производств, реализации новых инфраструктурных проектов и выстраивании логистических цепочек. Ожидаемая отдача от вложений перекрывала повышение процентных ставок, а возросшие выплаты по госконтрактам, в том числе предстоящие, дополнительно стимулировали наращивание объема заимствований. Более того, высокий уровень прибылей корпоративного сектора создавал предпосылки для наращивания заимствований даже несмотря на рост процентных ставок. Сальдированный финансовый результат, как и удельный вес прибыльных организаций, достиг рекордно высокого уровня в 2023 г. и сохранился вблизи него в 2024 г. (Рис. 15). Опасения повышения долговой нагрузки и размера процентных платежей, таким образом, нивелировались возросшими возможностями по обслуживанию долга за счет накопленного в 2021–2024 гг. капитала.

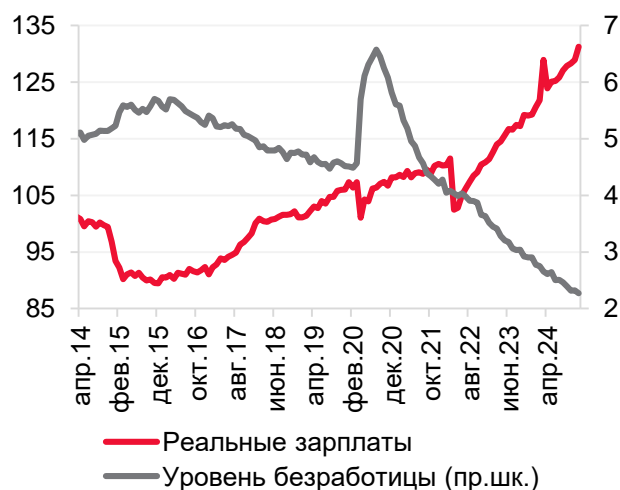
Рис. 15. СФР организаций и его доля в ВВП, удельный вес убыточных организаций



Источник: Росстат.

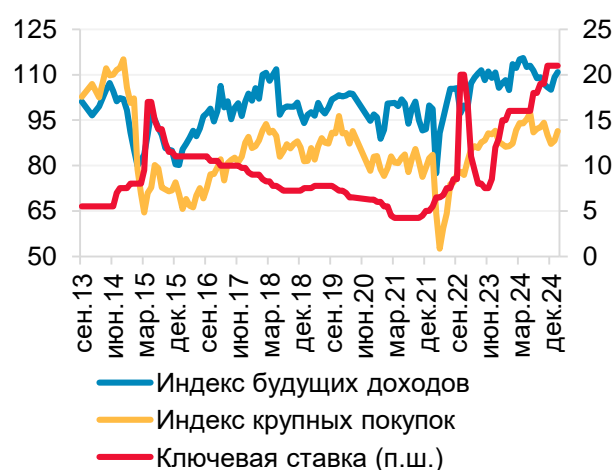
Расширению *розничного* портфеля способствовала растущая уверенность населения в своем текущем и будущем финансовом благополучии. Так, увеличивавшийся в условиях активного подъема экономической активности спрос на рабочую силу уже к середине 2023 г. позволил компенсировать падение заработных плат 2022 года. По мере исчерпания внутренних возможностей по его удовлетворению и выходу безработицы на рекордно низкие уровни спрос постепенно транслировался во фронтальный рост зарплат темпами, превышавшими наблюдавшиеся последнее десятилетие (Рис. 16). В результате, несмотря на ужесточение ДКП и эффективную работу депозитного канала, высокий рост текущих и ожидаемых доходов населения позволял не только наращивать сбережения, но и повысить склонность к крупным покупкам. Этим текущий эпизод ужесточения ДКП также отличается от прошлых эпизодов (Рис. 17).

**Рис. 16. Заработная плата (12.2013 = 100%, SA) и уровень безработицы (% , SA)**



Источники: Росстат, расчеты ДИП.

**Рис. 17. Индексы потребительских настроений (п.) и ключевая ставка (%)**



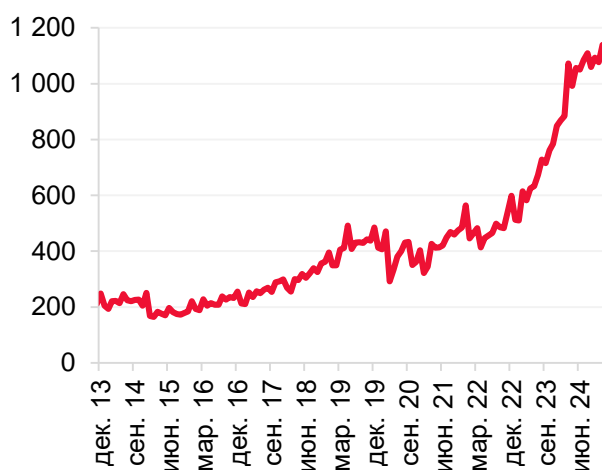
Источники: Банк России, ООО «инФОМ».

Пул заемщиков пополнился за счет домохозяйств, повысивших свое материальное положение и возможность обслуживать кредиты, в том числе взятые по возросшим ставкам. Население охотно привлекало автокредиты и потребительские кредиты, стремясь в том числе компенсировать просевшее в 2022 г. потребление товаров длительного пользования. Феноменом последних лет стало рекордное расширение уровня занятости и формирование новой категории заемщиков, ранее не имевших стабильных доходов и возможности привлекать кредиты и стремившихся компенсировать прошлое недопотребление товаров как за счет увеличившихся доходов, так и за счет займов.

В результате все сегменты розничного кредитования демонстрировали уверенный рост. Выдачи автокредитов в марте 2024 г. вышли на максимальные уровни за всю историю и продолжили увеличиваться, а темпы расширения необеспеченного потребительского кредитования опережали значения последних лет. Последние в том числе поддерживались высокими темпами выдач в сегменте кредитных карт (Рис. 18), где в

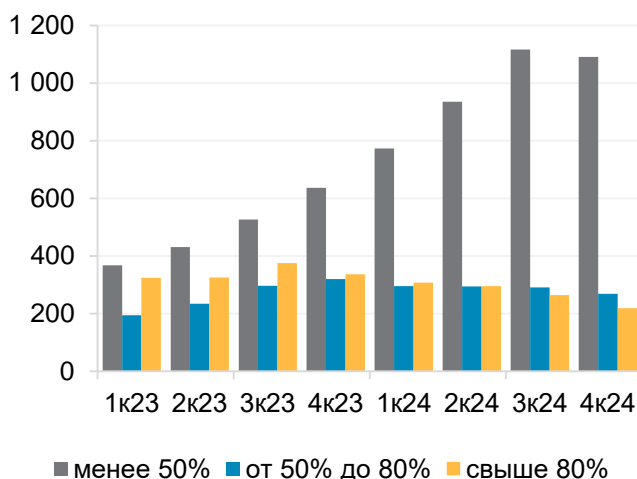
условиях обострения конкуренции в сегменте с высоким ПДН<sup>4</sup> (Рис. 19) и ужесточения лимитов банки были вынуждены стимулировать выдачи по ранее оформленным картам за счет увеличения льготного беспроцентного периода. Это в том числе делало заемщиков менее чувствительными к повышению ставок.

**Рис. 18. Объем выдач кредитов с использованием банковских карт, млрд руб.**



Источник: Банк России.

**Рис. 19. Объем выдач кредитов по кредитным картам в разрезе ПДН, млрд руб.**



Источник: Банк России.

## 5.2. Бюджетная политика

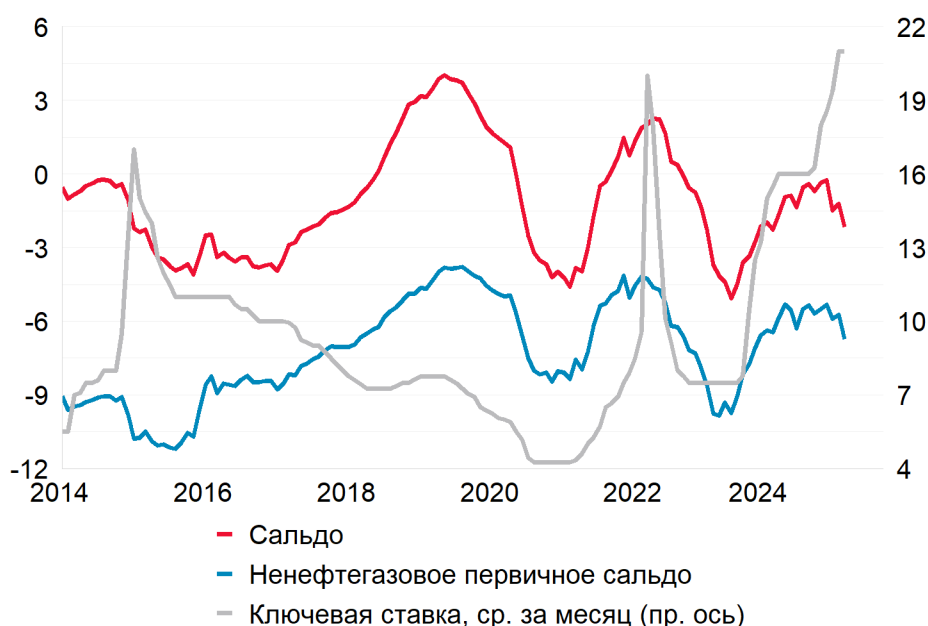
Влияние на условия реализации ДКП оказывает также проводимая бюджетная политика. Ухудшение внешних условий и потребность в структурной трансформации экономики в 2022–2024 гг. потребовали существенного смягчения проводимой бюджетной политики (Рис. 20). За эти годы сальдо бюджетной системы снизилось примерно на 3 п.п. ВВП. Более того, произошла корректировка бюджетного правила с существенным повышением (до 60 долларов за баррель нефти марки Urals) цены нефти, служащей базой для расчета непроцентных расходов бюджета. На финансирование бюджетных расходов стала направляться на постоянной основе более значительная часть нефтегазовых доходов бюджета, которая ранее могла быть отложена в ФНБ. С учетом временного отклонения вверх от параметров обновленного бюджетного правила, расходы бюджета и связанный с ними спрос в экономике повысились еще больше.

Это отличает текущую ситуацию от эпизода 2014–2019 гг., когда проводилась нормализация бюджетной политики.

<sup>4</sup> Предельная долговая нагрузка, определяемая как соотношение между суммой ежемесячных платежей по всем кредитам человека и его общим ежемесячным доходом. Банк России в 2023–2024 гг. последовательно устанавливал более жесткие макропруденциальные лимиты на выдачи клиентам с ПДН выше 80% и ПДН от 50 до 80%.



Рис. 20. Скользящее сальдо бюджетной системы за 12 мес. (% ВВП) и ключевая ставка (%)



Источники: Минфин России, Банк России, расчеты ДИП.

Активное расширение спроса как со стороны государства, так и частного сектора под влиянием бюджетного стимула происходило в 2022–2023 гг. на фоне ограниченных возможностей для роста предложения. Для сдерживания повышающегося инфляционного давления Банк России был вынужден ограничить спрос за счет ужесточения ДКП. Это обстоятельство качественно отличало текущий эпизод повышения ключевой ставки от периода 2014–2019 гг., когда фискальная и монетарная политики действовали в целом однонаправленно. Действительно, как показано в исследовании [Европейского центрального банка](#) (Roberto A. De Santis, Tommaso Tornese, 2024) на примере экономики США, влияние монетарной политики на инфляцию характеризуется нелинейностью, в периоды низкого экономического роста (близкого к рецессии) оказываясь сильнее, чем в эпизоды повышенного роста.

С конца 2023 г. бюджетные стимулы стали ослабевать. Тем не менее структурный дефицит бюджетной системы (как и первичный ненефтегазовый) сохранялся высоким по историческим меркам, а по итогам 2024 г. он дополнительно расширился вслед за повышением его лимита на 1,5 трлн рублей. Тем самым бюджет становится важным автономным источником роста денежной массы, что требует большей жесткости от ДКП при прочих равных условиях. Поэтому важно реализовать заложенную в ОНБП (Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2024 год и на плановый период 2025 и 2026 годов) на 2025–2027 гг. нормализацию бюджетной политики, предусматривающую возврат к параметрам действующего бюджетного правила.

Также нужно иметь в виду, что государственные расходы, в частности инвестиции<sup>5</sup> в отдельные отрасли, со временем будут способствовать расширению производственного потенциала экономики. Однако, до тех пор, пока это влияние на потенциал не реализовалось, такие расходы будут иметь отчасти проинфляционный характер и требуют от Банка России учитывать это при проведении ДКП.

### 5.3. Изменение работы узкого кредитного канала и неценовых условий

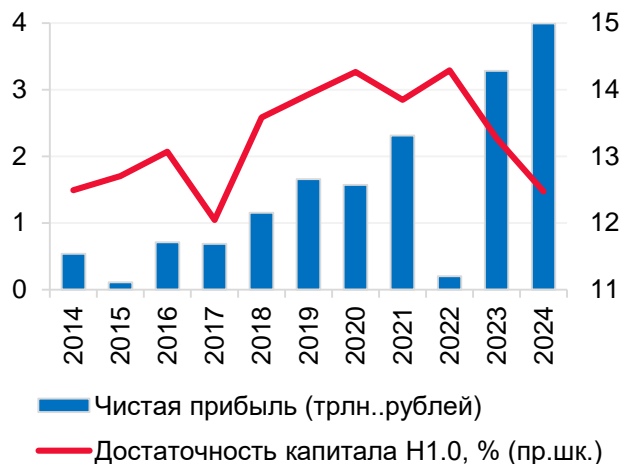
Помимо стороны спроса на кредит, которая в текущем эпизоде ужесточения только в последнее время стала демонстрировать признаки охлаждения, рост кредитного портфеля определяет также сторона предложения, то есть готовность и возможность банков выдавать кредиты. При выдаче кредита банк учитывает ожидаемую доходность кредита, которая зависит от ставки и вероятности дефолта заемщика, а также соблюдение нормативов. Банк сравнивает свою выгоду (доходность капитала) с альтернативными источниками инвестирования средств с учетом уровня рискованности вложений. Баланс этих факторов в 2023 г. сложился в пользу активного наращивания предложения банками своих кредитных продуктов.

#### Высокий финансовый результат банковского сектора и рост его капитала

Уже во второй половине 2022 г. банковский сектор стал генерировать прибыль, компенсировав убыток первого полугодия, а по итогам 2023 г. прибыль сектора достигла абсолютного рекорда в 3,3 трлн руб. (Рис. 21). Помимо роста объемов кредитования, которые увеличивали доходы банков, кредитные организации в 2023 г. высвободили значительное количество резервов, сформированных годом ранее на возможные потери по ссудам. Высокие прибыли увеличили объем собственных средств банковского сектора (даже после выплаты крупных дивидендов некоторыми банками). Это существенно расширило возможности банков по предоставлению займов (узкий кредитный канал) и при этом позволило им поддерживать показатели достаточности капитала значительно выше их нормативных значений (по банковской системе в целом). Таким образом, несмотря на рост ключевой ставки и ограничение кредитования населения с высоким показателем долговой нагрузки, банки в текущем эпизоде имели возможность активно наращивать предложение кредитов. В прошлые эпизоды ужесточения ДКП объемы свободного капитала для наращивания кредитования были меньше (Рис. 22).

<sup>5</sup> В том числе в рамках нацпроектов и инвестиций средств ФНБ во внутрироссийские проекты.

Рис. 21. Чистая прибыль и норматив достаточности капитала Н1.0



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рис. 22. Активы и капитал банковского сектора (трлн руб.)



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## Регуляторные послабления

Аналогичным образом действовали послабления по соблюдению норматива краткосрочной ликвидности для системно значимых кредитных организаций (СЗКО). Впервые норматив краткосрочной ликвидности был [установлен](#) в 2016 г. и распространен на системно значимые кредитные организации. Однако в период 2022–2023 гг. в условиях высокой волатильности финансовых рынков, санкций и высокой геополитической напряженности Банк России предоставил СЗКО послабление по условиям соблюдения норматива ликвидности, опустив его ниже 100%. В итоге семь из 13 СЗКО, на которые приходилось 81,8% активов всей группы СЗКО, воспользовались данным послаблением. Отсутствие необходимости накапливания высоколиквидных активов позволило банкам более активно наращивать другие виды активов, в том числе кредитование.

Другим фактором регуляторного характера, оказавшим поддержку кредитованию, было поэтапное резервирование заблокированных активов<sup>6</sup>, которое стало одной из важных мер поддержки экономики в 2022 г. и сохранило свое действие в 2023 году. Меры поддержки Банка России и Правительства России, согласно [исследованию Банка России](#), сыграли значительную роль в обеспечении устойчивого кредитования в периоды нестабильности, однако их эффект в 2022 г. значительно превышал аналогичный в 2014 и 2020 гг. – как по спектру, так и по интенсивности. В 2023 г. большая часть мер была завершена, однако сохранявшийся от этих мер каскадный эффект поддержал рост кредитования самым ослабляя трансмиссию ДКП.

Стоит отметить, что в эпизоде 2014–2019 гг. влияние регуляторной среды действовало скорее в обратную сторону. Период повышения ключевой ставки совпал с ужесто-

<sup>6</sup> Одномоментное начисление резервов на возможные потери по невозмещаемым заблокированным активам, существенно снизило бы собственный капитал банков, сократив потенциал расширения кредитования.

чением банковского регулирования, направленного на оздоровление финансовой системы и требующего от банков более добросовестного соблюдения нормативов там, где ранее этого возможно было избежать. В частности, постепенный переход на расчет нормативов в соответствии с стандартами «Базель III» с 2014 г. ограничил возможности банков в наращивании рискованных активов, а меры по прямому ограничению ПСК (полной стоимости кредитования) показали свою эффективность в сдерживании избыточного роста необеспеченного кредитования. В результате сонаправленного действия денежно-кредитной и регуляторной политик эффект на динамику кредитования в 2015 г. был более выраженным, чем в текущем эпизоде.

Кроме того, вместе с ограничением объема трансграничных операций и нарастанием геополитических рисков для банков существенно сузился спектр возможных инвестиционных возможностей за рубежом. При этом риски кредитования резидентов на фоне роста корпоративных прибылей и финансового благосостояния домохозяйств снижались. Это привело к тому, что банки начали охотнее кредитовать экономических агентов, смягчив большинство из неценовых условий банковского кредитования, что было совершенно нехарактерно для предыдущих периодов ужесточения ДКП. Так, в 2023 г. банки в меньшей мере увеличивали размер дополнительных комиссий, чем в 2014 году. В отличие от предыдущих эпизодов повышения ключевой ставки, расширялись лимиты кредитования (см. ПРИЛОЖЕНИЕ). Банки также предоставляли кредиты на более длинные сроки и не повышали требований к заемщикам<sup>7</sup>. Требования к обеспечению не подвергались значительному ужесточению, как это наблюдалось ранее.

#### 5.4. Льготные программы

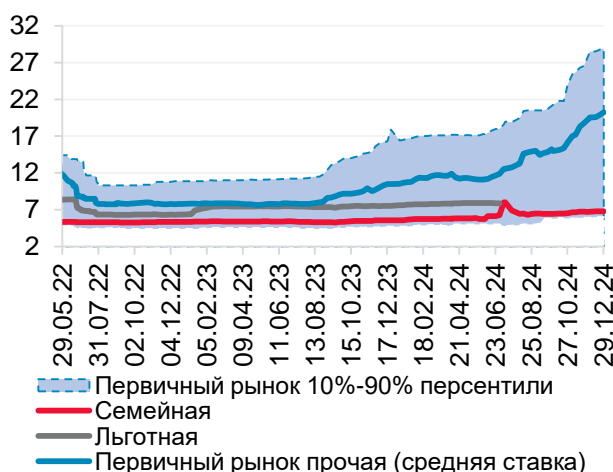
Широкое использование программ льготного кредитования, как это было в период пандемии COVID-19 и роста геополитической напряженности в 2022–2023 гг., искажает действие процентного канала. Ставки по льготным кредитам, как правило, не зависят от проводимой ДКП: они значительно ниже рыночных и практически не меняются вслед за повышением ключевой ставки. Таким образом, для достижения того же эффекта от проводимой ДКП, каким бы он был в отсутствие льготных программ, требуется большее ужесточение ДКП – в частности, большее повышение ключевой ставки. Это необходимо, чтобы компенсировать рост льготного кредитования посредством большего сдерживания роста кредитования в рыночном сегменте. Чем выше лимиты по льготным программам и чем ниже ставки по ним в сравнении с рыночными, тем более высокая ставка требуется при прочих равных для достижения заданного уровня жесткости денежно-кредитных условий.

---

<sup>7</sup> За исключением розничного сегмента, где Банк России с целью ограничения накопления рисков для финансовой стабильности ужесточал макропруденциальное регулирование в части необеспеченного кредитования и ипотеки.

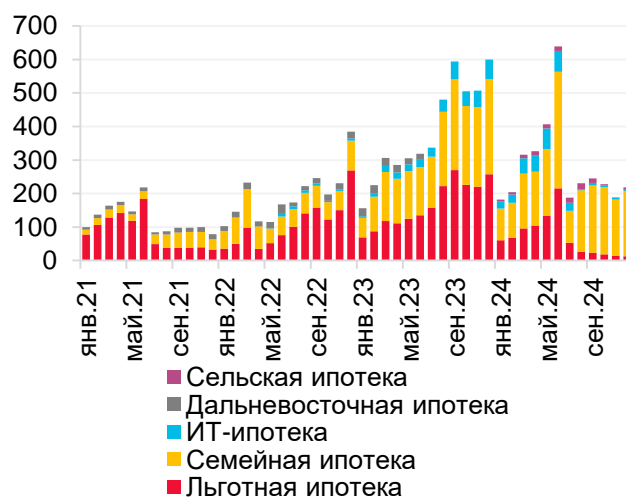
В текущем эпизоде наиболее сильное искажение в трансмиссию внесли программы льготной ипотеки для населения. Зафиксированные в ее рамках ставки<sup>8</sup> все сильнее повышали привлекательность субсидируемых программ (Рис. 23) по мере роста рыночных ипотечных ставок вслед за ключевой. В итоге, стартовав в 2020 г., к 2023 г. такие программы вышли на объем выдач сопоставимый с рыночным кредитованием<sup>9</sup> (Рис. 24).

Рис. 23. Средняя ставка по предложениям по ипотеке на первичном рынке, %



Источники: banki.ru, расчеты ДИП.

Рис. 24. Выдачи льготных ипотечных кредитов в разрезе программ, млрд руб.



Источники: наш.дом.рф, расчеты ДИП.

Это оказало существенное влияние на жилищный рынок и экономику в целом. Повышенными темпами росли активность застройщиков и спрос на отделочные работы, ремонтные и строительные товары, бытовую технику и даже потребительские кредиты. Подобное не было характерно для предыдущих эпизодов ужесточения ДКП, в ходе которых спрос оперативно реагировал на ужесточение ценовых условий кредитования.

## 5.5. Увеличение доли кредитования по плавающей ставке

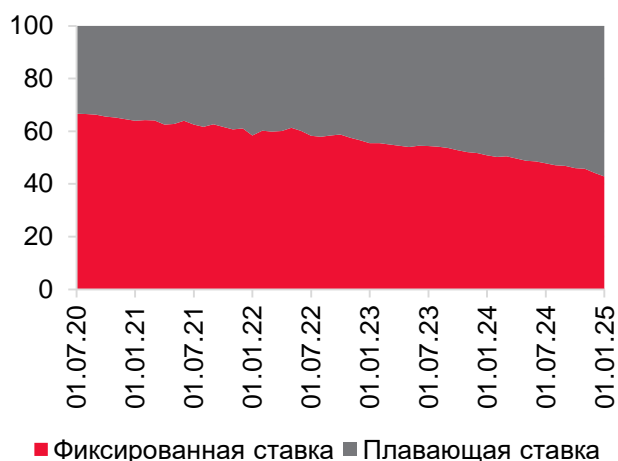
Одним из немногих факторов, который в общем случае должен был положительно сказаться на эффективности и скорости трансмиссии ДКП в текущем эпизоде, стало увеличение доли кредитов, выданных по плавающей ставке. Если в начале 2020 г. доля таких кредитов составляла лишь порядка трети, к началу 2024 г. на них приходилась уже половина корпоративного портфеля (Рис. 26). В выдачах эта доля была еще больше. Подобные структурные сдвиги могут в будущем оказать положительное влияние на эффективность процентного канала ДКП. Изменение ключевой ставки будет в целом быстрее перекладываться в ставки по кредитам, процентные расходы заемщиков и их экономическую активность, в том числе решения по привлечению новых кредитов или досрочному погашению старых.

<sup>8</sup> Разницу между рыночной и льготной ставкой банкам компенсировало государство.

<sup>9</sup> В сентябре – декабре совокупные выдачи по льготным программам были рекордными за всю историю их существования и доходили до 75% от общего объема выдач ипотеки.

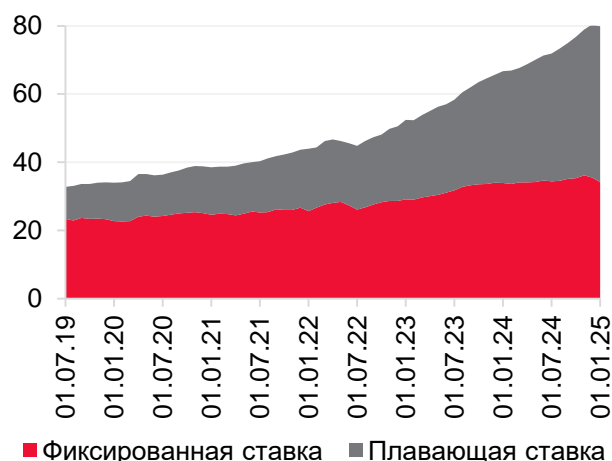
Однако в текущем эпизоде ужесточения ДКП рост спроса на кредиты, скорее, замедлил трансмиссию. В целом ДКП влияет на всю кривую процентных ставок не только транслируя текущие решения по ставке на ее более близком участке, но и затрагивая дальний конец за счет ожиданий, в том числе формируемых за счет коммуникации Банка России. В текущем же эпизоде повышения ключевой ставки, ожидания ее длительного удержания на повышенном уровне сформировались не сразу. Таким образом, компании охотнее привлекали кредиты по плавающим ставкам, ожидая скорого их снижения, которое по примеру прошлых лет шло после сильного повышения. Поэтому реакция корпоративного кредитования на ужесточение ДКП могла бы быть более выраженной при меньшем проникновении кредитования по плавающим ставкам. Однако по мере поступления новых данных и обновления Банком России своего среднесрочного прогноза, в том числе в части траектории ключевой ставки, а также повышения информационной открытости и интенсивности своей коммуникации<sup>10</sup>, Банку России удалось постепенно сдвинуть ожидания экономических агентов в сторону более высокой траектории ключевой ставки на среднесрочном горизонте. Это способствовало росту эффективности работы ТМ ДКП.

Рис. 25. Задолженность по кредитам нефинансовых организаций, %



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

Рис. 26. Задолженность по кредитам нефинансовых организаций, трлн руб.



Источники: Банк России, расчеты ДИП.

## 6. Другие факторы

К прочим структурным факторам, влияющим на работу трансмиссионного механизма, можно также отнести резкое снижение привлекательности и доступности иностранных финансовых инструментов в результате нарастания санкционного давления на российскую экономику. Так, в течение 2022–2023 гг. российские компании активно замещали внеш-

<sup>10</sup> В том числе посредством начала публикации Резюме обсуждения ключевой ставки в 2024 г., публикации Комментария к среднесрочному прогнозу и увеличению количества информационных выходов руководства Банка России.

ний долг заимствованиями в российских банках, преимущественно рублевыми. Продолжалась девальютизация кредитов и депозитов (валютные операции банков за тот же период также сократились). То есть на этапе активной девальютизации динамика рублевого кредитования оказалась менее чувствительной к ставке. Однако в долгосрочной перспективе усиление значимости рублевых финансовых инструментов для российских компаний и населения, на доходность которых влияет ДКП Банка России, создает условия для увеличения влияния процентного канала трансмиссионного механизма.

Кроме того, в последние годы наметилась тенденция к увеличению ценных бумаг в сбережениях населения. Развитие этих тенденций приведет к тому, что роль российского рынка капитала, в частности облигаций, в финансировании структурной трансформации увеличится, как и может возрасти эффективность трансмиссии решений по ключевой ставке в экономику по каналам, связанным с финансовым рынком. Дополнительным важным фактором, который повышает скорость платежей и расчетов, увеличивает доступность финансирования, а значит, усиливает эффективность трансмиссионного механизма, будет продолжающаяся цифровизация финансового рынка.

## 7. ВАЛЮТНЫЙ КАНАЛ

Важным каналом трансмиссионного механизма ДКП является валютный канал. Масштабные структурные сдвиги российской и мировой экономик последних лет в основном работали в направлении удлинения лагов подстройки валютного курса на изменение ключевой ставки.

Основные изменения в его работе пришлись на период пандемии в 2020–2021 гг. и рост геополитических рисков в 2022–2023 годах. Фрагментация мировой торговли, усугубившаяся в тот период, привела с серьезным изменением динамики спроса и предложения и их волатильности на валютном и товарном рынках, существенно «зашумляя» влияние ДКП на них. В случае России санкции и ограничения на движение капитала дополнительно ослабляли реакцию курса на динамику внутренних ставок<sup>11</sup>, которая до снижения трансграничной мобильности капитала была значительно выше (Рис. 27). Вместе с тем текущее ослабление связи между российским и иностранными финансовыми рынками вовсе не означает, что валютный канал прекратил свое действие.

В части экспорта чувствительность к внутренним ставкам в условиях ограниченных возможностей для привлечения зарубежного финансирования могла даже увеличиться. В то же время наращивания предложения валюты в ответ на повышение внутренних ставок по каналу вложений в российский фондовый рынок со стороны нерезидентов не происходило. Также более отсроченный характер, чем тот, что наблюдался в период полной открытости финансового счета, начала приобретать реакция импорта на повышение внутренних ставок. Оно по-прежнему сдерживало спрос на импорт и, соответственно, иностранную ва-

---

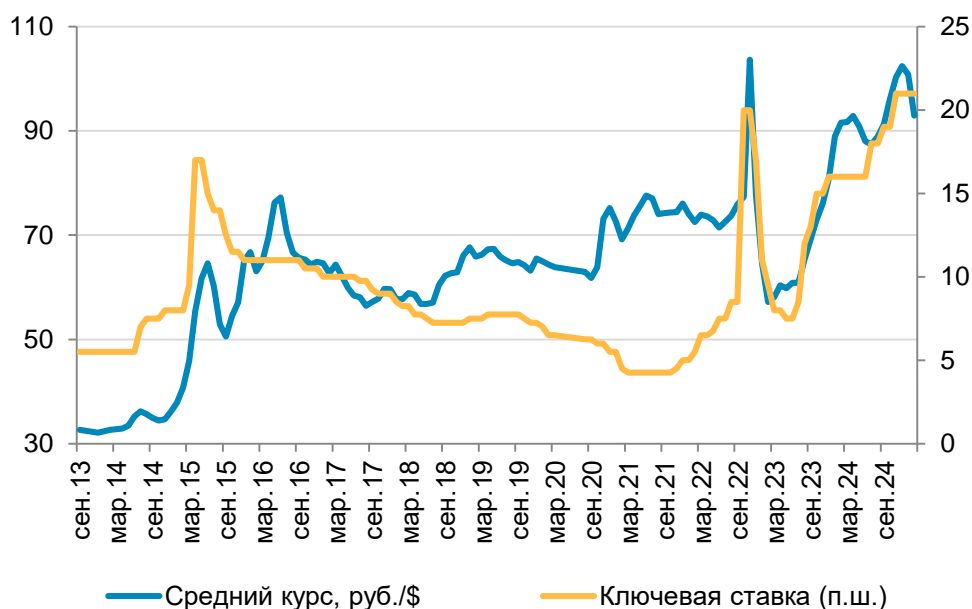
<sup>11</sup> По оценкам Банка России, реальный эффективный курс рубля при прочих равных условиях изменяется примерно на 0,2% в ответ на 1 п.п. изменение однодневной ставки МБК.

луту, однако это происходило с лагом, поскольку на первых этапах подстройки к санкционным ограничениям из-за необходимости ввоза критически важных товаров и компонент импортеры готовы были приобретать валюту по более высокому курсу. Однако по мере подстройки внешней торговли к новой географии, логистике поставок и механизмам расчетов импорт и, соответственно, курс рубля стали больше соответствовать внутренним условиям и их динамике, а также, как и ранее, продолжают воздействовать на инфляцию через ввозимые российскими компаниями потребительские товары, сырье и комплектующие<sup>12</sup>.

Прочие направления валютного канала трансмиссионного механизма также сохранили свое действие. Например, значимая доля российского рынка корпоративных облигаций по-прежнему приходится на бумаги с привязкой к валютному курсу (юаневые, замещающие облигации), для решений об инвестировании в которые имеет значение процентный дифференциал.

В среднесрочной перспективе на значимость валютного канала трансмиссионного механизма будет влиять как возрастающая роль внутреннего производства (и уменьшение доли внешней торговли в ВВП), так и снижение склонности к использованию валютных финансовых инструментов, в том числе из-за инфраструктурных рисков. Уменьшать влияние курсовой динамики на внутренние цены может также частичное замещение валют недружественных стран рублями во внешнеэкономических операциях, способствующее сокращению спроса на иностранную валюту со стороны импортеров и ее предложение экспортерами. Стоит отметить, что за некоторыми из таких номинированных в рублях контрактов, по-прежнему стоят расчеты, предусматривающие операции с валютой.

Рис. 27. Среднемесячный курс рубля к доллару и ключевая ставка



Источник: Банк России.

<sup>12</sup> Влияние курса на инфляцию, [согласно оценкам Банка России](#), и раньше было умеренным – при ослаблении номинального эффективного курса рубля на 1% инфляция повышалась не более чем на 1 п.п., причем в последние годы из-за высоких сформированных импортных запасов перенос изменений курса в цены замедлился в среднем с 6 до 12 месяцев.



## ВЫВОДЫ

Цикл ужесточения денежно-кредитной политики, проведение которого Банк России начал в июле 2023 г., кардинально отличается от прошлых эпизодов повышения ключевой ставки.

Действие трансмиссионного механизма ослабляли описанные в работе факторы – прежде всего повышенные темпы расширения экономической активности и стимулирующая бюджетная политика. Другими важными отличительными чертами нынешнего периода были программы льготного кредитования, а также сужение и сегментированность валютного рынка.

Однако с точки зрения выводов для денежно-кредитной политики и определения уровня ставок, необходимого для достижения ценовой стабильности, необходимо учитывать и другие факторы.

1. Факторы, повлиявшие на изменение работы ТМ ДКП в узком смысле, то есть **снившие масштаб реакции** экономических переменных на изменение ключевой ставки **или увеличившие ее длительность**. Так, наличие льготных программ кредитования, регуляторных послаблений, повышенные доходы и финансовая уверенность потребителей и бизнеса в целом не препятствуют работе ТМ ДКП. В то же время они снижают его эффективность, требуя более значительной реакции ДКП на отклонение инфляции, поскольку влияние 1 п.п. повышения ключевой ставки транслируется в меньшее по размеру сжатие спроса, чем происходило бы в ситуации отсутствия этих факторов. Так, сокращение объема кредитования сдерживается наличием льготных программ, а уверенность в будущих доходах стимулирует заимствования даже по более высоким ставкам. Помимо меньшего масштаба реакции, часть из таких факторов также влияет на длительность периода, в котором достигается полный эффект от ужесточения ДКП. Так, например, накопленный высокий запас капитала банковской системы позволяет оттягивать момент сворачивания выдач кредитов в рисковом сегменте даже на фоне повышения макропруденциальных требований. Тем не менее ДКП хоть и **за счет более выраженного повышения ключевой ставки и в более растянутые сроки**, но неизбежно компенсирует влияние подобных факторов, обеспечивая возврат инфляции к цели.
2. Другие произошедшие с прошлых эпизодов повышения ключевой ставки изменения не касаются напрямую эффективности ТМ ДКП, однако влияют на его параметризацию, а именно: **оценку размера нейтральной ставки**, от которого калибруется необходимый уровень жесткости ДКП. В частности, произошедшие с 2022 г. и ожидаемые сдвиги в параметрах трендовых переменных (уровень потенциала экономики, анонсированные сдвиги в среднесрочных параметрах бюджетной политики, увеличение спроса на инвестиции в рамках процесса структурной трансформации, рост премии за риски и другие), не влияя на отклик в ответ на 1 п.п. роста ключевой ставки, сдвигают уровень ставки, относительно которого калибруется необходимый уровень жесткости ДКП.

3. Оба из описанных выше типа изменения условий, в которых функционирует российская экономика, учитываются Банком России при проведении ДКП. При этом ситуация последних лет характеризуется появлением большого числа **непрогнозируемых (неожиданных) шоков**, преимущественно проинфляционной направленности. К ним можно отнести изменение погодных условий, повышение тарифов и сборов сверх запланированного, неожиданные изменения параметров фискальной политики, геополитические события. В ответ денежно-кредитная политика должна **реагировать на связанные с данными шоками вторичные эффекты** на динамику цен, обусловленные ростом инфляционных ожиданий. В результате сроки возвращения инфляции к цели могут существенно удлиниться. Это в свою очередь поднимает вопрос о более продолжительном периоде поддержания жестких ДКУ с целью компенсировать эффекты от запаздывания реакции ДКП на неожиданные шоки.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

Табл. 1. Сравнение эпизодов ужесточения ДКП по отдельным макроэкономическим и финансовым переменным

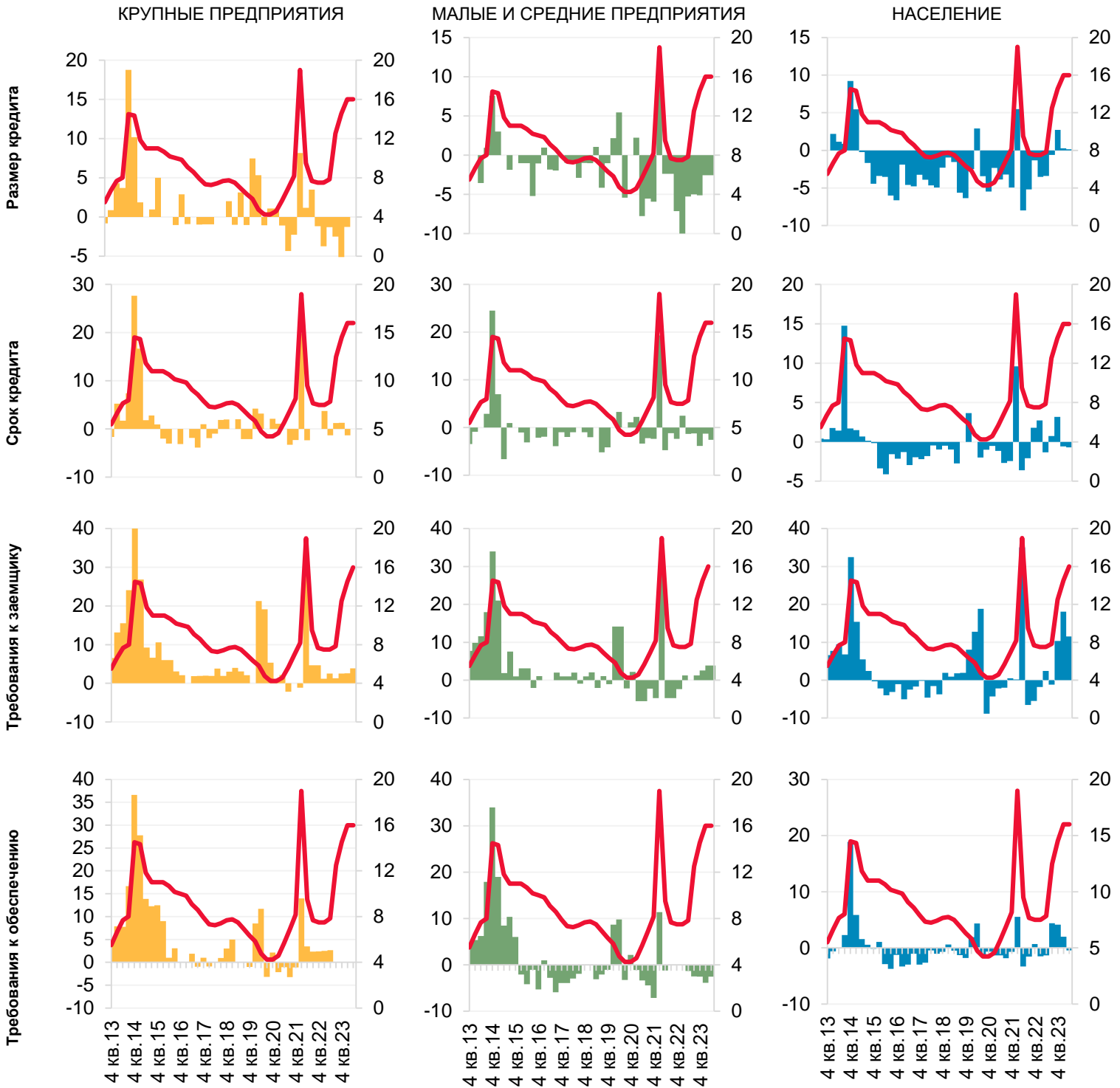
	2014 (2014–2015)	2014 (2014–2019)	2021	2022	2023–2024
Длительность эпизода	декабрь 2014 – июль 2015	декабрь 2014 – июль 2019	март 2021 – январь 2022	февраль 2022 – июнь 2022	август 2023 – настоящий момент
<b>Ключевая ставка</b>					
На пике	17	17	8,5	20	21
Среднее за эпизод	14,1	9,7	6,5	15,5	16,6
Изменение*	6,3	2,0	2,3	7,3	8,8
<b>Ставки по депозитам ФЛ</b>					
Среднее за эпизод	10,5	7,0	4,4	10,8	14,8
Изменение*	3,6	0,2	0,9	5,2	9,1
<b>Ставки по кредитам ФЛ</b>					
Среднее за эпизод	20,8	16,1	10,7	13,7	16,9
Изменение*	2,5	-2,2	0,3	2,6	4,2
<b>в том числе по ипотеке</b>					
Среднее за эпизод	13,9	11,5	7,6	7,3	8,6
Изменение*	1,2	-1,2	2,1	-0,5	0,2
<b>Ставки по кредитам ЮЛ</b>					
Среднее за эпизод	16,8	11,7	7,8	13,4	15,8
Изменение*	5,4	0,3	1,4	4,3	6,3
<b>Депозиты ФЛ (рост, % м/м SA)</b>					
Среднее до эпизода*	0,3	0,3	0,1	1,0	2,1
Среднее за эпизод	0,7	0,9	0,7	1,1	2,3
<b>Депозиты ЮЛ (рост, % м/м SA)</b>					
Среднее до эпизода*	0,5	0,5	0,7	3,0	1,1
Среднее за эпизод	1,4	0,8	1,8	2,3	1,5
<b>Рост кредитов ФЛ (% м/м SA)</b>					
Среднее до эпизода*	0,8	0,8	1,7	2,2	2,1
Среднее за эпизод	-0,5	0,7	2,1	0,3	1,4
<b>Рост кредитов ЮЛ (% м/м SA)</b>					
Среднее до эпизода*	1,1	1,1	1,2	1,2	2,0
Среднее за эпизод	0,2	0,5	1,5	1,5	1,7
<b>Индекс будущих доходов**</b>					
Среднее до эпизода*	97,1	97,1	97,6	94,5	109,4
Среднее за эпизод	88,3	95,9	97,7	92,6	109,8
<b>Бюджет</b>					
Скользящее сальдо бюджета (% ВВП)	-2,7	-1,4	-0,8	2,0	-1,40
Нефтегазовое первичное сальдо бюджета (% ВВП)	-5,6	-4,8	-5,7	-4,6	-6,1
<b>Условия банковского кредитования***</b>					
Срок кредита	5,7	-0,1	-0,2	4,3	0,5
Требования к заемщику	15,1	3,1	1,2	11,6	7,9
Требования к обеспечению	14,3	2,0	-1,4	3,9	1,0

\*Среднее за 3 месяца до начала эпизода ужесточения.

\*\*Увеличение показателя означает повышение ожиданий.

\*\*\*Увеличение показателя означает ужесточение неценовых условий кредитования.

Рис. 28. Изменение условий кредитования



Примечание. Ключевая ставка (правая шкала), % – красная линия, изменение условий банковского кредитования, п. – столбцы гистограммы.

Источник: Банк России.