



Банк России



ОКТАБРЬ 2021

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

1 ноября 2021

Дата отсечения данных для прогнозных расчетов – 21.10.2021.

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

[Электронная версия](#) информационно-аналитического сборника размещена на сайте Банка России в разделе «Издания Банка России/Доклад о денежно-кредитной политике».

Вы можете направить ваши предложения и замечания по адресу [monetarypolicyreport@mail.cbr.ru](mailto:monetarypolicyreport@mail.cbr.ru).

Настоящий 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](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ</b> .....	<b>2</b>
Среднесрочный прогноз Банка России.....	6
<b>1. ТЕКУЩИЕ УСЛОВИЯ И ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>7</b>
Внешние условия.....	7
Денежно-кредитные условия .....	11
Экономическая активность.....	14
Инфляция.....	19
Основные риски для прогноза Банка России.....	21
<b>2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ</b> .....	<b>22</b>
Текущие тренды.....	22
Устойчивые показатели инфляции .....	23
Влияние временных факторов.....	25
Инфляционные ожидания.....	26
<b>3. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>28</b>
3.1. Решение по ключевой ставке .....	28
3.2. Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики.....	31
<b>ВРЕЗКА</b> .....	<b>36</b>
Программа льготной ипотеки на новостройки и ее влияние на конъюнктуру ипотечного рынка .....	36
<b>СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ</b> .....	<b>39</b>
<b>СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ</b> .....	<b>40</b>
<b>ГЛОССАРИЙ</b> .....	<b>46</b>
<b>СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ</b> .....	<b>50</b>

# ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

## ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ 22 ОКТЯБРЯ 2021 ГОДА



*Добрый день!*

*Мы приняли [решение](#) повысить ключевую ставку на 75 базисных пунктов, до 7,50% годовых. Это существенный шаг. Очевидно, что мы не в зоне тонкой настройки. Такой шаг обоснован не только динамикой текущей инфляции, но прежде всего высокими инфляционными ожиданиями и существенным пересмотром прогноза по сравнению с июлем. Инфляция начнет снижаться с более высокой точки, чем мы пред-*

*полагали. Это требует большего ужесточения денежно-кредитной политики, чем планировалось в июльском прогнозе и ожидалось в сентябре.*

*А теперь подробно, почему мы приняли такое решение.*

### **Прежде всего о ситуации с инфляцией.**

*В августе и особенно в сентябре инфляция складывалась существенно выше прогноза. В первые недели октября инфляционное давление не демонстрирует признаков ослабления.*

*Хотя сентябрьский сюрприз в данных по инфляции вызван в основном временными факторами, мы расцениваем эту ситуацию как потенциально опасную из-за ее влияния на инфляционные ожидания. Напомню, инфляция существенно ускорилась из-за более скромного урожая овощей, а также роста издержек в животноводстве. Мясо, молоко, овощи – это так называемые товары-маркеры. Заметный рост цен на товары-маркеры, даже при небольшом их весе в потребительской корзине, может разогнать инфляционные ожидания. В прошлом году мы это видели на примере сахара и подсолнечного масла. В сегодняшней ситуации уже повышенных ожиданий это влияние может быть еще сильнее.*

*Инфляционное давление продолжает формироваться в том числе под воздействием цен на мировых рынках. В последнее время продолжила расти стоимость продовольствия, угля, цветных металлов и особенно природного газа. Удорожание газа влияет на цены азотных удобрений, что в итоге может дополнительно усилить ценовое давление на продовольственных рынках со стороны издержек сельхозпроизводителей. Впрочем, есть и такие товары, по которым наблюдается*

стабилизация и даже коррекция цен вниз. Это сталь, железная руда, драгоценные металлы, лес. Но пока нет уверенности, насколько устойчивы эти тенденции. Мировые рынки по-прежнему остаются источником повышенных инфляционных рисков.

Но речь идет не только и не столько о разовых факторах. Более важно то, что выше цели находятся показатели устойчивой инфляции. Это говорит о давлении со стороны спроса. А точнее, о том, что имеет место значительный дисбаланс между текущим уровнем спроса и способностью предложения удовлетворить этот спрос. Быстро нарастить производство не всегда возможно. Скорость его подстройки к расширению спроса может наталкиваться на ограничения по мощностям, на нехватку комплектующих и сырья, на узкие места в логистике. А для экономики в целом — и на ограниченную численность рабочей силы.

Для преодоления этих ограничений и расширения предложения может потребоваться длительное время. И пока этого не произойдет, повышенный спрос не превратится в рост потребления. Он лишь выльется в повышение цен для тех потребителей, кто будет готов — или просто вынужден — платить по этим возросшим ценам. Или в недоступность подорожавших товаров — для остальных. Именно такую ситуацию мы наблюдаем сейчас. История с автомобилями, пожалуй, самый яркий пример.

Избыточный спрос — тот, который не может быть удовлетворен расширением производства, — не является источником дополнительного экономического роста. Он позволяет производителям с легкостью перекладывать свои дополнительные издержки на потребителей. И тем самым снижает мотивацию компаний повышать эффективность производства, производительность труда.

Текущий спрос подогревается высокими инфляционными ожиданиями. После снижения в августе и сентябре инфляционные ожидания населения и бизнеса снова растут и вернулись к максимумам последних лет. Чем дольше инфляционные ожидания остаются на повышенных уровнях, тем более жесткая политика требуется для возвращения инфляции к цели.

Мы существенно повысили прогноз по инфляции на этот год по сравнению с июлем — до 7,4–7,9%. Мы повысили и прогнозный диапазон среднегодовой ключевой ставки на следующий год — на 1,3 процентного пункта по сравнению с июлем. С учетом такой политики инфляция снизится до 4,0–4,5% в следующем году.

**Теперь об экономике.** За исключением нефтяной отрасли, где действуют ограничения ОПЕК+, экономика в целом вернулась на долгосрочные тренды роста во втором квартале, а в ряде секторов их превысила. Замедление темпов роста в третьем квартале отражает то, что восстановительная фаза завершена. Следует отметить, что на ВВП третьего квартала сказались снижение урожая и осложнение эпизоотической ситуации. Без учета сельского хозяйства, по нашим оценкам, рост ВВП квартал к кварталу был положительным.

Основную поддержку росту оказывает потребительский спрос. Разовые выплаты дополнительно поддержали потребление домохозяйств. По данным опросов, предприятия рассчитывают на дальнейшее увеличение спроса. Данные по ВВП за второй квартал и оперативная статистика за третий показывают, что валовое накопление основного капитала в этом году также растет быстро и даже быстрее, чем мы предполагали в июльском прогнозе.

Крупный сектор, где еще имеется значимое пространство для восстановительного роста, — это нефтяная отрасль. ОПЕК+ постепенно смягчает ограничения на добычу. При этом конъюнктура мировых рынков энергоносителей значительно улучшилась. Мы повысили прогнозную цену нефти в этом и следующем году — до 70 и 65 долларов США за баррель соответственно.

Пару слов о рынке труда. Безработица приблизилась к историческим минимумам, а число вакансий — к историческому максимуму. Для заполнения новых рабочих мест требуется либо приток трудовых мигрантов, либо перераспределение действующей рабочей силы между регионами, отраслями и предприятиями. Этот процесс объективно более медленный, чем возвращение к работе свободных рабочих рук в период восстановительного роста. Рост конкуренции между работодателями за специалистов создает предпосылки для роста зарплат. Важно, чтобы рост зарплат был согласован с ростом производительности труда в соответствующих секторах. В противном случае он выльется в более высокие издержки, которые будут переложены на потребителя. И рост номинальных зарплат в итоге будет съеден инфляцией.

Мы сохраняем прогноз роста ВВП на следующий год и далее. Дополнительное ужесточение денежно-кредитной политики, направленное на возвращение инфляции к цели, соразмерно положительному вкладу в совокупный спрос со стороны внешнего спроса и инвестирования средств ФНБ. В этом году рост ВВП составил 4–4,5% и далее — 2–3%, что соответствует траектории устойчивого роста.

**Денежно-кредитные условия существенно не изменились с сентябрьского заседания.** Повышение рыночных ставок вслед за увеличением ключевой ставки пока оказывает на них ограниченное влияние. Это во многом связано с влиянием возросших инфляционных ожиданий. Главный индикатор того, что и в третьем квартале денежно-кредитные условия оставались скорее мягкими, чем нейтральными, — это сохранение высоких темпов роста кредитования во всех сегментах.

С сентябрьского заседания по вчерашний день доходности ОФЗ повысились на 50–60 базисных пунктов. На коротком конце кривой этот рост отражает пересмотр рыночных ожиданий по ставке, а на длинном — тенденции на глобальных рынках.

В сентябре — октябре продолжился рост ставок по депозитам, хотя и медленнее, чем в предыдущие месяцы. Условия привлечения средств на вклады все еще не настолько привлекательны, чтобы стимулировать население к активному использованию этой формы сбережений.

Что касается кредитования, корпоративный сегмент продолжает устойчиво расширяться. На рынке потребкредитования наблюдается незначительное замедление. В ипотеке после некоторого замедления в июле — августе, связанного с пересмотром условий программ льготного кредитования, осенью темпы вновь ускорились. Учитывая факт, мы пересмотрели прогнозный диапазон по кредитованию населения на этот год вверх на 3 процентных пункта, до 21–25%. В целом по экономике прогноз кредитования оставлен без изменений. Произошедших на кредитном рынке изменений пока явно недостаточно для формирования таких денежно-кредитных условий, которые способствовали бы возвращению инфляции к 4% и закреплению ее на этом уровне. Сегодняшнее решение ускорит подстройку кредитно-депозитного рынка.

**Что касается рисков для прогноза, проинфляционные риски преобладают.**

Основной риск — длительное сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне. И этот риск тем весомее, чем дольше наблюдается высокий рост цен, даже если он связан с временными факторами. Мы уже это видим по последним трем месяцам.

В части внешних условий проинфляционные риски также остаются. В первую очередь они связаны с ценами на энергоносители и другие сырьевые товары. Демпфирующие механизмы защищают внутренний рынок от колебаний мировых цен на сами ресурсы. Но удорожание производства зарубежных товаров может отразиться и на нашей инфляции. Например, это происходит, когда мы ввозим импортные станки, автомобили, произведенные за границей из подорожавших металлов.

Дезинфляционные риски в основном связаны с тем, что издержки производителей могут так же быстро сократиться, как и выросли. Недавно мы наблюдали многократный рост цен на контейнерные перевозки. Это повысило стоимость доставки грузов по всему миру. Но сейчас этот рост прекратился, и, возможно, цены если и не вернуться на доковидные уровни, но отыграют большую часть роста этого года, что потом отразится на стоимости товаров.

Важным дезинфляционным фактором для нас также остаются перспективы восстановления выездного туризма.

**Должна отдельно остановиться на вводимых сейчас противоэпидемических ограничениях.** Прошлой весной мы полагали, что ограничения приведут к сильному сокращению спроса, то есть создадут дезинфляционные риски. Во втором квартале 2020 года так и случилось. Но опыт последующих волн пандемии показал, что спрос все в меньшей степени подвержен ограничениям, а вот предложение сокращается из-за приостановки работы предприятий. Мы считаем, что теперь влияние ограничений скорее проинфляционно.

Основной негативный эффект придется на отрасли, непосредственно зависящие от ограничений, прежде всего сферу услуг. Правительство ввело меры поддержки для наиболее уязвимых сегментов экономики, прежде всего малого и среднего бизнеса и его сотрудников. Банк России со своей стороны выделил лимит 60 млрд рублей в рамках спецмеханизма рефинансирования со ставкой 4% для банков, которые на льготных условиях будут кредитовать попавший под ограничения малый и средний бизнес.

Мы также выпускаем рекомендации банкам и микрофинансовым организациям идти навстречу тем заемщикам — физлицам и предпринимателям, — которые нуждаются в реструктуризации кредитов.

**Теперь о наших будущих решениях.** Выросла вероятность того, что уровень ключевой ставки будет выше, а время удержания ставки на повышенном уровне дольше, чем мы закладывали в прошлом прогнозе. По базовому прогнозу в следующем году ставка в среднем составит 7,3–8,3% годовых, а в 2023 году — 5,5–6,5%. То есть ключевая ставка вернется в свой долгосрочный нейтральный диапазон не ранее середины 2023 года.

Спасибо за внимание.

**Председатель Банка России**



**Э.С. Набиуллина**

## СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ  
22 ОКТЯБРЯ 2021 ГОДАОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ  
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

Табл. 1

	2020 (факт)	БАЗОВЫЙ			
		2021	2022	2023	2024
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	7,4–7,9	4,0–4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,5–6,6	5,2–6,0	4,0	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,1	5,7–5,8*	7,3–8,3	5,5–6,5	5,0–6,0
Валовой внутренний продукт	-3,0	4,0–4,5	2,0–3,0	2,0–3,0	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	-5,2	6,9–7,9	1,0–2,0	1,6–2,6	1,7–2,7
– домашних хозяйств	-8,6	9,0–10,0	1,0–2,0	2,0–3,0	2,0–3,0
Валовое накопление	-2,0	5,4–7,4	0,5–2,5	2,9–4,9	2,5–4,5
– основного капитала	-4,3	5,4–7,4	0,4–2,4	2,6–4,6	2,0–4,0
Экспорт	-4,3	2,6–4,6	5,0–7,0	1,2–3,2	1,2–3,2
Импорт	-12,0	15,0–17,0	1,1–3,1	2,7–4,7	1,2–3,2
Денежная масса в национальном определении	13,5	8–12	9–13	7–11	6–10
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте**	10,9	11–15	9–13	7–11	7–11
– к организациям	10,2	8–12	7–11	6–10	7–11
– к населению, в том числе	12,9	21–25	14–18	10–14	7–11
ипотечные жилищные кредиты	21,6	23–27	15–19	14–18	12–16

\* С учетом того, что с 1 января по 24 октября 2021 года средняя ключевая ставка была равна 5,3%, с 25 октября до конца 2021 года средняя ключевая ставка прогнозируется в диапазоне 7,5–7,7%. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии](#).

\*\* 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 долевые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением. Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднестатистическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период. По ипотечным жилищным кредитам – без учета приобретенных банками прав требования.

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ\*  
(млрд долл. США, если не указано иное)

Табл. 2

	2020 (факт)	БАЗОВЫЙ			
		2021	2022	2023	2024
<b>Счет текущих операций</b>	<b>36</b>	<b>121</b>	<b>111</b>	<b>40</b>	<b>24</b>
Торговый баланс	94	186	205	142	130
Экспорт	333	490	511	451	444
Импорт	240	304	307	309	314
Баланс услуг	-17	-18	-34	-37	-40
Экспорт	47	52	59	63	68
Импорт	64	70	92	100	108
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-47	-60	-64	-66
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>35</b>	<b>121</b>	<b>111</b>	<b>40</b>	<b>24</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>58</b>	<b>23</b>	<b>16</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	-1	-21	-7	-8	-10
Частный сектор	54	80	65	30	25
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>4</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>-14</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>18</b>	<b>8</b>
<b>Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель</b>	<b>42</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>50</b>

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

Источник: Банк России.



# 1. ТЕКУЩИЕ УСЛОВИЯ И ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

## ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

**Восстановительный рост в мировой экономике продолжается, хотя и более умеренным темпом, чем в первой половине года. Совокупный спрос усиливают запас сбережений, сформированный в 2020 г., и сохраняющаяся стимулирующая направленность макроэкономической политики в ключевых экономиках. Смещение потребления от услуг к товарам в сочетании с узкими местами в логистических цепочках поддерживает инфляцию на повышенном уровне. Стремление компаний обезопасить себя от перебоев с поставками увеличивает спрос на формирование запасов сырья и комплектующих, что временно, но значительно дополнительно усиливает инфляционное давление.**

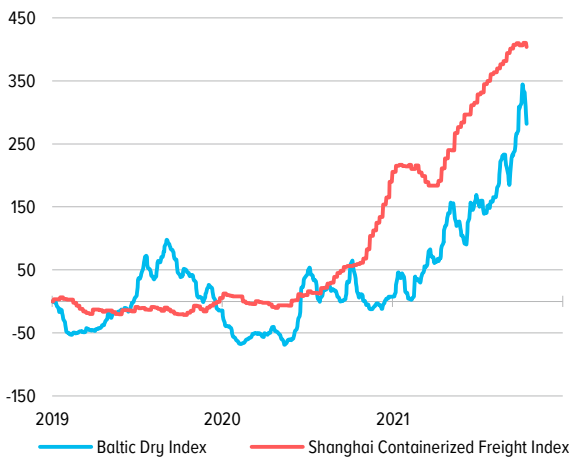
С момента публикации [ДоДКП 3/21](#) ситуация в мировой экономике стала более напряженной и неоднозначной. Во многом это оказалось следствием того, что, несмотря на продолжающуюся вакцинацию, распространение новых, более заразных штаммов («Дельта» и других) привело к росту заболеваемости в ряде стран. Более того, рост заболеваемости наблюдался даже в тех странах, где был достигнут порог вакцинации, необходимый для появления коллективного иммунитета (в частности, в Израиле). И хотя количество тяжелых случаев болезни у вакцинированного населения заметно ниже, продолжающееся распространение вируса показало, что до победы над пандемией еще, по-видимому, далеко. Несмотря на то что по мере роста доли вакцинированного населения, сопутствующая нагрузка на систему здравоохранения и жесткость вводимых ограничений социальной и экономической активности сокращаются, пандемия продолжает влиять на экономическую динамику. Распространение новых штаммов сыграло свою роль в том, что импульс уверенного восстановления мировой экономики, наблюдавшийся в середине года, ослабел; в ряде крупных экономик появились признаки замедления.

Сводные индексы PMI все еще остаются на относительно высоком уровне, но в августе – сентябре их значения оказались заметно ниже мая – июня. Например, в США значение индекса PMI Composite в сентябре составило 55,0 против 68,7 в мае, в ЕС – 56,1 против 59,4 в июне, в Великобритании – 54,9 против 62,9 в мае. Значение индекса PMI Composite Global в сентябре составило 53,0 против 58,5 в мае. В СФР динамика индекса улучшилась по сравнению с периодом мая – июня, однако на экономическую активность в этих странах все большее влияние начинают оказывать внутренние факторы. В Китае замедление экономического роста во многом связано с энергетическим кризисом и обострением долговых проблем в отрасли строительства и девелопмента (наиболее известный пример – девелопер Evergrande).

Основные проблемы посткризисного периода – нарушения мировых производственных цепочек, рост цен на биржевые товары – с момента публикации ДоДКП 3/21 не потеряли актуальности и, более того, усугубились. Индекс стоимости перевозки сухих грузов Baltic Dry продолжил расти, индекс контейнерных перевозок Shanghai Containerized Freight с начала сентября колеблется вокруг исторически максимальных уровней. Индексы PMI Suppliers' Delivery Times, отражающие своевременность сроков поставки заказов, после незначительных улучшений в середине III квартала остаются практически без движения. Для еврозоны и США показатели PMI Suppliers' Delivery Times находятся вблизи исторически худших значений. Другими словами, время ожидания поставок в этих странах сейчас больше не только в сравнении с пиком распространения пандемии в 2020 г., но и чем когда-либо в прошлом. В целом все эти индикаторы указывают на то, что проблемы с поставками испытывает подавляющее большинство мировых производителей.

ДИНАМИКА ИНДЕКСОВ СТОИМОСТИ ПЕРЕВОЗОК  
(изменение к 01.01.2019, %)

Рис. 1.1



Источник: Bloomberg.

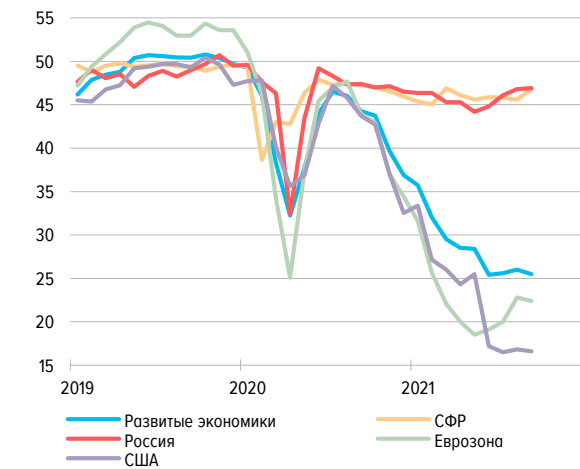
Цены на мировых товарных рынках в целом не демонстрируют существенного снижения относительно пиковых уровней середины года, хотя по отдельным позициям это происходит. Ограничения на выплавку стали в Китае привели к заметному снижению цен на железную руду. В свою очередь цены на сталь прекратили расти. Цены на драгоценные металлы также снижались. В то же время цены на большинство промышленных металлов (алюминий, медь, цинк, свинец) продолжили расти – в том числе вследствие продолжающегося роста цен на энергоресурсы. В частности, цены на газ в Европе в начале октября достигли рекордного исторического уровня в 2 тыс. долл. США за 1 тыс. куб. м – из-за низкого уровня запасов накануне зимнего сезона.

Индекс ФАО, отражающий динамику цен на продовольствие, после снижения в июле возобновил рост. По итогам сентября среднее за месяц значение индекса приблизилось к историческим максимумам, наблюдавшимся в июне 2011 года. При этом в сентябре индекс оказался на 33% выше среднего значения сентября 2020 г. и на 37% выше среднего значения за 2019 год. Наиболее заметный рост наблюдался в динамике цен на растительные масла и зерновые.

Показатели годовой инфляции в большинстве крупных стран продолжили ускоряться. В сентябре в еврозоне показатель годовой инфляции достиг максимума с сентября

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI SUPPLIERS' DELIVERY TIMES  
(пунктов)

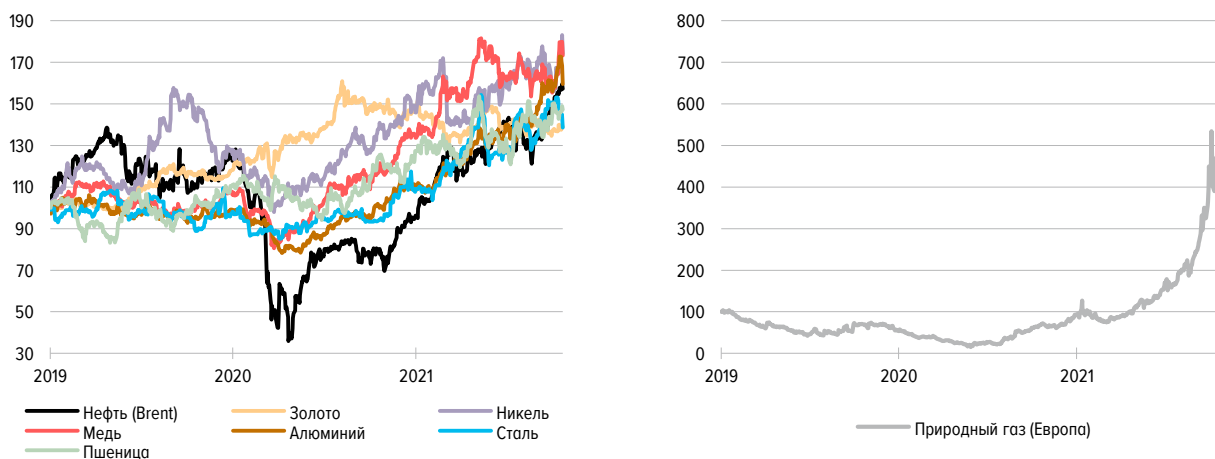
Рис. 1.2



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ЦЕН НА МИРОВЫХ ТОВАРНЫХ РЫНКАХ  
(01.01.2019 = 100%)

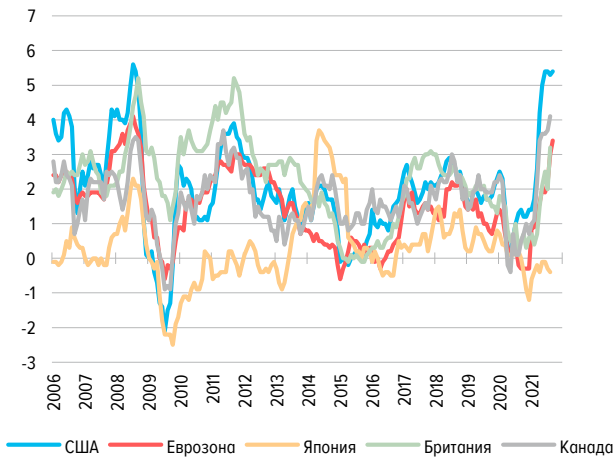
Рис. 1.3



Источник: Bloomberg.

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

Рис. 1.4



Источник: Bloomberg.

2008 г., составив 3,4%, в США – вернулся к значению 5,4% после небольшого снижения в августе. Схожая картина наблюдается в Великобритании и Канаде. При этом индексы отпускных и закупочных цен в развитых экономиках остаются на высоких уровнях, что также говорит о наличии повышенного инфляционного давления во всем производственном цикле – от заготовки до приобретения конечного продукта потребителем.

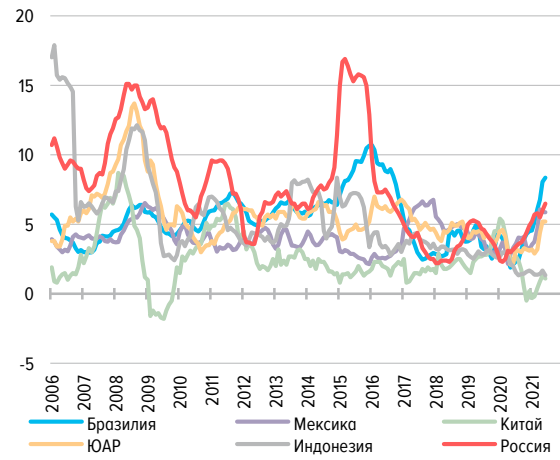
В крупных СФР наиболее быстрый темп роста годовой инфляции наблюдается в Бразилии, в то время как в Индии и Китае темп роста цен в сентябре несколько замедлился под влиянием временных факторов – в частности, снижения цен на овощи и свинину.

Отмеченные тенденции изменили оценку Банком России внешних условий развития российской экономики в 2021 году. Темп роста мировой экономики в 2021 г. оценивается на чуть более низком уровне по сравнению с прогнозом в ДоДКП 3/21: 5,9% вместо 6,1%. Прогноз на период 2022–2024 гг. остался без изменений. Как и ранее оценивалось Банком России, начиная с 2022 г. величина разрыва внешнего выпуска будет устойчиво находиться в положительной области.

Сохраняющиеся затруднения в цепочках поставок, динамика цен биржевых товаров и фактические данные о динамике инфляции в странах обуславливают более высокую траекторию зарубежной инфляции в прогнозе Банка России по сравнению с оценкой в ДоДКП 3/21.

**ИНФЛЯЦИЯ В СФР**  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

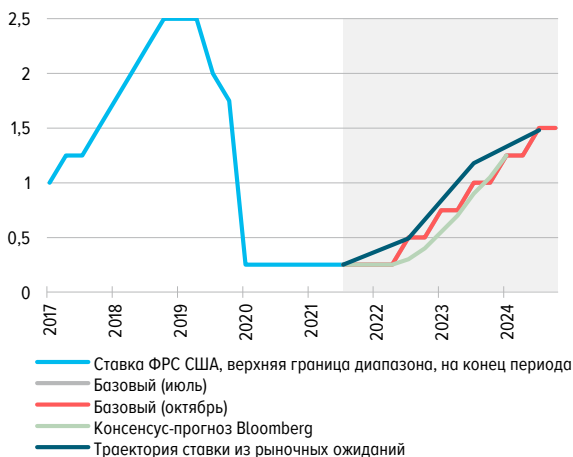
Рис. 1.5



Источник: Bloomberg.

**СТАВКА ФРС США**  
(%)

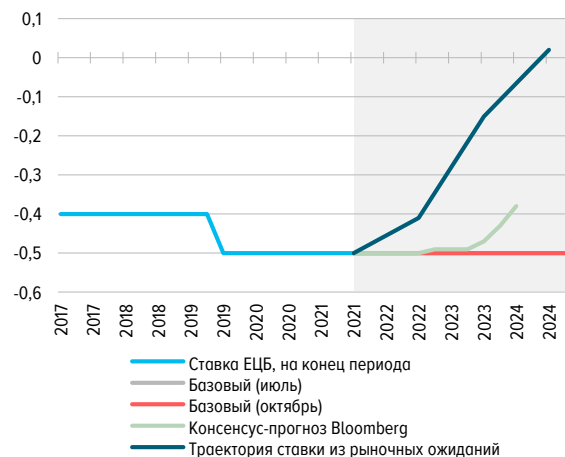
Рис. 1.6



Примечание. Затемненная серая область обозначает прогнозный диапазон.  
Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

**СТАВКА ЕЦБ**  
(%)

Рис. 1.7



Примечание. Затемненная серая область обозначает прогнозный диапазон.  
Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

Предположение о сроках и темпах ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах не изменилось.

**Цена на нефть продолжает расти выше ожиданий. Однако на среднесрочном горизонте по-прежнему ожидается нисходящая динамика.**

Рост мировой экономики в совокупности с неблагоприятными погодными условиями (аномальная жара, ураганы) усилил дефицит и, как следствие, рост цен на основные энерго-ресурсы – нефть, газ, уголь. В октябре цена на нефть марки Urals в отдельные дни превышала 80 долл. США за баррель и в среднем с начала года превысила 66 долл. США за баррель.

Рост цен на газ и уголь и общий дефицит энергоносителей с большой вероятностью приведут к росту спроса на мазут (и, соответственно, сырую нефть) как альтернативный источник энергии. При этом страны – участники ОПЕК+ не планируют дополнительного увеличения добычи и придерживаются ранее достигнутых договоренностей по постепенному наращиванию квот на 0,4 мбс в месяц.

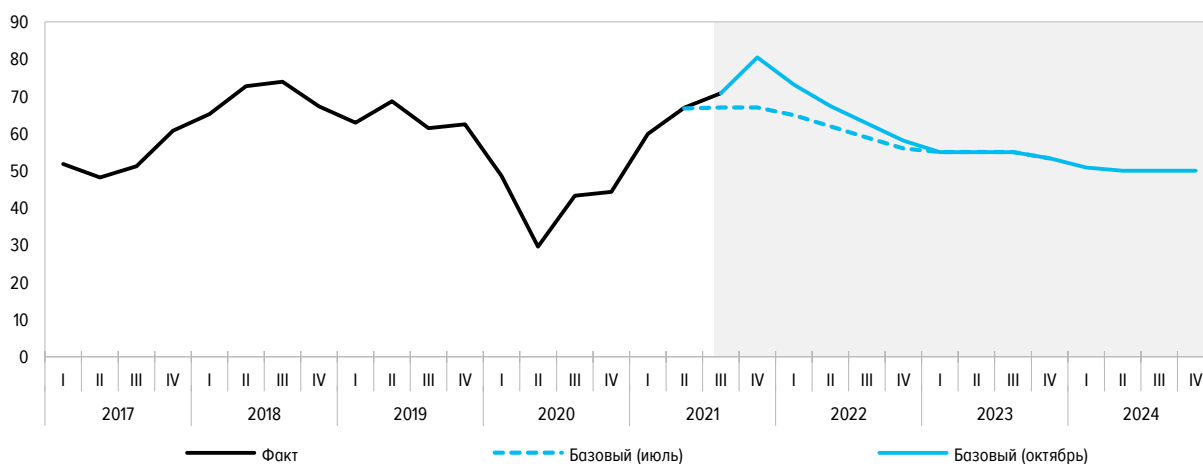
Складывающаяся ситуация на энергетическом рынке в целом и на рынке нефти в частности позволяет Банку России повысить предпосылку относительно среднего уровня цены на нефть в 2021 и в 2022 гг. до 70 и 65 долл. США за баррель соответственно. В то же время сохраняется предположение о возвращении к уровню 50 долл. США за баррель на среднесрочном горизонте по мере роста предложения нефти со стороны участников рынка вне сделки ОПЕК+ и замедления роста спроса.

**Повышенный спрос на сырьевые товары во всем мире способствовал дальнейшему росту российского экспорта. На среднесрочном горизонте профицит счета текущих операций будет постепенно сокращаться по мере нормализации цен на сырьевые товары и расширения импорта.**

Рост цен на мировых товарных рынках и увеличение физических объемов поставок ряда товаров (нефть, газ, металлы, уголь) в условиях медленного роста импорта в III квартале 2021 г. привели к рекордному профициту счета текущих операций (41 млрд долл. США)<sup>1</sup>. На более медленный темп прироста импорта, по сравнению с ожиданиями, повлияли как новые волны пандемии, ограничивающие восстановление зарубежной туристической активности, так и сокращение импорта машиностроительной продукции из-за увеличившегося дефицита по-

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

Рис. 1.8

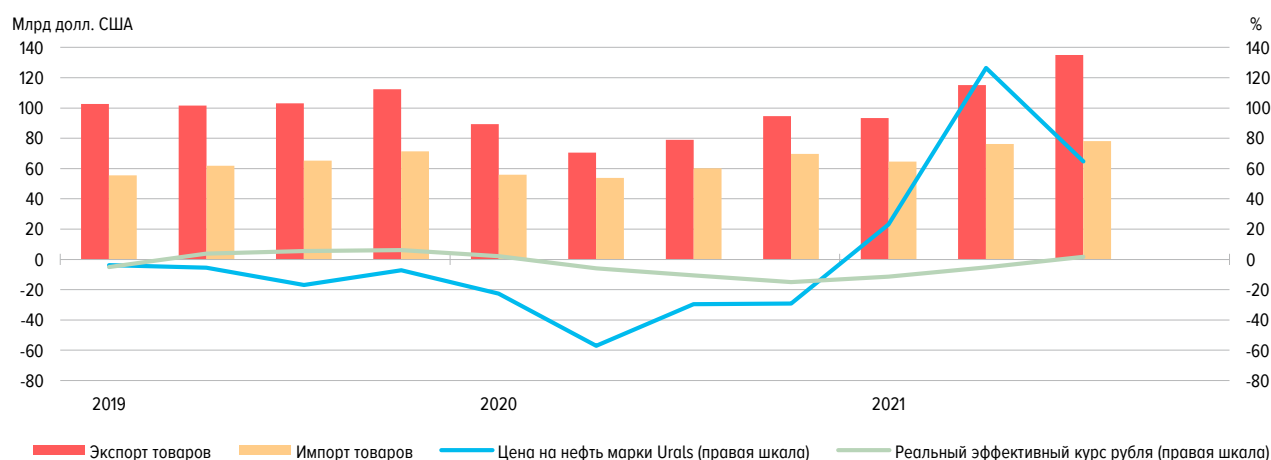


Примечание. Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цены марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу).  
Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> См. информационно-аналитический комментарий «Платежный баланс Российской Федерации», III квартал 2021 года, № 3 (9).

ДИНАМИКА СТАТЕЙ ТОРГОВОГО БАЛАНСА\*

Рис. 1.9



\* III квартал 2021 г. – оценка Банка России.

Источники: Refinitiv, Банк России.

лупроводников в мире. Вместе с тем стоимостный объем импорта товаров в III квартале 2021 г. оставался значительным, превысив на 20% уровень аналогичного периода 2019 года.

Исходя из фактических данных, Банк России уточнил прогноз счета текущих операций. В 2021–2022 гг. стоимостный объем как нефтегазового, так и ненафтегазового экспорта оценивается на более высоком уровне, чем в ДоДКП 3/21, – главным образом за счет более высокой траектории цен. В 2023–2024 гг. прирост стоимостного объема экспорта будет замедляться по мере реализации соглашений ОПЕК+ и снижения цен на биржевые товары на фоне завершения восстановительной фазы в мировой экономике.

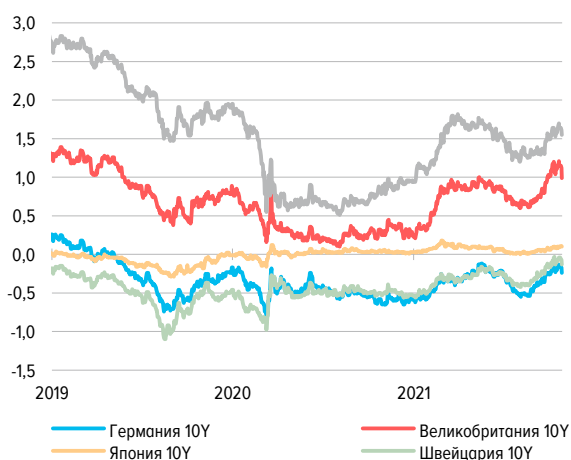
Стоимостный объем импорта в 2021 г. лишь немногим меньше прогнозной величины, что отражает более умеренный факт III квартала 2021 года. Предполагается, что в 2022 г. импорт увеличится больше, чем ожидалось в июле, вследствие более быстрого роста импорта услуг. Фактически темпы вакцинации во многих странах оказались недостаточными для обеспечения коллективного иммунитета в объявленный ранее временной горизонт, и, соответственно, сроки существенного открытия границ также сместились на 2022 год. Кроме того, в прогнозе учитывается инвестирование средств ФНБ в проект по строительству газоперерабатывающего завода в Усть-Луге, предполагающий значительные закупки импортного оборудования.

В результате профицит счета текущих операций по итогам 2021 г. может составить 121 млрд долл. США и в 2022 г. снизится лишь до 111 млрд долл. США. Однако в 2023 г. влияние снижения цен на сырьевые товары и роста возможностей для зарубежных поездок окажется более заметным, и по итогам года профицит текущего счета уменьшится до 40 млрд долл. США, а к концу прогнозного горизонта – до 24 млрд долл. США.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

**Рост инфляционного давления и ужесточение сигналов центральных банков привели к увеличению доходностей государственных облигаций. Рост доходностей ОФЗ и котировок на товарных рынках способствовал притоку капитала на российский финансовый рынок.**

Длинные доходности в США в сентябре возобновили рост, при этом доходность двухлетних бумаг достигла максимума с марта 2020 г., десятилетних – с июня 2021 года. Основные причины этого – заявления представителей ФРС США о возможности более раннего сворачивания стимулов поддержки экономики, а также неопределенность относительно сроков повышения лимита на объем государственного долга. На ожидания раннего повышения ставок основными

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ  
(%) Рис. 1.10

Источники: ПАО Московская Биржа, Банк России.

мировыми центральными банками также оказывали влияние произошедший в сентябре рост цен на главные энергетические товары и опасения относительно возможного мирового энергетического кризиса.

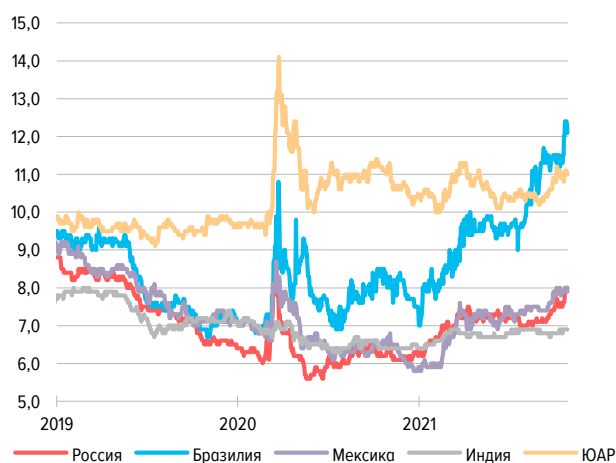
Бескупонные доходности государственных облигаций большинства СФР в сентябре выросли по всем срокам. Доходности ОФЗ также выросли по всем срокам. Рост доходностей на коротких сроках отражал принятые решения по денежно-кредитной политике в России и ожидания дальнейшего ужесточения на фоне продолжающегося ускорения инфляции. Доходности ОФЗ на длинных сроках преимущественно стали следствием пересмотра рыночных ожиданий относительно сроков ужесточения денежно-кредитной политики. В III квартале сохранился нетто-приток средств нерезидентов.

**Повышение рыночных ставок способствовало притоку средств населения в банки, но существенно не повлияло на динамику кредитования. На прогнозном горизонте темпы прироста кредитования замедлятся до долгосрочных устойчивых уровней.**

Принятые Банком России решения по денежно-кредитной политике, рост доходностей ОФЗ и ставок денежного рынка продолжают транслироваться в кредитные и депозитные ставки. В августе среднерыночная ставка по долгосрочным рублевым депозитам населения выросла на 1,0 п.п. по сравнению с концом II квартала, по долгосрочным рублевым корпоративным кредитам – на 0,7 процентного пункта. По предварительным оценкам, рост кредитных и депозитных ставок продолжился и в сентябре – октябре.

Рост кредитных ставок частично смягчался изменением неценовых условий кредитования (увеличением максимального срока и объема кредита, смягчением требований к заемщикам). Однако, согласно результатам обследования условий банковского кредитования крупнейших банков, проводимого Банком России<sup>2</sup>, в III квартале 2021 г. смягчение неценовых условий кредитования было существенно менее массовым, чем ужесточение ценовых условий. Банки – участники обследования ожидают дальнейшего ужесточения условий банковского кредитования в конце 2021 г. и начале 2022 г. для всех категорий заемщиков, причем для розничного сегмента ожидания ужесточения более выраженные (в том числе за счет ужесточения макропруденциального регулирования).

Из-за ускорения инфляции и роста инфляционных ожиданий, ослабляющих эффект роста номинальных ставок, и смягчения неценовых условий кредитования привлекательность кредитов для заемщиков остается высокой. Продолжается устойчивый рост корпоративного кредито-

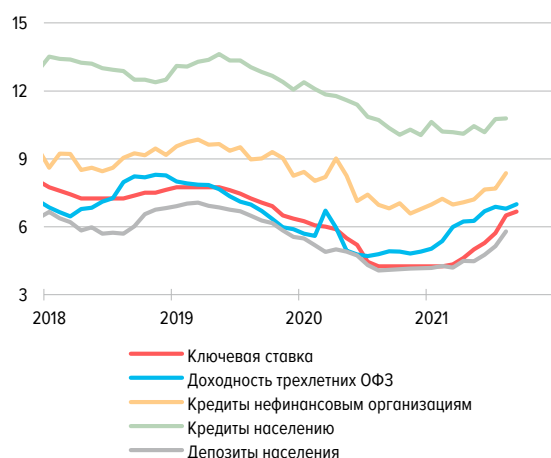
ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ СФР Рис. 1.11

Источники: ПАО Московская Биржа, Refinitiv.

<sup>2</sup> См. [раздел «Условия банковского кредитования»](#) на официальном сайте Банка России.

СТАВКИ ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ  
ОПЕРАЦИЯМ БАНКОВ  
(% годовых)

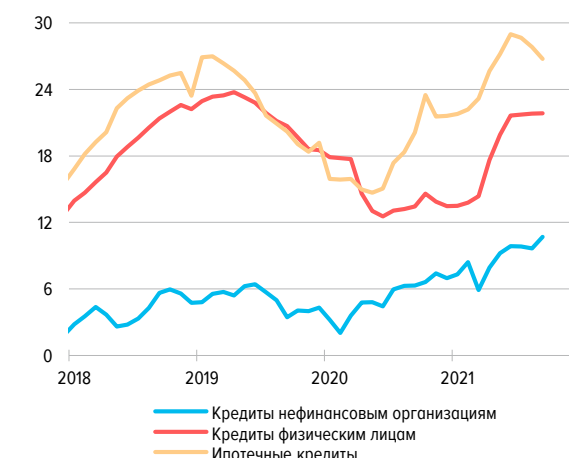
Рис. 1.12



Источник: Банк России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ  
РОССИЙСКИХ БАНКОВ  
(%)

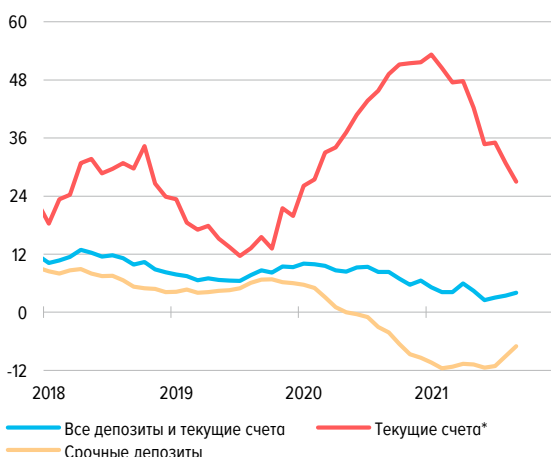
Рис. 1.13



Источники: Банк России, расчеты Банка России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ РУБЛЕВЫХ ДЕПОЗИТОВ  
НАСЕЛЕНИЯ  
(%)

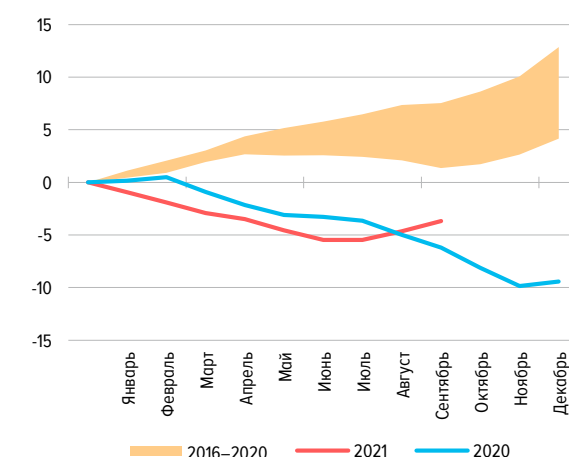
Рис. 1.14



\* Включая депозиты до востребования  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА ОСТАТКОВ НА РУБЛЕВЫХ СРОЧНЫХ  
ДЕПОЗИТАХ  
(% к началу года)

Рис. 1.15



Источник: Банк России.

ния. Годовой прирост кредитов нефинансовым организациям по-прежнему находится около шестилетнего максимума, преимущественно благодаря рублевому сегменту рынка. В то же время в сегменте кредитования финансовых организаций в последние месяцы наметилось снижение активности. Темпы роста розничного кредитования в III квартале 2021 г. существенно не изменились. После изменения параметров льготных ипотечных программ активность участников ипотечного сегмента рынка немного снизилась, но пока остается высокой (см. врезку «Программа льготной ипотеки на новостройки и ее влияние на конъюнктуру ипотечного рынка»).

На фоне роста депозитных ставок восстанавливается приток средств на срочные депозитные счета населения. Срочные рублевые депозиты, сокращавшиеся почти два года, в августе и сентябре возобновили рост. При этом в сентябре рост срочных депозитов обеспечивался притоком новых средств вкладчиков, в отличие от ситуации в августе, когда срочные депозиты формировались преимущественно за счет перетока средств с текущих счетов. По предварительным данным, приток средств вкладчиков на срочные рублевые депозиты продолжился и в октябре.

Исходя из новых данных о динамике кредитования, Банк России повысил прогноз темпов прироста требований к населению в 2021 г. до 21–25% (в ДоДКП 3/21: 18–22%). При этом темп прироста ипотечных кредитов по итогам года составит 23–27% против 20–24%, ожидавшихся

ранее. В 2022 г. прирост требований к населению будет равен 14–18% (в ДоДКП 3/21: 12–16%). В 2023–2024 гг. темпы прироста кредитования населения вернутся к долгосрочному устойчивому уровню.

Темп прироста требований к организациям в 2021–2022 гг. сложится чуть ниже, чем ожидалось в июле, – как за счет замедления темпов роста кредитования финансовых компаний, так и вследствие ужесточения денежно-кредитных условий, эффект которого проявится в полной мере в 2022 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.

## ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ

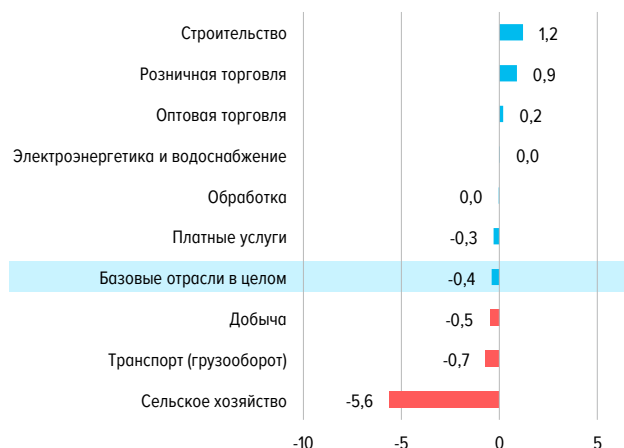
**Российский ВВП, за исключением нефтяного сектора, в II квартале 2021 г. вернулся к допандемическому тренду, завершив восстановительную фазу роста. В III квартале 2021 г. на общих темпах роста отрицательно сказалось ухудшение урожая. В целом оперативные индикаторы указывают на продолжение роста, хотя и более умеренными темпами. Сложности с поставками в ряде производственных цепочек, а также все более явно проявляющаяся нехватка работников отдельных специальностей ограничивают потенциальный темп роста.**

ВВП в II квартале 2021 г. вырос на 10,5% в годовом выражении, что является максимальным темпом прироста за период с 2001 года. Наиболее заметный вклад в рост внесли финансовый сектор, торговля и обрабатывающие отрасли.

Восстановительная фаза роста завершена в большинстве отраслей. Оперативные индикаторы в III квартале свидетельствуют о более умеренных темпах роста экономической активности. Индекс базовых отраслей экономической деятельности в июле – августе сократился на 0,4% (SA) относительно II квартала 2021 года. Основной вклад в снижение выпуска внесло сельское хозяйство. Объем выпуска сельхозпродукции сократился на 5,6% относительно среднего за II квартал 2021 г. вследствие смещения сроков уборки урожая из-за более поздней посевной в этом году.

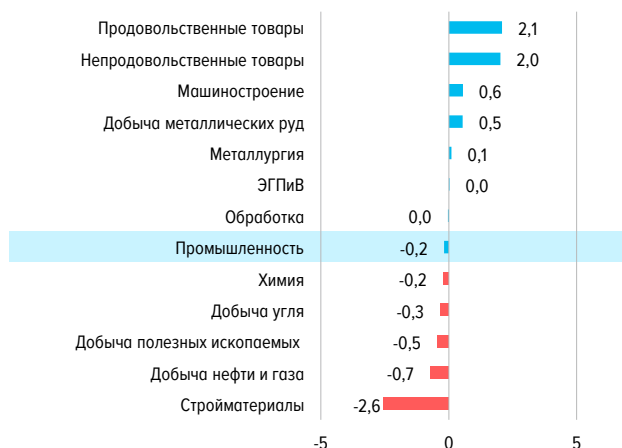
Объем промышленного производства в июле – августе относительно среднего за II квартал 2021 г. снизился на 0,2% (SA) после прироста на 1,3% (SA) в II квартале относительно I квартала

УРОВЕНЬ ВЫПУСКА В ИЮЛЕ – АВГУСТЕ 2021 ГОДА (прирост в % к II кварталу 2021 г., SA) Рис. 1.16



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

УРОВЕНЬ ВЫПУСКА В ПРОМЫШЛЕННОСТИ В ИЮЛЕ – АВГУСТЕ 2021 ГОДА (прирост в % к II кварталу 2021 г. SA) Рис. 1.17



Источники: Росстат, расчеты Банка России.



2021 года. Среди отраслей, показавших в июле – августе наибольший рост, – строительство и торговля, как розничная, так и оптовая. Наиболее существенный вклад в снижение выпуска промышленности внесли добывающие производства (-0,5%, SA) из-за уменьшения объемов добычи природного газа и СПГ после аварии в Новом Уренгое. Выпуск обрабатывающих отраслей остался на уровне II квартала, среди крупных групп обрабатывающих производств увеличился выпуск потребительских товаров. Выпуск ряда категорий товаров обрабатывающих отраслей (особенно инвестиционных товаров) сдерживается глобальными проблемами, такими как дефицит комплектующих, перебои в поставках и удлинение их сроков<sup>3</sup>.

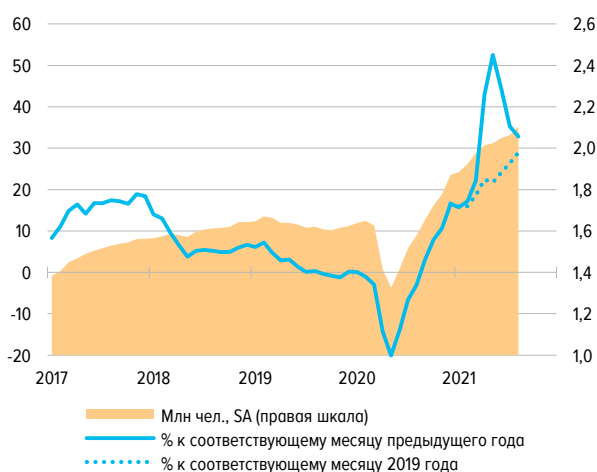
Допандемический уровень выпуска IV квартала 2019 г. в июне – августе 2021 г. превышен в промышленности (+0,8%, SA), в обработке (+2,5%, SA), но все еще не достигнут в добыче (-3,1%, SA).

Восстановление сферы услуг по-прежнему сдерживается сложной эпидемической обстановкой. Объем платных услуг в июле – августе сократился на 0,3% (SA) относительно II квартала 2021 года. По сравнению с допандемическим уровнем отставание в услугах в июне – августе составило 3,6%.

### Спрос на труд находится на высоком уровне, безработица вернулась к докризисным значениям. Прирост номинальных заработных плат замедлился.

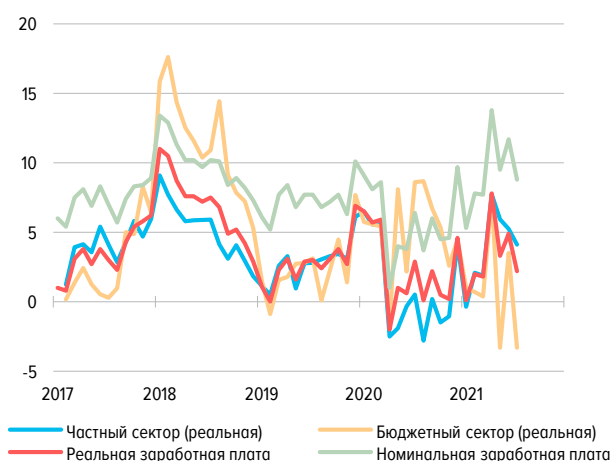
Число вакансий в службе занятости в августе вновь оказалось рекордным и достигло уровня 2,2 млн заявок; прирост в годовом выражении составил 33% (+29% (SA) к среднему уровню 2019 г.). Данные портала HeadHunter также указывают на высокий спрос на труд (количество размещенных резюме выросло на 62% (SA) к среднему уровню 2019 г.). Усилился рост спроса на труд в обрабатывающей промышленности, строительстве, сфере обслуживания и торговле. На рынок труда по-прежнему продолжает влиять дефицит иностранной рабочей силы из-за сохраняющихся противоэпидемических ограничений. Численность занятых в II квартале 2021 г. была на 0,9% (или на 684 тыс. чел., SA) ниже допандемического уровня IV квартала 2019 года. Уровень безработицы продолжил снижаться и в августе приблизился к историческому минимуму, составив 4,6% (SA) (в июне: 4,9% (SA); в среднем в 2019 г.: 4,6%).

ПОТРЕБНОСТЬ РАБОТОДАТЕЛЕЙ В РАБОТНИКАХ Рис. 1.18



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ (% к соответствующему периоду предыдущего года) Рис. 1.19



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>3</sup> Стоит отметить, что объем промышленного производства в сентябре вырос на 2,1% (SA) по отношению к предыдущему месяцу, полностью компенсировав снижение июля – августа. По итогам III квартала выпуск промышленной продукции превысил на 0,4% (SA) уровень II квартала. В сентябре рост наблюдался во всех крупных видах деятельности. Наиболее существенно увеличился объем добычи полезных ископаемых вследствие ослабления квот ОПЕК+, а также высокого спроса на газ, как в Европе, так и в Азии. Рост выпуска в обработке был обеспечен примерно в равной степени промежуточными товарами (нефтепродукты, металлы) и товарами инвестиционного назначения (стройматериалы, машины и оборудование). Выпуск потребительских товаров в сентябре несколько снизился, однако остается на высоких уровнях.

Темп прироста номинальных заработных плат все еще остается высоким. В июле прирост составил 8,8% в годовом выражении после 11,7% в июне; месячный прирост в июле впервые за пять месяцев замедлился до 0,5% (SA). Высокие темпы прироста связаны с дефицитом предложения труда в отдельных отраслях частного сектора, в то время как замедление общего роста заработной платы связано со снижением темпов прироста заработных плат в бюджетном секторе после их всплеска в 2020 г. за счет программ дополнительного стимулирования медицинских работников. Наиболее заметный рост номинальных заработных плат в годовом выражении в июле наблюдался в секторе гостиниц и ресторанов (+22,2%), добычи (+17,1%), строительства (+15,3%), торговли (+14,9%). При этом рост реальных заработных плат в июле замедлился до 2,2% в годовом выражении после 4,9% в июне вследствие ускорения инфляции.

**Инвестиционная активность остается выше допандемической, но признаки замедления уже появились.**

По итогам II квартала темп прироста ВНОК оказался больше, чем ожидал Банк России, составив 12,8% в годовом выражении; по отношению к II кварталу 2019 г. прирост составил 5,2%.

По оценкам Банка России, в июле – августе инвестиционный спрос снизился на 1,2% (SA) относительно очень высокого уровня II квартала 2021 года. В то же время по отношению к IV кварталу 2019 г. прирост в июне – августе составил 4,7%. На ослабление инвестиционной активности указывали как более низкие объемы импорта машин и оборудования из дальнего зарубежья, так и сокращение внутреннего производства инвестиционных товаров. Есть основания полагать, что это в большей степени отражает задержки в поставках оборудования, нежели сокращение соответствующего спроса.

Объем железнодорожных перевозок в июле увеличился. Несмотря на заметный рост перевозок сырья, объемы перевезенных черных металлов, нефти и нефтепродуктов остаются ниже допандемического уровня, угля – вблизи него. Перевозка стройматериалов продолжила снижаться.

Данные мониторинга предприятий Банка России также показывают, что рост инвестиционной активности предприятий в III квартале несколько замедлился во всех основных видах экономической деятельности. Предприятия ожидают дальнейшего замедления инвестиционной активности в IV квартале. В то же время загрузка производственных мощностей в III квартале выросла, несмотря на то, что уже несколько кварталов подряд она остается вблизи максимумов последних 10 лет.

Как отмечают предприятия, недостаток квалифицированной рабочей силы становится все более существенным фактором, в то время как недостаточный спрос на продукцию и неопределенность дальнейшей экономической ситуации менее значимы в принятии ими инвестиционных решений. В то же время анализ инвестиционных планов крупных компаний и рост сальдированного финансового результата по широкому кругу отраслей предполагают сохранение высоких темпов инвестиционной активности, несмотря на некоторое снижение с высоких уровней периода посткризисного восстановления.

**Потребительская активность продолжила расширяться за счет увеличения кредитования, роста доходов и бюджетной поддержки.**

Потребительская активность в августе продолжила расширяться, чему дополнительно способствовали стимулирующие выплаты семьям с детьми школьного возраста, пенсионерам и военным в августе и сентябре. Основной прирост спроса наблюдался в сегменте непродовольственных товаров, где сохраняются высокие темпы прироста продаж.

По данным Росстата, рост потребительских расходов населения в II квартале 2021 г. на фоне низкой базы 2020 г. составил 28% в годовом выражении (0,3% относительно II квартала 2019 г.; в I квартале: -2,8% относительно I квартала 2020 г. и -0,6% относительно I квартала 2019 г.). Он был поддержан как восстановлением доходов и ускорением потребительского кредито-

вания, так и снижением склонности к сбережению. Норма сбережений, по данным Росстата, снизилась до минимального уровня с 2018 г. и составила 3,2% (SA) после 4,2% в I квартале 2021 года.

Реальные располагаемые доходы, по данным Росстата, в II квартале 2021 г. выросли на 6,8% в годовом выражении (-0,9% относительно II квартала 2019 г. и -3,0% (SA) относительно IV квартала 2019 г.), что во многом обусловлено эффектом низкой базы. Основной вклад в рост реальных доходов внесло восстановление оплаты труда, предпринимательских и других доходов.

Восстановление отдельных туристических направлений в последние месяцы несколько сдержало рост внутреннего спроса.

### На среднесрочном горизонте темпы роста российской экономики будут сохраняться вблизи потенциальных.

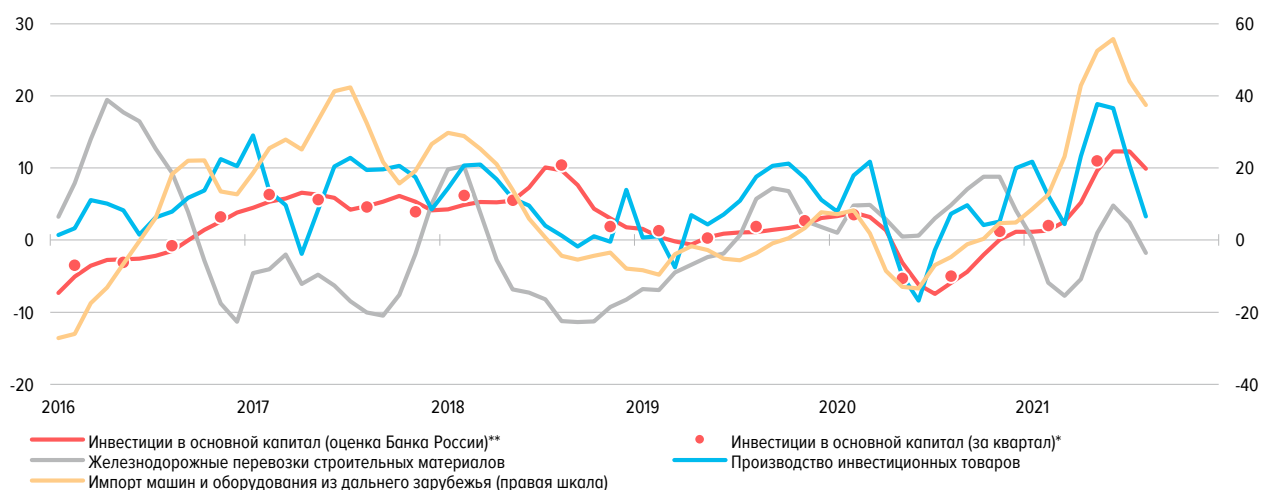
Основной вклад в восстановление российской экономики в 2021 г. продолжает вносить внутренний спрос, который в августе – сентябре был дополнительно поддержан стимулирующими выплатами из бюджета.

Данные оперативной статистики обусловили несколько более низкую оценку Банком России темпов прироста расходов домохозяйств на конечное потребление в 2021 г.: 9–10% вместо 10–11% в ДоДКП 3/21. На среднесрочном горизонте 2022–2023 гг. оценка темпа прироста расходов домохозяйств на конечное потребление осталась близкой к оценке в ДоДКП 3/21. Как и ранее, ожидается, что импульс внутренней потребительской активности будет уменьшаться по мере постепенного расширения возможностей для зарубежных поездок, нормализации бюджетной политики, замедления роста кредитования, в том числе с учетом проводимой денежно-кредитной политики.

Оценка Банком России динамики инвестиций в 2021–2023 гг. была скорректирована с учетом вышедших данных по динамике ВНОК в II квартале, а также сведений об инвестиционных программах крупных компаний и объявленных мер об инвестировании ликвидной части ФНБ. 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. Темп прироста ВНОК по итогам 2021 г. сложится на уровне 5,4–7,4% против 2,6–4,6%, ожидаемых ранее. Уже высокая база 2021 г. обуславливает более умеренный при-

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ  
(%, ЗММА\*)

Рис. 1.20



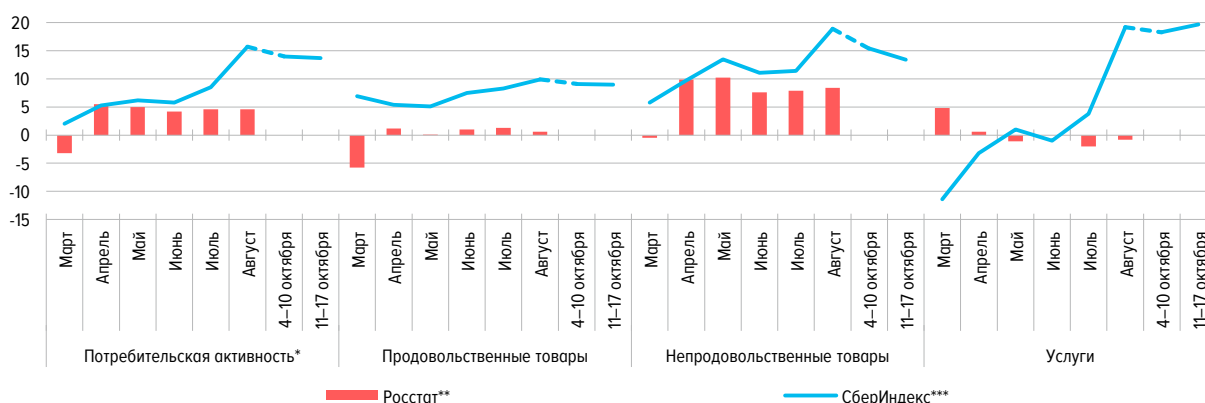
\* Скользящий средний за 3 месяца прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года.

\*\* III квартал 2021 г. – оценка Банка России.

Источники: Росстат, ФТС, РЖД, расчеты Банка России.

ИНДИКАТОРЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ АКТИВНОСТИ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 1.21



\* Физический объем оборота розничной торговли для Росстата.

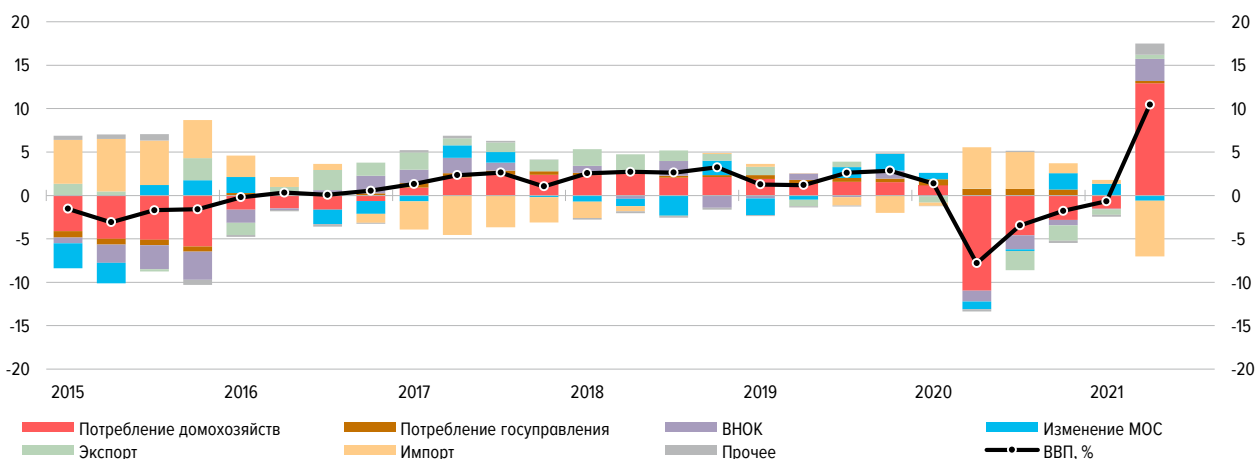
\*\* С апреля прирост к соответствующему месяцу 2019 года.

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

Источники: Росстат, Лаборатория «СберИндекс».

ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ\*  
(вклад в годовой прирост, п.п.)

Рис. 1.22



\* Разбивка по кварталам – оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

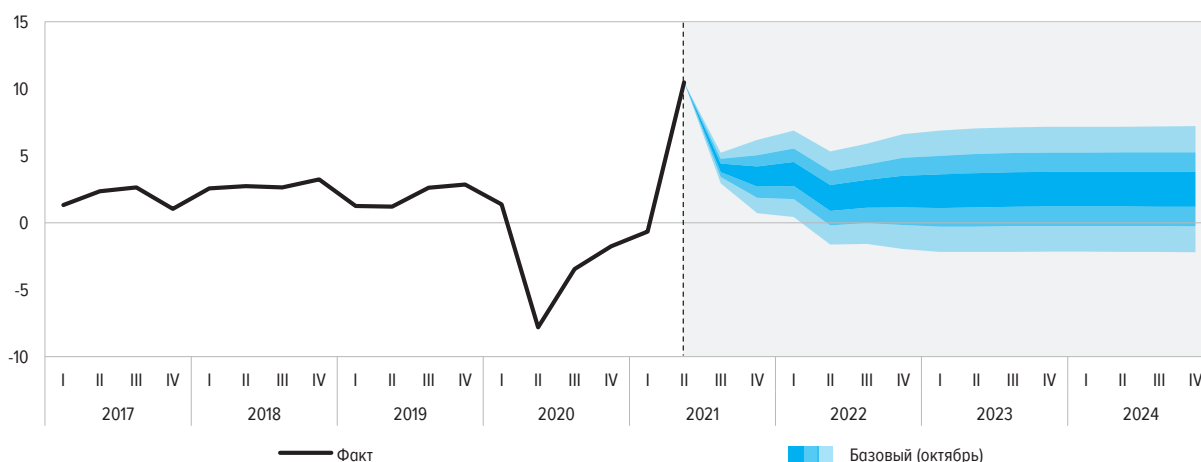
рост инвестиций в 2022 году. В 2023 г. рост инвестиций вновь ускорится до темпов 2,6–4,6% в соответствии с инвестиционными планами крупных компаний и ФНБ, а в 2024 г. вернется на долгосрочный устойчивый уровень в 2,0–4,0%.

Оценка темпов прироста физических объемов экспорта в целом не изменилась относительно прогнозов в ДоДКП 3/21. В 2022 г. темп прироста физических объемов экспорта ускорится по мере дальнейшего восстановления активности мировой экономики, снятия трансграничных ограничений, а также ввиду расширения предложения нефти в рамках обновленных параметров сделки ОПЕК+. В 2023–2024 гг. сокращение возможностей по наращиванию экспорта в силу завершения процессов восстановления в мировой экономике и достижение объемов добычи нефти, близких к предельным, приведут к снижению темпов прироста экспорта до долгосрочных устойчивых уровней в 1,2–3,2%.

С учетом фактических данных и объявленных мер по инвестированию ФНБ, прогноз Банка России относительно темпа прироста физических объемов импорта в 2021 г. вновь повышен: до 15,0–17,0% вместо 14,1–16,1%, ожидавшихся в ДоДКП 3/21 (13,8–15,8% – в ДоДКП 2/21). В дальнейшем, по мере завершения цикла закупок товаров инвестиционного назначения и удовлетворения спроса на непродовольственные потребительские товары длительного

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

Рис. 1.23



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.

пользования зарубежного производства, темп прироста физических объемов импорта снизится до долгосрочных устойчивых уровней в 1,2–3,2%.

Прогноз Банка России предполагает, что на среднесрочном горизонте бюджетная политика будет реализовываться в соответствии с Основными направлениями бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2022 год и на плановый период 2023 и 2024 годов, которые предполагают возвращение к параметрам бюджетного правила в 2022 году.

**Несмотря на пересмотр отдельных компонент, темпы прироста ВВП на прогнозном горизонте остались неизменными. Рост ВВП в 2021 г. составит 4,0–4,5%, в 2022 г. – 2–3%, в последующие годы стабилизируется на траектории сбалансированного роста.**

## ИНФЛЯЦИЯ

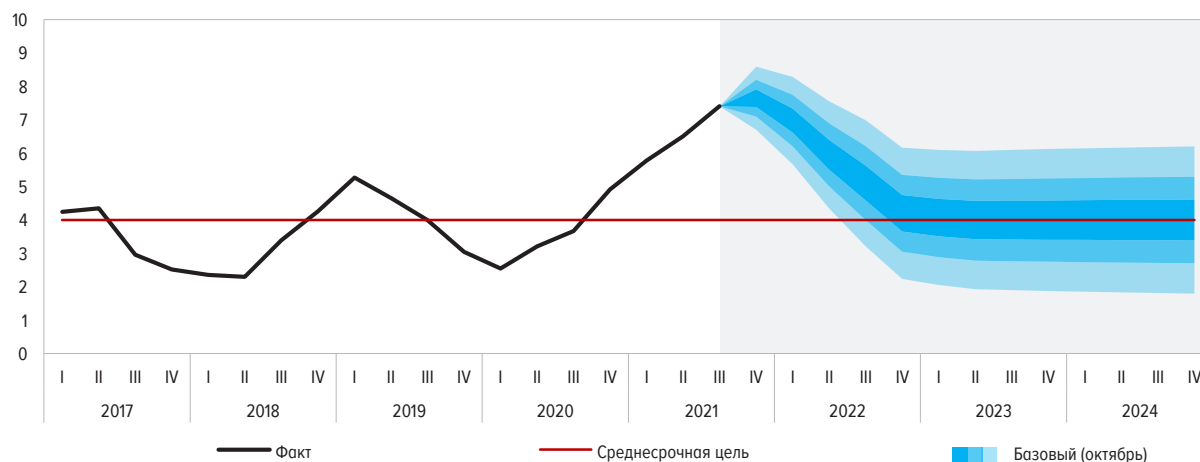
**Инфляция значительно ускорилась. Основной вклад внесло кратковременное ускорение роста цен на волатильные компоненты потребительской корзины, но динамика устойчивых показателей ценовой динамики также выше ожиданий. Проводимая денежно-кредитная политика будет способствовать возвращению инфляции к цели в 2022 году.**

За период, прошедший с публикации ДоДКП 3/21, инфляция в России ускорилась, сложившись выше июльского прогноза Банка России. В значительной мере ускорение роста цен было обусловлено временными факторами в продовольственном сегменте – неблагоприятными погодными условиями, приведшими к сокращению урожая, смещению времени сбора на более поздний период, увеличением затрат на производство овощей, а также негативным влиянием ухудшения эпизоотической ситуации на производство продукции животноводства и ростом издержек в отрасли, в том числе обусловленным повышением мировых цен на зерно и масличные культуры.

В то же время темпы роста цен на непродовольственные товары, в основном относящиеся к устойчивой компоненте инфляции, также оказались выше, чем прогнозировалось в июле. Ключевая причина – высокие и незаякоренные инфляционные ожидания, которые приводят к переносу эффекта разовых проинфляционных факторов в рост цен по более широкому кругу товаров и услуг. Большее давление дисбалансов в динамике спроса и предложения было

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

Рис. 1.24



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 значение 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.

связано с негативным влиянием конъюнктуры глобальных рынков и затруднений в цепочках поставок при сохранении повышенного уровня спроса.

Инфляционные ожидания и наблюдаемая населением инфляция, после некоторого снижения в августе и сентябре, вновь выросли в октябре и находятся вблизи максимальных значений с ноября 2016 года. Ценовые ожидания предприятий в октябре также вернулись к годовым максимумам (подробнее о динамике инфляции и инфляционных ожиданиях см. в разделе 2).

Прогноз годовой инфляции на декабрь 2021 г. повышен до 7,4–7,9%. Пересмотр отражает данные о фактическом росте цен в августе – первой половине октября, а также большую инерцию роста цен в IV квартале 2021 г. вследствие повышенных инфляционных ожиданий. Основной пересмотр связан с ценами на продовольствие. Впрочем, рост цен непродовольственных товаров, который пока не продемонстрировал существенного замедления, также был значимым фактором данного пересмотра.

В следующем году в части действия временных факторов неблагоприятное влияние урожая этого года может продолжить влиять на цены продовольствия и в первом полугодии 2022 года. Это также способно дольше поддержать инфляционные ожидания на повышенном уровне, усиливая инерцию инфляции. В то же время на некоторые компоненты индекса потребительских цен – как продовольственные, так и непродовольственные товары и даже ряд услуг – в этом году особенно сильно повлияли негативные шоки предложения. Поскольку по ним относительные цены выросли особенно резко, в следующем году вероятно их значительное замедление (а в каких-то случаях – даже снижение). Некоторое дополнительное проинфляционное давление также будут создавать высокая цена нефти и общие условия внешней торговли.

В целом имеет место усиление проинфляционного фона на 2022 год. Проведение более жесткой денежно-кредитной политики, чем предполагалось в июльском прогнозе, направлено на то, чтобы компенсировать это усиление (см. раздел 3 «Денежно-кредитная политика Банка России»). С учетом сдвига прогнозной траектории ключевой ставки, которое соразмерно изменению конфигурации остальных факторов прогноза, прогноз Банка России по инфляции на 2022 г. (4,0–4,5%) оставлен без изменений. В дальнейшем инфляция будет оставаться на цели Банка России вблизи 4%.

## ОСНОВНЫЕ РИСКИ ДЛЯ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ

### **На краткосрочном горизонте проинфляционные риски преобладают.**

Неопределенность базового прогноза остается повышенной. На среднесрочном горизонте значимо преобладают проинфляционные риски, вместе с тем вероятность реализации дезинфляционных рисков оценивается как умеренная.

В сложившихся условиях наиболее существенным проинфляционным риском является риск формирования вторичных эффектов инфляционных ожиданий. В случае более длительного, чем ожидается сейчас, периода высоких темпов роста цен инфляционные ожидания могут закрепиться на повышенных уровнях, что, в свою очередь, может способствовать дальнейшему росту цен. Реакция экономики на решения по денежно-кредитной политике может стать менее гибкой, и для возвращения инфляции к цели может потребоваться более существенное ужесточение денежно-кредитных условий.

Одновременно остаются актуальными проинфляционные риски со стороны ценовой конъюнктуры мировых товарных рынков. Сохранение затруднений в цепочках поставок, неблагоприятные погодные условия, избыточный спрос, осложнения на отдельных рынках – все эти факторы могут влиять на сохранение цен на мировых товарных рынках дольше, чем ожидается в настоящий момент.

Еще одним заметным проинфляционным риском является более быстрый переход к нормализации денежно-кредитной политики в развитых экономиках на фоне уверенного восстановления мировой экономики, что может привести к росту волатильности на мировых финансовых рынках и сопутствующему увеличению курсовых и инфляционных ожиданий.

Кроме того, структурные изменения на рынке труда и дисбаланс трудовых ресурсов на отдельных рынках также могут способствовать проинфляционному давлению на среднесрочном горизонте. Рост затрат на найм и переобучение специалистов может транслироваться в рост издержек компаний, которые уже находятся на повышенных уровнях.

Дезинфляционные риски могут реализоваться, если ситуация в мировых логистических и производственных цепочках в совокупности с рынками основных биржевых товаров нормализуется быстрее ожиданий. В таком случае издержки производителей могут резко снизиться, что в условиях более низкого спроса транслируется в конечные цены.

Более быстрое, чем ожидается в настоящий момент, открытие границ и устранение основных барьеров для свободных перемещений (например, признание широкого круга вакцин) также может оказать дезинфляционное влияние за счет переключения спроса домашних хозяйств с потребления внутри страны на потребление услуг зарубежного туризма. Кроме того, открытие границ будет способствовать более свободному перемещению иностранной рабочей силы, что сгладит сформировавшиеся дисбалансы на рынке труда и нивелирует проинфляционные риски со стороны заработных плат в отдельных секторах.

## 2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

### ТЕКУЩИЕ ТРЕНДЫ

В III квартале 2021 г. годовая инфляция увеличилась на 0,90 п.п., до 7,40%. На годовой инфляции сказывались эффекты базы, более всего проявлявшиеся на рынках услуг (рекреационных, образовательных). Однако повышение годовых темпов прироста цен практически на все основные группы товаров и услуг, включая показатели устойчивой ценовой динамики, указывало на нарастание инфляционного давления (рис. 2.1, табл. 2.1). В сентябре средний (за два года) годовой прирост цен на многие основные группы товаров и услуг был заметно выше 4% (рис. 2.2).

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Табл. 2.1

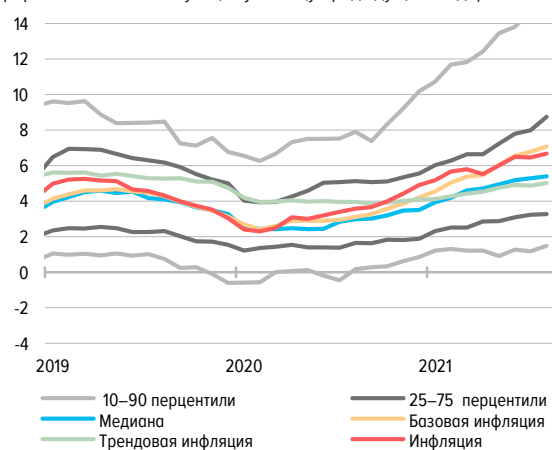
	Декабрь 2020	Апрель 2021	Май 2021	Июнь 2021	Июль 2021	Август 2021	Сентябрь 2021
Инфляция	4,91	5,53	6,02	6,50	6,46	6,68	7,40
Базовая инфляция	4,21	5,47	6,04	6,55	6,78	7,07	7,61
Медиана	3,51	4,72	4,94	5,18	5,30	5,40	6,02
Продовольственные товары (без плодоовощной продукции)	5,44	6,77	7,24	7,42	7,59	7,92	8,56
Непродовольственные товары (без нефтепродуктов)	5,11	6,14	6,70	7,17	7,79	8,03	8,21
Услуги (без ЖКУ)	2,21	3,07	2,88	3,92	3,62	3,56	4,24

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИРОСТОВ ЦЕН НА ТОВАРЫ И УСЛУГИ, ИНФЛЯЦИЯ, БАЗОВАЯ И ТРЕНДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Рис. 2.1

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

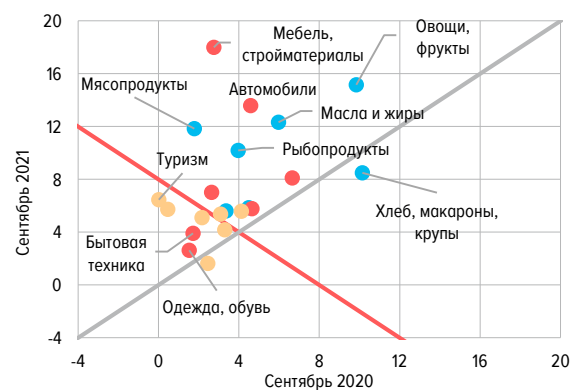


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ ТОВАРОВ И УСЛУГ В СЕНТЯБРЕ 2021 И 2020 ГОДОВ\*

Рис. 2.2

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



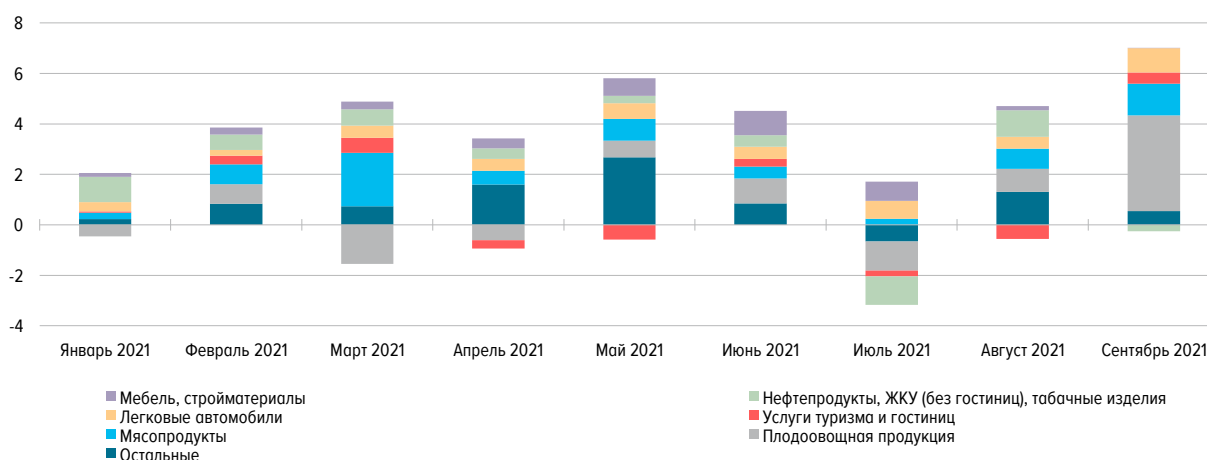
\* Если точка попадает в область, лежащую выше серой линии, это означает, что в сентябре 2021 г. прирост цен на данную товарную группу был выше, чем в сентябре 2020 года. Если точка попадает в область, выше красной линии, это означает, что среднегодовой (за два года) темп прироста цен на товарную группу выше 4%.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.



ВКЛАДЫ В ОТКЛОНЕНИЕ АННУАЛИЗИРОВАННОЙ МЕСЯЧНОЙ ИНФЛЯЦИИ (SA) ОТ 4%  
(п.п.)

Рис. 2.3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

Табл. 2.2

	2020	2021						
	IV квартал*	I квартал*	II квартал*	III квартал*	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Инфляция	0,54	0,58	0,67	0,60	0,71	0,21	0,68	0,90
Базовая инфляция	0,46	0,60	0,72	0,67	0,80	0,60	0,64	0,75
Медиана	0,36	0,43	0,53	0,56	0,50	0,44	0,64	0,59
Продовольственные товары (без плодоовощной продукции)	0,59	0,75	0,74	0,66	0,62	0,54	0,62	0,81
Непродовольственные товары (без нефтепродуктов)	0,57	0,55	0,77	0,74	0,78	0,87	0,66	0,69
Услуги (без ЖКУ)	0,30	0,45	0,43	0,18	0,60	-0,17	0,32	0,39

\* В среднем за месяц.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Текущая ценовая динамика в III квартале отличалась неоднородностью.** В июле месячный прирост потребительских цен ([с поправкой на сезонность](#), SA) уменьшился, но в августе и сентябре – существенно возрос (табл. 2.2). Основной вклад в повышение текущей волатильности в первую очередь вносили колебания цен на плодоовощную продукцию, определявшиеся погодными условиями (рис. 2.3). Заметными были также вклады изменений цен на услуги туризма и гостиниц (снижение в июле – августе, повышение в сентябре), зависевшие от противэпидемических режимов в России и мире.

## УСТОЙЧИВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ

Динамика текущих показателей устойчивой ценовой динамики была разнородной. В среднем в III квартале текущие значения (SA) многих из них снизились по сравнению с II кварталом, однако после снижения в июле инфляционное давление в августе – сентябре стало нарастать. В сентябре текущие значения (SA) базовой инфляции, прироста цен на продовольственные товары без плодоовощной продукции, услуги (без жилищно-коммунальных) были выше, чем в июле и августе. Темп роста цен на непродовольственные товары (SA) в августе – сентябре замедлился по сравнению с предыдущими четырьмя месяцами, но к среднему уровню I квартала не вернулся. В аннуализированном выражении месячные показатели устойчивой ценовой динамики (SA) заметно превышали 4% (табл. 2.3).

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ ТОВАРОВ И УСЛУГ  
(прирост в % к предыдущему месяцу SA, аннуализированный)

Табл. 2.3

	2020	2021						
	IV квартал*	I квартал*	II квартал*	III квартал*	Июнь	Июль	Август	Сентябрь
Инфляция	6,7	7,2	8,4	7,4	8,9	2,6	8,5	11,3
Базовая инфляция	5,6	7,5	9,0	8,3	10,0	7,5	7,9	9,4
Медиана	4,4	5,3	6,6	6,9	6,2	5,5	8,0	7,4
Продовольственные товары (без плодоовощной продукции)	7,3	9,4	9,3	8,2	7,6	6,7	7,7	10,1
Непродовольственные товары (без нефтепродуктов)	7,0	6,8	9,7	9,2	9,8	10,9	8,2	8,5
Услуги (без ЖКУ)	3,7	5,5	5,3	2,2	7,5	-2,0	3,9	4,7

\* В среднем за месяц.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

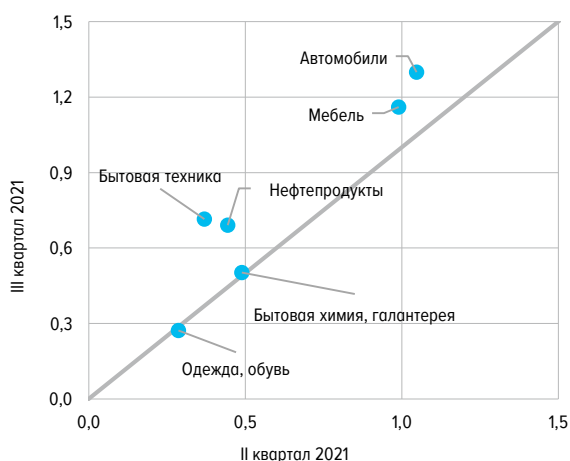
В целом уровень и динамика годовых и месячных показателей устойчивой ценовой динамики свидетельствовали о сохраняющемся проинфляционном влиянии динамики спроса. Его увеличение, опережавшее динамику предложения, создавало условия для переноса в цены роста издержек производителей, в том числе обусловленного ухудшением конъюнктуры мировых товарных рынков, наблюдаемого со второй половины 2020 года. Напротив, на динамику предложения негативно влияли нарушения глобальных производственных и логистических цепочек. Как результат, в III квартале продолжилось ускорение роста цен (SA) на многие позиции непродовольственных товаров (рис. 2.4). Наибольший вклад в повышение годового темпа роста в группе в целом внесло ускорение удорожания автомобилей, на рынке которых дисбалансы в динамике спроса и предложения были особенно выраженными.

При этом начиная с августа резко затормозилось удорожание (SA) строительных материалов, которое в II квартале внесло основной вклад в повышение темпа роста цен на непродовольственные товары. Это отражало некоторое ослабление спрессового давления на фоне снижения мировых и экспортных цен древесины, а также введения с 1 июля текущего года новых экспортных пошлин. В среднем в III квартале среднемесячный прирост цен на стройматериалы уменьшился до 1,4% (SA) по сравнению с 4,7% (SA) в II квартале. В то же время он остался максимальным в группе непродовольственных товаров.

Цены на продукты переработки зерновых (макароны, крупы, выросли (SA) в III квартале заметно меньше, чем в II квартале (рис. 2.5). Сдерживающее влияние оказывали конъюнктура мирового рынка и меры таможенно-тарифного регулирования. Тем не менее более длительные

ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ  
НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ ТОВАРОВ  
(среднемесячный прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

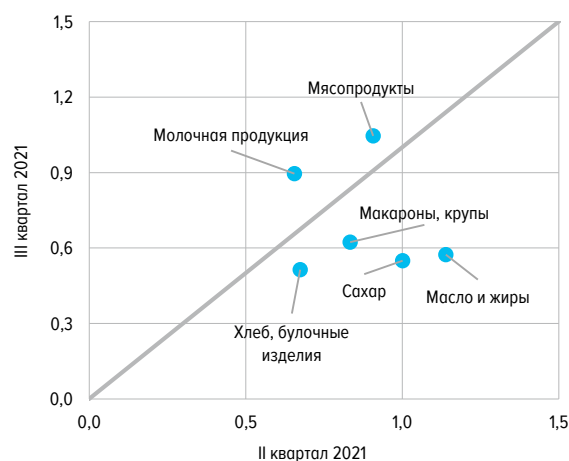
Рис. 2.4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ  
ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ ТОВАРОВ  
(среднемесячный прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

Рис. 2.5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

лаги влияния роста затрат, обусловленного произошедшим ранее удорожанием важнейших компонент кормов (фуражного зерна, шрота и других), продолжали сказываться на ценах продуктов питания животного происхождения: молочная и мясная продукция в июле – сентябре в среднем подорожала (SA) больше, чем в II квартале.

## ВЛИЯНИЕ ВРЕМЕННЫХ ФАКТОРОВ

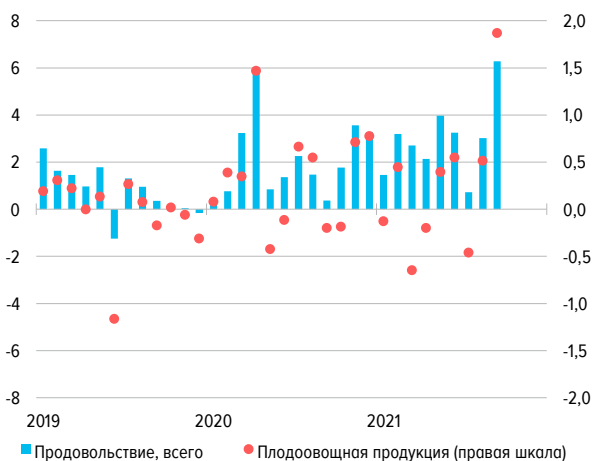
Существенную волатильность к месячной и годовой **продовольственной инфляции** в III квартале добавляла динамика цен на плодоовощную продукцию. В июле снижение цен на овощи внесло основной вклад в замедление продовольственной инфляции, тогда как в августе – сентябре – в ее повышение. Широкий размах ценовых колебаний был связан с неблагоприятными погодными условиями, сдвинувшими сроки сева и уборки, повлиявшими на снижение объема урожая грунтовых овощей и на рост затрат на производство в теплицах (рис. 2.6). Меньшими были также темпы роста цен на сахар, растительные масла, в том числе благодаря ожидаемому хорошему урожаю сахарной свеклы и масличных культур и снижению мировых цен.

Изменения в противоэпидемических режимах в России и за рубежом отражались в сохранении высокой волатильности **цен на услуги туризма и отдыха**, которые в определяющей мере зависят от противоэпидемических режимов в стране и за рубежом. Так, например, снижение стоимости зарубежных туров в июле – августе сменилось их удорожанием в сентябре. Санаторно-оздоровительные туры в августе – сентябре дешевели (SA) после повышения цен в июле. В широком диапазоне изменялись цены на проживание в гостиницах. В целом в III квартале туристские услуги (внутренние и зарубежные) подешевели (рис. 2.7).

Нестабильную динамику демонстрировали в III квартале и цены на **моторное топливо**. В августе их месячный прирост достиг максимума с июля 2018 г. (1,7%, SA); в сентябре цены снизились. Годовой прирост цен в сентябре по сравнению с июнем возрос на 0,88 п.п., до 7,02%. На конъюнктуру рынка влияли мировые цены, колебания спроса населения на поездки на собственном автотранспорте в период массовых отпусков на фоне высокой неопределенности организованных поездок, а также повышение волатильности цен на газомоторное топливо на фоне скачков биржевых цен.

ЦЕНЫ НА ПЛОДООВОЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ  
(прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

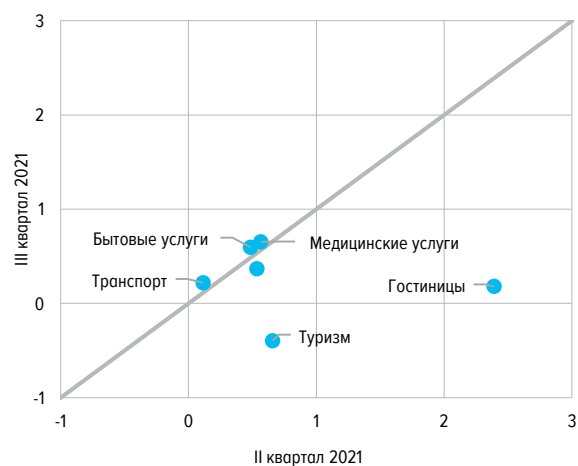
Рис. 2.6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ УСЛУГ  
(прирост в % к предыдущему месяцу, SA)

Рис. 2.7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

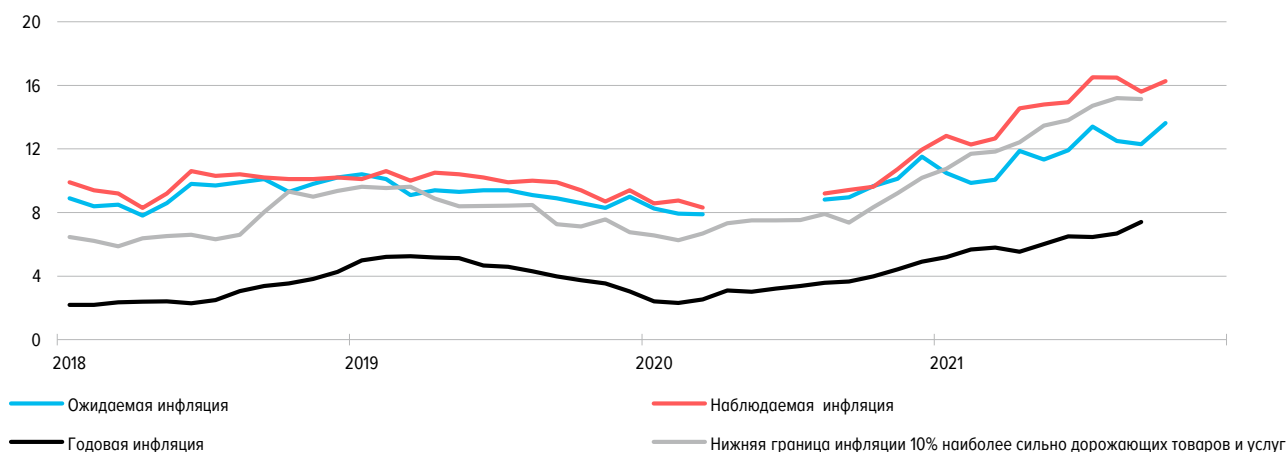
## ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Хотя ускорение инфляции в августе – сентябре 2021 г. произошло в основном за счет волатильных компонент и носило временный характер, оно поддержало в целом растущий тренд в оценках населением наблюдаемой и ожидаемой инфляции. Ценовые ожидания предприятий (на три месяца вперед) находились на повышенных уровнях. Прогнозы профессиональных аналитиков на 2022–2023 гг. остались заякоренными вблизи 4% (см. информационно-аналитический комментарий «Инфляционные ожидания и потребительские настроения», № 10 (58), октябрь 2021 г.).

**Инфляционные ожидания населения.** По данным опросов, проводимых ООО «инФОМ» по заказу Банка России, в августе – октябре 2021 г. сохранилась тенденция к повышению оценок населением будущей инфляции (рис. 2.8). Медианная оценка ожидаемой в ближайшие 12 месяцев инфляции составила 13,6%, оценка наблюдаемой инфляции – 16,3%. Повышение инфляционных ожиданий является фактором, смещающим предпочтения населения в пользу текущих покупок, что может усиливать дисбалансы между спросом и предложением и поддерживать давление на цены.

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

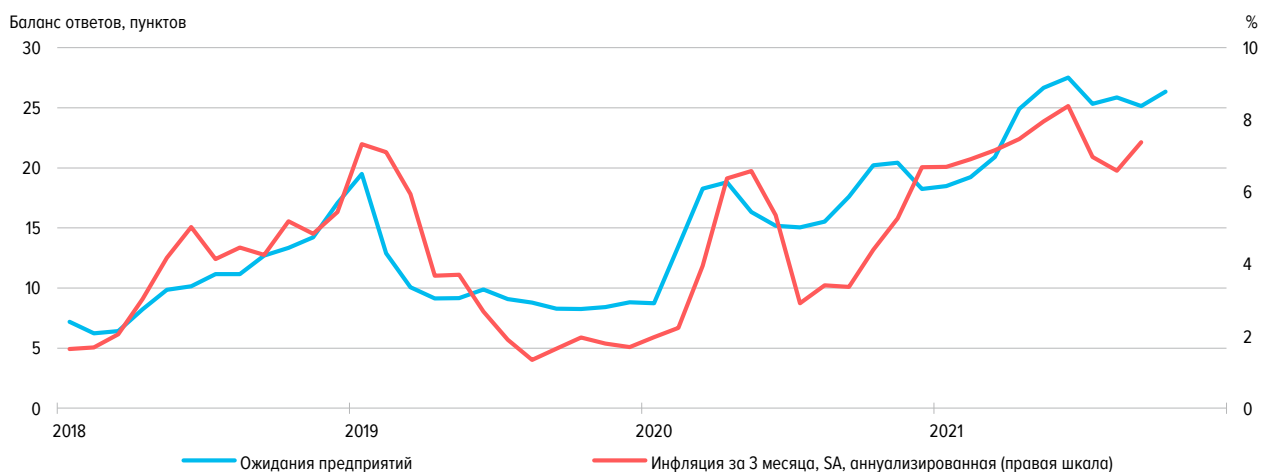
Рис. 2.8



Источники: ООО «инФОМ», Росстат.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ (БАНК РОССИИ)

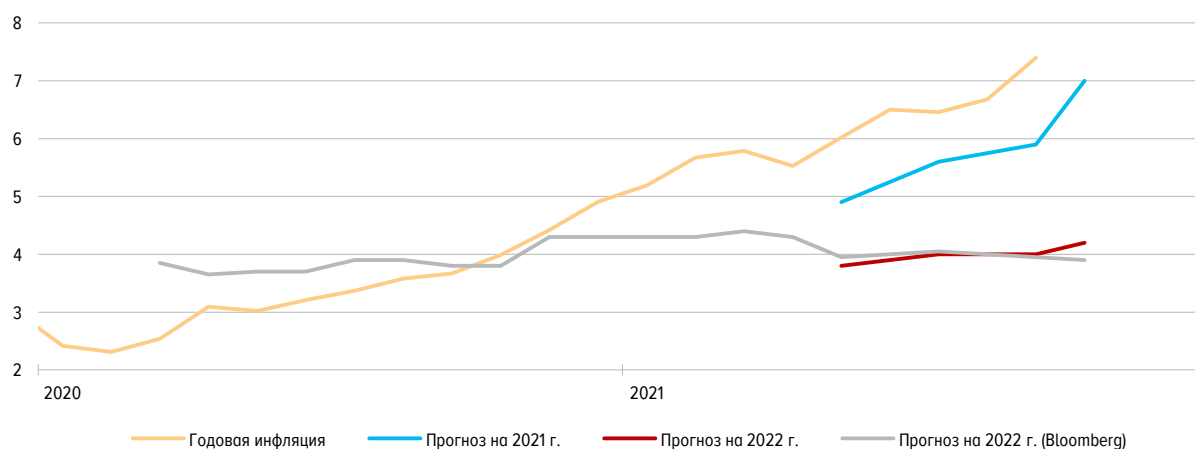
Рис. 2.9



Источники: Банк России, Росстат.

КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗ АНАЛИТИКОВ (ОПРОСЫ БАНКА РОССИИ И BLOOMBERG)  
(%)

Рис. 2.10



Источники: Банк России, Росстат, Bloomberg.

**Ценовые ожидания предприятий.** По данным [мониторинга](#), проводимого Банком России, в III квартале 2021 г. ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед находились вблизи многолетних максимумов (рис. 2.9).

На формирование ценовых ожиданий в значительной мере оказывало влияние давление со стороны издержек – производственных и транспортных. Наиболее сильно ценовые ожидания выросли у предприятий оптовой торговли, которые чаще других отмечали рост закупочных цен. В розничной торговле ценовые ожидания в октябре снизились под влиянием укрепления рубля и снижения оценок текущего и ожидаемого спроса на фоне ухудшения эпидемической ситуации. Тем не менее средний ожидаемый предприятиями отрасли темп прироста цен остался высоким (7,1% в годовом выражении).

**Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков.** В октябре аналитики, участвующие в макроэкономическом опросе Банка России, повысили прогноз по инфляции на конец года до 7%. Консенсус-прогнозы аналитиков на 2022 и 2023 гг. изменились незначительно и оставались вблизи 4%, отражая заякоренность на цели Банка России (рис. 2.10).

## 3. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ

### 3.1. РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

**Принятые решения по ключевой ставке.** В сентябре и октябре 2021 г. Совет директоров Банка России повысил ключевую ставку на 25 и 75 б.п. соответственно, с 6,50 до 7,50% годовых. При принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывал следующие факторы.

*Во-первых*, с июля **динамика инфляции** складывалась значительно выше прогноза Банка России. Так, в августе – сентябре высокими оставались месячные сезонно сглаженные темпы роста потребительских цен. Годовая инфляция к сентябрю увеличилась до 7,4% (в августе: 6,5%) и продолжила расти в октябре, исходя из предварительных недельных оценок.

Существенную роль в ускорении годовой инфляции со второй половины августа играл рост цен на плодоовощную продукцию. Вместе с тем показатели, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики, по оценкам Банка России, в августе – сентябре продолжали находиться значительно выше 4% в годовом выражении. Банк России оценивал, что это отражало устойчивый рост внутреннего спроса, опережающий возможности расширения производства по широкому кругу отраслей. На этом фоне предприятиям было легче переносить в цены возросшие издержки, в том числе связанные с ростом цен на мировых рынках.

В свою очередь действие разовых проинфляционных факторов со стороны предложения, по оценкам Банка России, транслировалось в рост цен по более широкому кругу товаров и услуг из-за высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Так, в октябре инфляционные ожидания населения вновь повысились и достигли максимальных значений за последние пять лет. Вблизи многолетних максимумов формировались и ценовые ожидания предприятий, к октябрю также возобновившие рост.

Банк России оценивал, что с учетом высоких инфляционных ожиданий преобладающее влияние проинфляционных факторов могло привести к более значительному и продолжительному отклонению инфляции вверх от цели. Принятые Банком России решения по ключевой ставке в сентябре и октябре были направлены на ограничение этого риска и возвращение годовой инфляции к 4%.

Учитывая характер инфляционных процессов, в октябре Банк России значительно увеличил прогноз по инфляции на 2021 г. – до 7,4–7,9%. В базовом сценарии с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 4,0–4,5% в 2022 г. и в дальнейшем будет находиться вблизи 4%.

*Во-вторых*, **денежно-кредитные условия**, по оценкам Банка России, несколько ужесточились с момента июльского заседания Совета директоров Банка России. Так, доходности краткосрочных ОФЗ увеличивались, отражая ожидания повышения Банком России ключевой ставки. Доходности средне- и долгосрочных ОФЗ несколько выросли под влиянием тенденций на глобальных финансовых рынках. Ускорилась подстройка кредитных и депозитных ставок к повышениям ключевой ставки в марте – июле. Прекратился отток и наметился незначительный приток средств на срочные рублевые депозиты.

Вместе с тем Банк России оценивал, что повышение рыночных ставок вслед за увеличением ключевой ставки оказывало ограниченное влияние на динамику кредитования в условиях повышенных инфляционных ожиданий. Так, корпоративное кредитование продолжало расширяться темпами, близкими к максимумам последних лет. Сохранялась высокая активность на рынке ипотечного и необеспеченного потребительского кредитования.

Повышение Банком России ключевой ставки в сентябре и октябре было направлено на укрепление тенденции к увеличению привлекательности депозитов для населения, на защиту покупательной способности сбережений и обеспечение сбалансированного роста кредитования.

*В-третьих*, оперативные индикаторы в III квартале свидетельствовали о продолжающемся росте **экономической активности** при некотором замедлении его темпов. По оценкам Банка России, в значительной мере это было связано с возвращением российской экономики на траекторию сбалансированного роста после достижения ею допандемического уровня в II квартале 2021 года. Вместе с тем в ряде отраслей усиливались ограничения со стороны предложения. Банк России оценивал, что их сдерживающее влияние на деловую активность может вырасти в условиях ужесточения противозидемических мер.

С момента публикации ДоДКП 3/21 ускоренный рост кредитования, единовременные бюджетные выплаты, рост реальных заработных плат и низкая склонность домашних хозяйств к сбережению, обусловленная повышенными инфляционными ожиданиями, поддерживали рост потребительской активности, особенно на рынках непродовольственных товаров. Растущий внутренний и внешний спрос и высокие корпоративные прибыли оказывали поддержку инвестиционной активности. В то же время восстановление сферы услуг сдерживалось сложной эпидемической обстановкой.

В период с июля, по оценкам Банка России, усилилось инфляционное давление со стороны рынка труда, хотя оно оставалось в целом умеренным. Спрос на рабочую силу рос по широкому кругу отраслей. При этом во многих секторах наблюдался ее дефицит, в том числе из-за ограничений на приток иностранной рабочей силы. Уровень безработицы находился вблизи исторических минимумов, а число вакансий – на исторических максимумах. Как отмечал Банк России, ситуация на рынке труда указывала на то, что в дальнейшем увеличение устойчивых темпов роста российской экономики будет прежде всего определяться темпами роста производительности труда.

Согласно октябрьскому базовому сценарию, с учетом складывающейся ситуации в российской и мировой экономике, включая характер ограничений со стороны предложения, рост ВВП в 2021 г. составит 4,0–4,5%. В 2022–2024 гг. российская экономика, по прогнозу Банка России, будет расти на 2,0–3,0% ежегодно.

*В-четвертых*, при принятии решений по ключевой ставке Банк России учитывал, что **баланс рисков на прогнозном горизонте был значимо смещен в сторону проинфляционных**. В рассматриваемый период Банк России по-прежнему предполагал, что действие проинфляционных факторов может быть усилено ростом инфляционных ожиданий и сопутствующими вторичными эффектами.

В сентябре – октябре Банк России оценивал, что дополнительное повышательное давление на цены могут оказывать сохраняющиеся затруднения в производственных и логистических цепочках, дефицит трудовых ресурсов, а также структурные изменения на рынке труда в результате влияния пандемии. Усиление структурного дефицита трудовых ресурсов может привести к отставанию темпов роста производительности труда от роста заработной платы.

Сохранялись проинфляционные риски со стороны ценовой конъюнктуры мировых рынков. Дальнейшая динамика продовольственных цен во многом будет зависеть от объема, качества и сохранности урожая сельскохозяйственных культур 2021 г. как внутри страны, так и за рубежом.

Краткосрочные проинфляционные риски также связаны с усилением волатильности на глобальных рынках, в том числе под влиянием различных геополитических событий, что может отражаться на курсовых и инфляционных ожиданиях. В случае дальнейшего усиления инфляционного давления в мировой экономике возможна более быстрая нормализация денежно-кредитной политики центральными банками развитых стран. Это может стать дополнительным фактором роста волатильности на мировых финансовых рынках.

В сентябре – октябре Банк России также указывал на то, что дезинфляционные риски для базового сценария остаются умеренными. Открытие границ по мере снятия ограничительных мер может восстановить потребление зарубежных услуг, а также ослабить ограничения со стороны предложения, в том числе на рынке труда через приток иностранной рабочей силы.

Принимая во внимание, что на среднесрочную динамику инфляции значимо влияет бюджетная политика, в базовом сценарии Банк России исходит из заложенной в Основных направлениях бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики траектории нормализации бюджетной политики, предполагающей возвращение к параметрам бюджетного правила в 2022 году. Банк России также учитывает в прогнозе принятые Правительством Российской Федерации решения об инвестировании ликвидной части Фонда национального благосостояния.

**Денежно-кредитная политика на среднесрочном горизонте.** Решения о повышении ключевой ставки в сентябре – октябре направлены на ограничение риска более существенного и продолжительного отклонения инфляции вверх от цели и ее возвращение к 4% к концу 2022 года. При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России допускает возможность дальнейших повышений ключевой ставки на ближайших заседаниях. Решения по ключевой ставке будут приниматься с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценки рисков со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

В октябрьском базовом прогнозе возвращение годовой инфляции в диапазон 4,0–4,5% к концу 2022 г. обеспечивают значения средней за год ключевой ставки 5,7–5,8%<sup>1</sup> годовых в 2021 г. и 7,3–8,3% годовых в 2022 году. В 2023 и 2024 гг. Банк России прогнозирует среднюю за год ключевую ставку в интервале 5,5–6,5% и 5,0–6,0% годовых соответственно. Это означает, что в базовом сценарии ключевая ставка возвращается в оцениваемый Банком России долгосрочный нейтральный диапазон 5,0–6,0% не ранее середины 2023 года.

**Влияние принятых решений на ожидания по ключевой ставке.** С момента публикации ДодКП 3/21 ожидания участников рынка по ключевой ставке корректировались вверх, отражая более быстрое повышение ключевой ставки на горизонте 2021 г. и сигналы Банка России о более продолжительном сохранении ставки на повышенном уровне.

По мере приближения сентябрьского заседания Совета директоров Банка России укреплялся консенсус участников финансового рынка о том, что в сентябре Банк России повысит ключевую ставку на 25–50 б.п., до 6,75–7,00% годовых. При этом результаты сентябрьского [макроэкономического опроса Банка России](#) свидетельствовали о том, что аналитики скорректировали вверх и среднесрочные ожидания по траектории ключевой ставки, предполагая среднюю ставку на уровне 5,7% годовых в 2021 г. (+0,2 п.п. по сравнению с июльским опросом) и 6,3% годовых в 2022 г. (+0,3 п.п.). Эти ожидания формировались не только на фоне сигнала Банка России после июльского решения по ключевой ставке, но и учитывали выход в начале сентября высоких данных по инфляции за август.

По итогам сентябрьского заседания Совета директоров Банк России повысил ключевую ставку на 25 б.п., до 6,75% годовых. В соответствии с заявлениями Банка России возврат к стандартному шагу изменения ключевой ставки («тонкой настройке») был отчасти продиктован неопределенностью относительно дальнейшего развития ситуации (в части скорости подстройки денежно-кредитных условий к принятым ранее решениям по ключевой ставке, динамики инфляционных ожиданий, изменения потребительского и сберегательного поведения населения). В базовом сценарии Банк России ожидал начало процесса замедления годовой инфляции в IV квартале 2021 года. Тем не менее Банк России несколько ужесточил сигнал, допуская возможность нескольких повышений ставки в будущем, если это потребуется для возвращения инфляции к 4%.

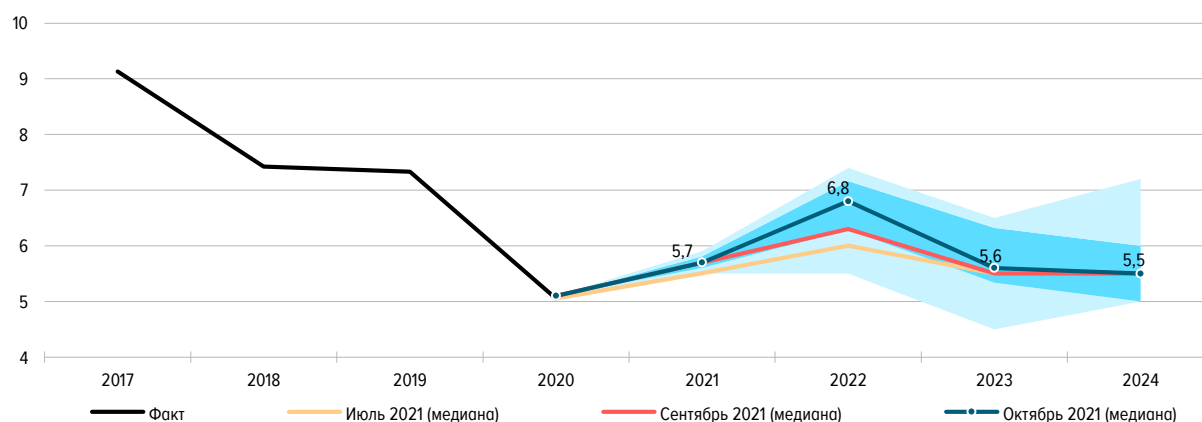
По мере приближения октябрьского заседания Совета директоров Банка России большинство аналитиков и в целом участников финансового рынка продолжили корректировать вверх

<sup>1</sup> Что предполагает 7,5–7,7% в среднем с 25 октября по 31 декабря 2021 г. с учетом того, что средняя ключевая ставка с 1 января по 24 октября равна 5,3% годовых. Дополнительная информация о формате прогноза ключевой ставки представлена в [методологическом комментарии «О включении прогнозных траекторий ключевой ставки в прогноз Банка России»](#).



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОПРОС БАНКА РОССИИ: ОЖИДАНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ  
(% годовых, в среднем за год)

Рис. 3.1.1



Примечание. Верхняя и нижняя границы закрашенной области равны максимальному и минимальному прогнозам аналитиков в рамках октябрьского опроса на соответствующий год. Более яркая область в центре — диапазон от 10 до 90-го перцентиля.  
Источник: Банк России.

свои ожидания по будущей траектории ключевой ставки. По результатам октябрьского макроэкономического опроса Банка России ожидания аналитиков по средней ключевой ставке на 2021 г. остались прежними, но на 2022 г. выросли до 6,8% годовых (+0,5 п.п.).

Часть аналитиков в преддверии октябрьского решения по ключевой ставке ожидала продолжения «тонкой настройки» денежно-кредитной политики (+ 25 б.п.). Однако более высокая, чем предполагалось, инфляция по итогам сентября и рост инфляционных ожиданий увеличили долю участников, ожидавших более существенного шага со стороны Банка России в октябре (в основном: +50 б.п.).

По итогам октябрьского заседания Совета директоров Банк России повысил ключевую ставку на 75 б.п. (до 7,50% годовых) и сохранил сигнал о том, что допускает возможность дальнейших повышений ключевой ставки на ближайших заседаниях. На этом фоне, а также с учетом публикации Банком России прогнозной траектории средней ключевой ставки участники финансового рынка вновь скорректировали вверх свои ожидания, в основном предполагая еще одно повышение ключевой ставки – примерно до 8,00% годовых в декабре – и ее сохранение на этом уровне или чуть выше как минимум до середины 2022 года.

## 3.2. ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

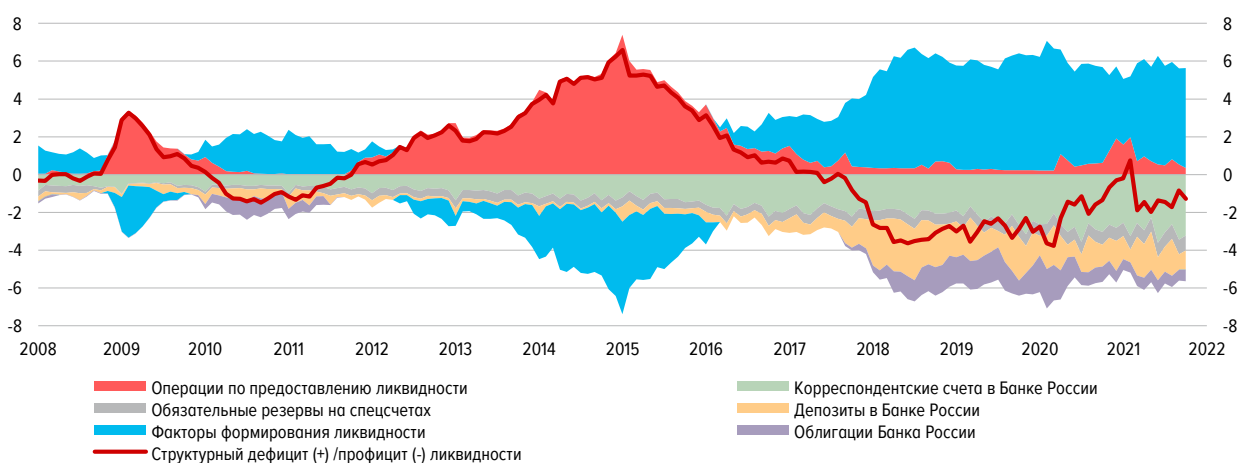
**Ликвидность банковского сектора.** В июле – начале октября 2021 г. структурный профицит ликвидности в среднем по периодам усреднения обязательных резервов (далее – ПУ) сложился на уровне 1,3 трлн руб. (за апрельский, майский и июньский ПУ: 1,5 трлн руб.). На начало октября профицит ликвидности составил 1,3 трлн руб., снизившись на 0,2 трлн руб. по сравнению с началом июля 2021 года. Это было обусловлено как временным увеличением остатков на корсчетах банков в Банке России, так и ростом величины обязательных резервов в результате увеличения депозитной базы кредитных организаций. При этом совокупное влияние автономных факторов формирования ликвидности было близко к нейтральному. В III квартале объем наличных денег в обращении увеличился, а бюджетные операции, напротив, привели к притоку средств на счета банков.

**Наличные деньги в обращении.** В III квартале объем наличных денег в обращении продолжил увеличиваться и его динамика в целом сохранялась вблизи траектории, которая наблюдалась до начала пандемии. В сентябре временному росту спроса населения на наличные деньги способствовали перечисления единовременных бюджетных выплат. Однако, поскольку суще-

## БАЛАНС БАНКА РОССИИ

(по состоянию на начало дня, трлн руб.)

Рис. 3.2.1



Источник: расчеты Банка России.

ственная часть этих средств была сразу потрачена на покупку товаров и оплату услуг, вскоре они вернулись в банки в виде инкассированной выручки предприятий розничной торговли.

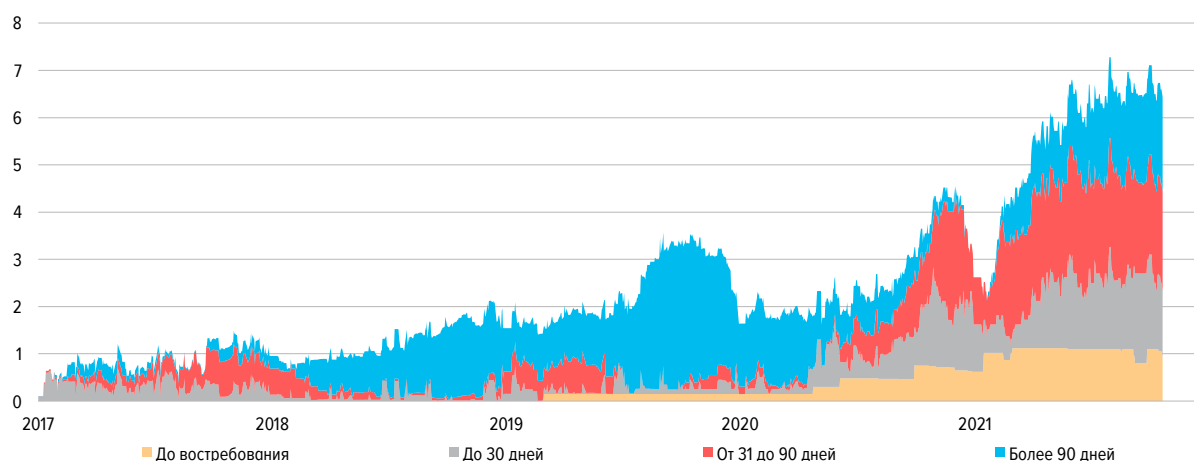
На динамику наличных денег продолжают оказывать влияние активное проведение безналичных платежей и расчеты с использованием сформированных в течение 2020 г. запасов наличных денег. Об этом свидетельствует снижение по сравнению с прошлыми годами оборотов списаний и поступлений наличных денег в кассы Банка России и банков.

**Операции по счетам бюджета.** В III квартале приток ликвидности в банки за счет бюджетных операций составил 0,3 трлн рублей. Федеральное казначейство и бюджеты субъектов Российской Федерации увеличили размещение временно свободных средств в банках. Эти операции, а также покупка валюты на внутреннем валютном рынке Минфином России в рамках реализации бюджетного правила превысили отток ликвидности из банков из-за превышения бюджетных доходов над расходами и размещения ОФЗ.

Поступления в бюджет за счет основных нефтяных налогов продолжили восстанавливаться и превысили уровень как 2020, так и 2019 года. Ускорение роста НДС соответствовало постепенному возврату занятости на уровень до начала пандемии и общему повышению заработной плат. Увеличение поступлений налога на прибыль отражало общий рост прибыли экономики. Поступления НДС также возросли, однако в августе из бюджета в банки были

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

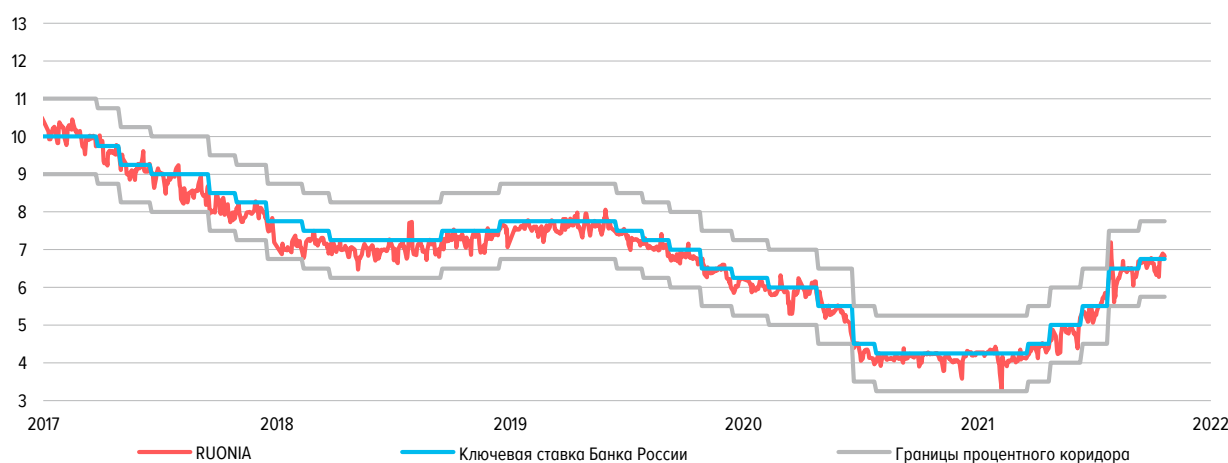
Рис. 3.2.2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ  
(% годовых)

Рис. 3.2.3



Источник: Банк России.

перечислены крупные налоговые возвраты. Кроме того, росту доходов бюджета в июле способствовало увеличение объема квартального налога на дополнительный доход от добычи углеводородного сырья.

Расходы бюджета при этом также возросли. В июле их объем был близок к расходам июля 2020 г. (поскольку год назад в этот период осуществлялись выплаты в рамках мер поддержки населения и бизнеса), но превысил уровень аналогичного периода 2019 года. В августе – сентябре расходы увеличились за счет единовременных выплат населению.

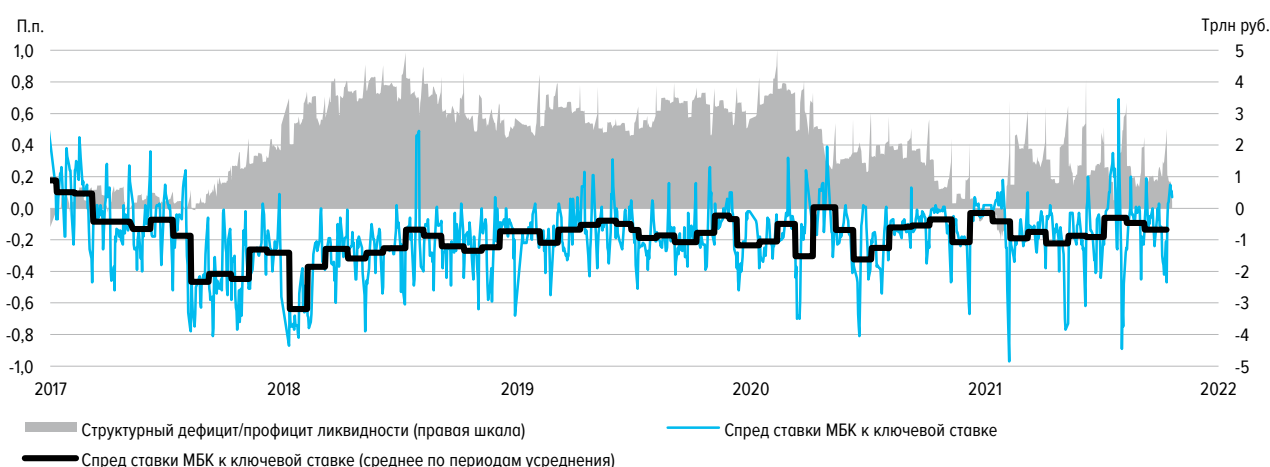
**Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2021 г. снижен на 0,3 трлн руб., а также сужен его диапазон до 0,6–1,0 трлн рублей.** Это изменение связано с повышением прогноза увеличения объема наличных денег в обращении в 2021 году. Ожидается, что постепенный возврат в банки части наличных денег, спрос на которые повысился в 2020 г., в период пандемии, сместится на 2022–2023 годы. При этом рост их объема в обращении в 2021 г. составит 0,6–0,7 трлн рублей. Одновременно на 0,1 трлн руб. повышен прогноз притока средств в банки за счет операций бюджета. Как и ранее, ожидается, что Федеральное казначейство снизит уровень остатков бюджетных средств на Едином казначейском счете в Банке России. В результате больший, чем в предыдущие годы, объем средств бюджетной системы поступит в банки. По оценкам, дополнительно в 2021 г. в банках может быть размещено 1,6–1,8 трлн рублей. Также сохранена предпосылка о финансировании части бюджетных расходов в размере 0,2 трлн руб. за счет полученной в марте оставшейся части доходов Банка России от реализации в 2020 г. пакета акций ПАО Сбербанк.

Кроме того, как и ранее, одной из предпосылок прогноза является предположение о равномерном выполнении банками усреднения обязательных резервов, а также рост усредняемой части обязательных резервов, пропорциональный увеличению денежной массы в национальном определении. С учетом этого, а также в предположении, что операции Федерального казначейства по управлению временно свободными остатками бюджетных средств и реализация механизма бюджетного правила эффективно снижают чистое влияние бюджетных операций на уровень ликвидности банковского сектора, структурный профицит в среднем за декабрьский период усреднения будет формироваться также в рамках диапазона 0,6–1,0 трлн рублей.

**Применение системы инструментов и достижение операционной цели денежно-кредитной политики.** Недельные депозитные аукционы продолжали выступать основным инструментом регулирования ликвидности банковского сектора для достижения операционной цели денежно-кредитной политики. Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного

## СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рис. 3.2.4



Источник: расчеты Банка России.

рынка<sup>2</sup> формировались преимущественно в нижней половине процентного коридора, но вблизи ключевой ставки Банка России. Спред ставки RUONIA к ключевой ставке в июле – первой половине октября 2021 г. в среднем по ПУ составил -10 б.п. (в II квартале 2021 г.: -19 б.п.) при колебаниях в интервале от -89 до +69 б.п. (в II квартале 2021 г.: от -77 до +20 б.п.).

Динамика рыночных ставок в сегменте овернайт в III квартале в значительной степени была обусловлена ожиданиями банков повышения ключевой ставки Банка России. Как и ранее, эти ожидания заранее отражались в ставках, по которым участники рынка заключали сделки. При этом перед заседанием Совета директоров Банка России 10 сентября небольшой положительный спред RUONIA к ключевой ставке формировался лишь два дня – 9 и 10 сентября, в то время как перед заседаниями 23 июля и 22 октября данный эффект был более длительным. Это связано с тем, что решение по ставке в сентябре было принято в начале ПУ, поэтому банки выполняли усреднение обязательных резервов более равномерно. Кроме того, участники рынка прогнозировали меньший, чем в июле и октябре, шаг повышения ключевой ставки.

В июльском и октябрьском ПУ, когда были приняты решения по повышению ключевой ставки, банки сохраняли стратегии по опережающему выполнению усреднения обязательных резервов, для того чтобы впоследствии разместить избыточные средства на депозиты в Банке России или на денежном рынке по более высокой ставке. В результате в начале указанных ПУ объем заявок банков на недельных депозитных аукционах был ниже устанавливаемых Банком России лимитов, и средства оставались на корсчетах. После повышения ключевой ставки банки размещали больше средств на недельных депозитных аукционах, и спред к ключевой ставке, как правило, возвращался в отрицательную область к средним значениям, которые формировались без влияния ожиданий по изменению ключевой ставки. В конце ПУ банки уже в значительной мере выполнили обязательные резервы. Поэтому для формирования рыночных ставок в сегменте овернайт вблизи ключевой ставки Банк России 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 целом, несмотря на нестабильный в отдельные периоды спрос банков на недельные аукционы Банка

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

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ  
(трлн руб.)

Табл. 3.2.1

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

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

России, действующая система инструментов позволила Банку России эффективно достигать операционной цели денежно-кредитной политики – ставки в необеспеченном сегменте овер-найт денежного рынка формировались вблизи ключевой ставки Банка России.

В III квартале Банк России продолжил выпускать купонные облигации (КОБР) с целью абсорбирования устойчивой части избыточной ликвидности на длительные сроки. Объем их размещения изменялся незначительно и сохранялся на уровне 0,6 трлн рублей. Однако в условиях снижения структурного профицита ликвидности Банк России принял решение с 21.09.2021 приостановить размещение 49-го выпуска и не размещать 50-й выпуск КОБР для сохранения гибкости в управлении ликвидностью с помощью недельных депозитных аукционов.

## ВРЕЗКА

### ПРОГРАММА ЛЬГОТНОЙ ИПОТЕКИ НА НОВОСТРОЙКИ И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА КОНЪЮНКТУРУ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА

Одним из важнейших факторов, определявших развитие российского рынка ипотеки в 2020–2021 гг., стала программа льготной ипотеки на новостройки, введенная в апреле 2020 года<sup>1</sup>. В среднем в период с июля 2020 г. по июнь 2021 г. ежемесячно предоставлялось свыше 170 тыс. кредитов на общую сумму более 465 млрд руб. (в 2019 г. среднемесячный оборот ипотечного рынка составлял около 110 тыс. кредитов на общую сумму 245 млрд руб.). Программа льготной ипотеки на новостройки была основным фактором роста объемов операций на ипотечном рынке в этот период: в среднем в ее рамках ежемесячно предоставлялось около 40 тыс. кредитов общим объемом 130 млрд руб., то есть почти две трети прироста оборотов рынка определялось этой программой (рис. 1).

Другими факторами роста активности участников рынка стало снижение ставок по рыночным ипотечным кредитам в условиях смягчения денежно-кредитной политики и успешное внедрение механизма расчетов через счета эскроу, позволяющее покупателям квартир в строящихся домах не опасаться потерять вложенные средства, включая привлеченные на ипотечном рынке. Снижение долгосрочных инфляционных рисков благодаря успешной реализации политики инфляционного таргетирования способствовало росту срочности финансовых инструментов, в том числе ипотечных кредитов (в июне 2021 г. средняя срочность ипотечного кредита составила 20 лет и 4 месяца, увеличившись на 2 года и 3 месяца по сравнению с началом 2020 г.), и, соответственно, повышению их доступности для широких слоев населения.

Масштабный рост ипотечного рынка в 2020–2021 гг. позволил избежать негативных последствий для строительной отрасли (в первые месяцы пандемии, до запуска данной программы, застройщики столкнулись с существенным снижением спроса, рис. 1), ухудшения финансового положения застройщиков и замораживания проектов, способного негативно сказаться на внутренней экономической активности и доступности жилой недвижимости в долгосрочной перспективе.

Однако производственный цикл в строительной отрасли длителен и застройщики не имели возможности нарастить предложение недвижимости соразмерно росту спроса на жилье, профинансированному ипотекой. Рост спроса на недвижимость, с одной стороны, и ряд затруднений, с которыми столкнулась строительная отрасль (удорожание строительных материалов, снижение предложения рабочей силы и дезорганизация строительства в отдельных регионах в связи с пандемией), с другой, привели к существенному росту цен на жилую недвижимость. К середине 2021 г. цены на типовые квартиры почти в полтора раза превышали уровень начала 2020 года. Рост стоимости недвижимости обесценивал рост доступности за счет программ льготного кредитования и снижал доступность жилой недвижимости для тех, кто не имел возможности воспользоваться этими программами.

Поэтому после снижения рисков для устойчивости экономики, связанных с пандемией COVID-19, было принято решение о постепенном сворачивании программы льготной ипотеки на новостройки. Она выполнила свою задачу, позволив избежать провала в функционировании строительной отрасли, а завышенный спрос на жилье, не находящийся достаточного предложения, ведет лишь к росту цен, что препятствует достижению финансовой стабильности и снижает доступность жилья для населения.

Чтобы избежать шоков, которые может вызвать резкое сворачивание программы льготной ипотеки, было принято решение начиная с июля 2021 г. повысить ставку по льготной ипотеке с 6,5 до 7% годовых, а максимальную сумму кредита сократить до 3 млн рублей. Такое решение, сдерживая избыточный рост ипотечного кредитования, повышает адресность программы – кредиты на ограниченную сумму востребованы прежде всего наименее социально защищенными слоями населения. Повышению адресного характера льготной ипотеки способствует и расширение семейной ипотеки на семьи с одним ребенком, а также сохранение других программ (сельскохозяйственной и дальневосточной ипотеки). Такие изменения позволяют сохранить поддержку отдельных групп населения, ограничив давление льготной ипотеки на цены недвижимости.

<sup>1</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 23.04.2020 № 566.

В первые месяцы после пересмотра параметров льготных программ выдачи кредитов (в рамках программы льготной ипотеки на новостройки) уменьшились втрое, но это сокращение частично компенсировалось наращиванием выдач кредитов в рамках программы семейной ипотеки и небольшим ростом кредитования на рыночной основе (рис. 1). В результате снижение активности на ипотечном рынке было плавным: в III квартале 2021 г. в среднем выдавалось 153 тыс. кредитов в месяц (на 11% меньше, чем в II квартале) на общую сумму 450 млрд руб. (на 12% меньше аналогичного показателя II квартала). Объемы сделок на первичном рынке недвижимости в III квартале 2021 г. также несколько снизились, но оставались значительными. До половины сделок по-прежнему финансировалось за счет ипотеки (рис. 2).

Одним из факторов, поддерживавших спрос на ипотеку, был медленный рост ставок по ипотечным кредитам. В сентябре 2021 г., по предварительным оценкам, средняя ставка по ипотечным кредитам составляла 7,7% годовых, что лишь на 0,5 п.п. превышает средний показатель I квартала (то есть периода до начала цикла повышения ключевой ставки)<sup>2</sup>. Рост кредитных ставок сдерживается конкуренцией между банками за качественных заемщиков при доверии участников рынка к денежно-кредитной политике Банка России<sup>3</sup>.

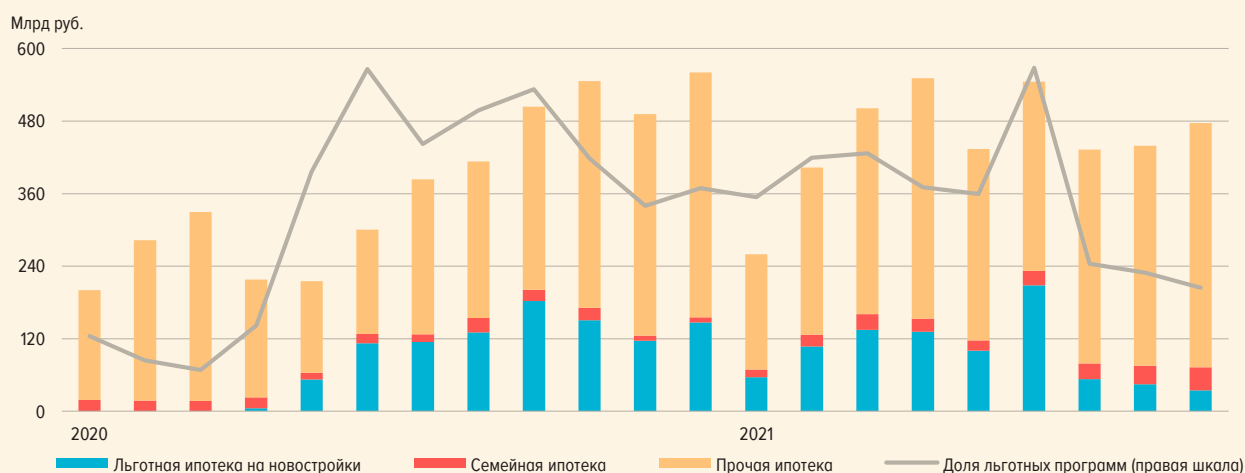
Кроме того, эффект роста ставок частично смягчается дальнейшим ростом сроков кредитования. В сентябре 2021 г. средний срок новых кредитов составил 20 лет и 7 месяцев – на три месяца больше, чем в июле. Удлинение сроков кредитов позволяет ограничить рост месячного платежа при повышении ставок.

Стремлению банков сохранять привлекательность ипотечных кредитов для заемщиков способствует низкий уровень кредитных рисков по данным кредитам. Доля просроченной задолженности по портфелю этих кредитов устойчиво уменьшается в последние годы; к концу III квартала 2021 г. она сократилась до 0,6%, став меньше, чем в любом другом крупном сегменте кредитного рынка. Поддержанию высокого качества ипотечного кредитного портфеля будет способствовать повышение надбавок к коэффициентам риска по предоставленным с 01.08.2021 ипотечным кредитам с невысоким первоначальным взносом (15–20%), сдерживающее наращивание портфеля таких кредитов.

Таким образом, в условиях плавного сворачивания программы льготной ипотеки на новостройки не наблюдается резкого сокращения спроса на недвижимость, что могло бы негативно сказаться

## ВЫДАЧИ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ

Рис. 1



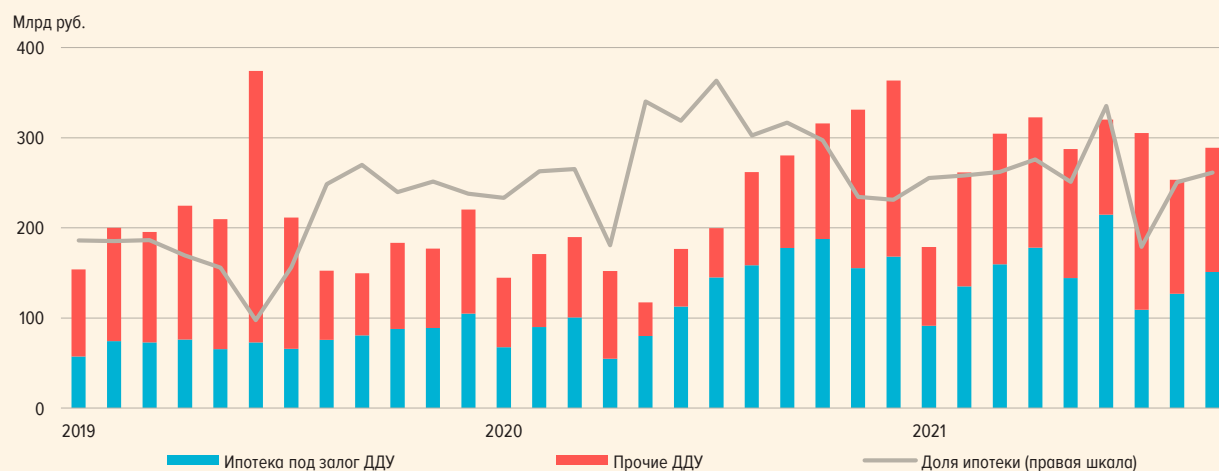
Источники: Банк России, ДОМ.РФ.

<sup>2</sup> Часть этого прироста связана с уменьшением доли льготных кредитов в оборотах рынка (то есть фактическое удорожание ипотеки, не связанной с льготными программами, было еще меньше).

<sup>3</sup> Согласно ожиданиям участников рынка, отражающимся в котировках облигаций с переменным купоном, рост инфляции в 2021 г. является временным феноменом; в ближайшие годы инфляция приблизится к целевому уровню и возобновится снижение ключевой ставки. При реализации этих ожиданий чрезмерное повышение ипотечных ставок принесет мало прибыли (снижение ключевой ставки и вслед за ней кредитных ставок, создаст предпосылки для рефинансирования кредитов по сниженным ставкам, но может привести к потере рыночной доли).

## ПРОДАЖИ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ НЕДВИЖИМОСТИ\*

Рис. 2



\* Зачисление средств на счета эскроу и сделки с ДДУ с уплатой взносов в компенсационный фонд.  
Источники: Банк России, ДОМ.РФ.

на рынке жилья, финансовом положении застройщиков и, соответственно, долгосрочной доступности недвижимости для населения. В ближайшие месяцы можно ожидать дальнейшего медленного сокращения спроса на ипотечные кредиты и недвижимость вплоть до достижения такого уровня, при котором спрос, финансируемый за счет ипотечных кредитов, будет соразмерен возможностям застройщиков наращивать предложение жилой недвижимости. Такое развитие ипотечного рынка, способствуя росту строительства и повышению доступности жилья, не будет создавать рисков избыточного роста цен на жилье, чрезмерной закредитованности населения и ухудшения качества банковских активов. Низкий уровень названных рисков будет способствовать дальнейшей успешной реализации политики инфляционного таргетирования, постепенному закориванию инфляционных ожиданий и, следовательно, росту доступности заемного финансирования как для заемщиков по ипотечным кредитам, так и для компаний-застройщиков.



## СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ

Информационно-аналитические комментарии Банка России, вышедшие после публикации ДоДКП 3/21 2 августа 2021 г.<sup>1</sup>:

1. [Динамика потребительских цен, № 7 \(67\), июль 2021 г. \(13 августа 2021 г.\)](#).
2. [Динамика потребительских цен, № 8 \(68\), август 2021 г. \(13 сентября 2021 г.\)](#).
3. [Динамика потребительских цен, № 9 \(69\), сентябрь 2021 г. \(13 октября 2021 г.\)](#).
4. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 8 \(56\), август 2021 г. \(26 августа 2021 г.\)](#).
5. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 9 \(57\), сентябрь 2021 г. \(24 сентября 2021 г.\)](#).
6. [Инфляционные ожидания и потребительские настроения, № 10 \(58\), октябрь 2021 г. \(25 октября 2021 г.\)](#).
7. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 7 \(65\), июль 2021 г. \(12 августа 2021 г.\)](#).
8. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 8 \(66\), август 2021 г. \(15 сентября 2021 г.\)](#).
9. [Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 9 \(67\), сентябрь 2021 г. \(14 октября 2021 г.\)](#).
10. [Платежный баланс Российской Федерации, № 3 \(9\), III квартал 2021 г. \(25 октября 2021 г.\)](#).

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

## СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ИНСТРУМЕНТАМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ<sup>1</sup>

(% годовых)

Табл. 1

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Ставки в спредах к ключевым ставкам (п.п.)	На 01.01.2020	C 10.02.2020	C 27.04.2020	C 22.06.2020	C 27.07.2020	C 22.03.2021	C 26.04.2021	C 15.06.2021	C 26.07.2021	C 13.09.2021	C 25.10.2021			
																	Средневзвешенная ставка		
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; операции репо; сделки «валютный своп» <sup>2</sup>	1 день	Ежедневно	+1,00	7,25	7,00	6,50	5,50	5,25	5,50	6,00	6,50	7,50	7,75	8,50			
			От 2 до 549 дней <sup>3</sup>	Ежедневно	+1,75	8,00	7,75	7,25	6,25	6,00	6,25	6,75	7,25	8,25	8,50	9,25			
			3 месяца <sup>3</sup>	Ежемесячно <sup>4</sup>	+0,25	6,50	6,25	5,75	4,75	4,50	4,75	5,25	6,75	5,75	6,75	7,00	7,75		
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы репо	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	1 год <sup>3</sup>	Ежемесячно <sup>4</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
				1 месяц	Ежедневно <sup>5</sup>	+0,10	-	-	5,60	4,60	4,60	4,35	4,60	5,10	5,60	6,60	6,85	7,60	
				1 неделя	Ежедневно <sup>5</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы «валютный своп» <sup>2</sup>	От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>6</sup>	0,00	6,25	6,00	5,50	4,50	4,25	4,50	5,00	5,50	6,50	6,75	7,50	
					От 1 до 2 дней	Нерегулярно <sup>6</sup>	-	6,25	6,00	5,50	4,50	4,25	4,50	5,00	5,50	6,50	6,75	7,50	
			Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Ежедневно <sup>5</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
					1 неделя	Ежедневно <sup>5</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Операции постоянного действия	Депозитные операции	Депозитные операции	1 день	Ежедневно	-1,00	5,25	5,00	4,50	3,50	3,25	4,00	4,50	5,50	5,75	6,50				

<sup>1</sup> Ставки установлены Советом директоров Банка России.<sup>2</sup> Указана процентная ставка по рублевой части, процентная ставка по валютной части привязана к ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США или евро (в зависимости от используемой в сделке валюты).<sup>3</sup> Кредиты и операции репо по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки.<sup>4</sup> Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 г., аукционные репо введены в мае 2020 года.<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>6</sup> Операции «тонкой настройки».

Справочно: значение ставки рефинансирования с 1 января 2016 г. привязано 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									
					Ha 01.01.2020	Ha 01.04.2020	Ha 01.07.2020	Ha 01.10.2020	Ha 01.01.2021	Ha 01.04.2021	Ha 01.07.2021	Ha 01.10.2021		
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты оверрайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,02	0,0	0,0	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Операции репо			0,0	12,3	0,0	0,3	0,1	0,4	0,4	10,6		
		Сделки «валютный своп»			12,6	0,0	0,0	0,0	118,4	0,0	0,0	0,0		
	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно <sup>1</sup>	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	246,1	5,4	5,4	35,2	
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
		Аукционы репо	1 год	–	–	5,3	5,3	36,7	52,6	47,9	47,9			
			1 месяц	–	–	0,0	0,0	810,2	50,2	100,4	60,3			
			1 неделя	0,0	868,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
		Аукционы «валютный своп»	От 1 до 6 дней	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
От 1 до 2 дней	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 <sup>2</sup>	696,6	1673,5	773,4	999,2	843,9	1650,0	1190,7	780,0		
		1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>	1956,3	1544,2	708,2	818,5	574,9	645,1	626,4	603,4			
	Операции постоянного действия	Аукционы по размещению купонных ОБР	До 3 месяцев	Еженедельно <sup>4</sup>	329,7	160,5	151,3	149,1	376,7	122,1	123,5	243,1		
		Депозитные операции	1 день	Ежедневно										

<sup>1</sup> Кредитные аукционы не проводятся с апреля 2016 г., аукционы репо введены в мае 2020 года.<sup>2</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>3</sup> Операции «тонкой настройки».<sup>4</sup> Как правило, размещение ОБР нового выпуска происходит раз в месяц, последующее 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.

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	01.07.2019 – 31.03.2022 <sup>1</sup>	С 01.04.2022 <sup>2</sup>
<b>Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации</b>					
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					
<b>Банки с базовой лицензией</b>					
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					

<sup>1</sup> Указание Банка России от 31.05.2019 № 5158-У. См. пресс-релиз от 31 мая 2019 г. на сайте Банка России.<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>
Банки с универсальной лицензией, банки с базовой лицензией	0,8	0,9
Небанковские кредитные организации	1,0	1,0

<sup>1</sup> 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 среднедневные 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			
10.11.2021 – 07.12.2021	28	Октябрь 2021	16.11.2021 – 18.11.2021			
08.12.2021 – 11.01.2022	35	Ноябрь 2021	14.12.2021 – 16.12.2021			

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Табл. 6

	Сентябрь 2020	Октябрь 2020	Ноябрь 2020	Декабрь 2020	Январь 2021	Февраль 2021	Март 2021	Апрель 2021	Май 2021	Июнь 2021	Июль 2021	Август 2021	Сентябрь 2021
<b>Реальный сектор</b>													
Инфляция	% г/г	3,7	4,0	4,4	4,9	5,2	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5	7,4
ВВП*	% г/г	-3,5			-1,8			-0,7			10,5		
ВВП в текущих ценах*	трлн руб.	27,6			31,0			26,8			30,9		
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	-1,8	-4,5	-1,2	2,4	-1,2	3,5	13,8	14,6	12,1	7,1	4,0	
Промышленное производство	% г/г												
Производство сельхозпродукции	% г/г	2,3	-4,5	-1,7	0,5	0,7	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,9	-10,1	
Строительство	% г/г	3,1	0,7	0,6	0,9	0,1	0,0	6,9	7,7	15,7	9,3	6,2	
Инвестиции в основной капитал*	% г/г	-5,0			1,2		2,0			11,0			
Грузооборот транспорта	% г/г	-3,3	-3,6	-1,8	-1,4	-2,2	-0,6	4,1	11,3	13,1	9,3	5,9	
PMI Composite Index	% SA	53,7	47,1	47,8	48,3	52,3	52,6	54,6	56,2	55,0	51,7	48,2	50,5
Оборот розничной торговли	% г/г	-1,2	-0,4	-2,4	-2,2	0,5	-1,2	-3,2	27,3	11,0	5,1	5,3	
Реальные располагаемые доходы*	% г/г	-4,7			-1,2			-3,7		6,8			
Реальная заработная плата	% г/г	2,2	0,5	0,2	4,6	0,1	2,0	1,8	3,3	4,9	2,2		
Номинальная заработная плата	% г/г	6,0	4,5	4,6	9,7	5,3	7,8	13,8	9,5	11,7	8,8		
Уровень безработицы	% SA	6,5	6,2	6,0	5,8	5,6	5,5	5,2	5,0	4,9	4,6	4,6	
<b>Банковский сектор</b>													
Широкая денежная масса	% г/г; ИВП	11,8	11,8	11,6	12,6	12,7	12,6	11,0	11,6	9,9	9,1	9,5	
Денежная масса (агрегат M2)	% г/г	16,1	16,2	14,1	13,5	13,8	13,4	11,3	11,5	9,5	8,6	8,2	
Депозиты населения	% г/г; ИВП	4,5	3,4	3,0	4,3	3,1	2,6	3,5	4,2	2,7	3,1	3,5	4,6
в рублях	% г/г	8,3	6,9	5,7	6,5	5,2	4,1	4,2	4,4	2,5	3,0	3,4	4,0
в иностранной валюте	% г/г	-8,6	-8,8	-6,6	-4,6	-4,7	-2,9	1,4	3,0	3,5	3,3	3,9	7,0
долларизация	%	21,9	21,9	21,4	20,7	21,7	21,2	21,3	20,8	20,7	20,8	20,9	20,8
Кредиты нефинансовым организациям	% г/г; ИВП	6,3	6,6	7,4	7,0	7,3	8,4	5,9	7,9	9,2	9,8	9,6	10,7
краткосрочные (до 1 года)	% г/г; ИВП	14,2	12,5	13,3	10,6	12,1	13,0	2,2	1,6	5,0	7,2	10,4	11,5
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г; ИВП	4,1	5,0	5,6	5,7	5,9	7,2	6,6	9,5	10,5	11,1	12,3	13,2
уровень просроченной задолженности	%	8,0	7,9	7,9	7,8	7,6	7,5	7,4	7,2	7,2	6,4	6,5	6,3
Кредиты населению	% г/г; ИВП	13,4	14,6	13,9	13,5	13,5	13,8	14,4	17,6	19,9	21,6	21,7	21,8
ипотечные жилищные кредиты	% г/г; ИВП	2,01	23,5	21,6	21,6	21,8	22,2	23,2	25,7	27,2	29,0	28,7	26,7
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	8,9	9,1	9,2	8,8	8,6	8,6	8,9	12,5	15,2	17,0	18,5	19,2
уровень просроченной задолженности	%	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,5	4,3	4,3	4,3	4,2

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

	Платежный баланс <sup>2</sup>										
	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
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
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
Экспорт товаров и услуг	0,7	-6,6	-6,4	-8,0	-11,6	-31,3	-25,2	-16,3	1,6	58,7	65,4
Импорт товаров и услуг	-3,7	-1,6	5,3	9,6	0,8	-23,9	-20,4	-10,0	3,4	41,4	29,0
	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г	% г/г
<b>Счет текущих операций</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>
Торговый баланс	33,6	10,3	10,6	11,0	23,5	1,6	3,9	7,0	23,3	18,2	40,8
Экспорт	47,2	39,7	38,0	41,0	33,3	16,7	18,8	25,0	28,7	39,0	56,8
Импорт	102,6	101,6	103,2	112,4	89,3	70,5	79,0	94,6	93,3	115,1	134,9
Баланс услуг	55,5	61,9	65,2	71,4	56,0	53,8	60,2	69,7	64,6	76,2	78,1
Экспорт	-6,1	-8,9	-11,7	-10,0	-6,4	-1,9	-3,6	-5,2	-2,7	-4,1	-4,6
Импорт	13,7	15,6	16,6	15,9	13,5	10,0	10,7	12,8	11,2	12,6	13,5
Баланс первичных и вторичных доходов	19,8	24,5	28,4	26,0	19,9	11,9	14,3	18,0	13,9	16,7	18,1
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	-2,8	-16,7	-11,4
<b>Финансовый счет, кроме резервов (чистое кредитование (+)/ чистое заимствование (-))</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>
Государственный сектор	-9,3	-6,2	-3,6	-3,8	0,4	1,4	-2,6	-0,4	1,6	2,7	-22,8
Частный сектор	21,8	1,2	-3,3	0,2	19,0	13,2	11,1	10,9	17,6	6,5	31,7
Чистые ошибки и пропуски	-2,5	1,5	-1,5	1,3	0,9	0,3	2,5	0,1	-0,6	-0,2	-2,2
<b>Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>	<b>млрд долл. США</b>
	18,6	16,6	15,9	15,4	5,0	-12,9	-2,3	-3,6	3,7	8,5	29,6

<sup>1</sup> Оценка.<sup>2</sup> 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 начисленные 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

**ДодКП** – Доклад о денежно-кредитной политике (2/21 – № 2, 2021 г.; 3/21 – № 3, 2021 г.)

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

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

**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

**ФРС** – Федеральная резервная система США

**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

