

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

В целях повышения эффективности информационной политики Банка России в области денежно-кредитной политики и оценки актуальности и востребованности публикуемых материалов просим вас ответить на несколько вопросов.

- 1. Считаете ли вы оптимальной степень подробности изложения материала?*
- 2. Какие темы, на ваш взгляд, следовало бы осветить в данном докладе?*
- 3. Любые другие замечания и предложения по данному докладу.*
- 4. Какова сфера ваших профессиональных интересов?*

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по статистическим данным на 10.09.2018.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 10.09.2018 (в случае выхода статистики или иной важной для принятия решений информации после даты отсечения данных она включается в текст доклада и может быть использована для корректировки среднесрочного прогноза).

Электронная версия информационно-аналитического сборника размещена в разделе «*Издания Банка России/Доклад о денежно-кредитной политике*» на официальном сайте Банка России.

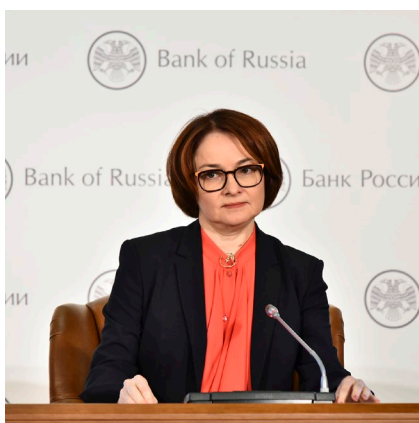
Вы можете направить ваши предложения и замечания по адресу monetarypolicyreport@mail.cbr.ru.

СОДЕРЖАНИЕ

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ 14 СЕНТЯБРЯ 2018 ГОДА.....	2
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ.....	5
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ.....	15
ПРИЛОЖЕНИЯ	29
<i>Динамика основных статей платежного баланса России в II квартале 2018 года</i>	29
<i>Экономическое положение регионов России.....</i>	31
<i>Прогноз платежного баланса на 2018–2021 годы.....</i>	35
<i>Пересмотр параметров базового прогноза в сентябре по сравнению с июнем</i>	38
<i>Сравнение параметров прогноза в базовом сценарии и сценарии с неизменными ценами на нефть.....</i>	41
<i>Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России</i>	44
<i>Статистические таблицы</i>	47
ГЛОССАРИЙ	52
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	59

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

по итогам заседания
Совета директоров
14 сентября 2018 года



За последние месяцы произошло существенное изменение внешних условий, вследствие чего усилились инфляционные риски. Для того чтобы ограничить влияние этих факторов на ценовую и финансовую стабильность, Банк России принял сегодня два решения.

Первое. Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку до 7,5% годовых для ограничения инфляционных рисков. Это – риски повышения цен и инфляционных ожиданий в ответ на курсовую волатильность. Не надо забывать и о предстоящем увеличении НДС. Мы будем оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки, учитывая динамику инфляции и экономики

относительно прогноза, а также риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

Второе решение направлено на стабилизацию ситуации на финансовом рынке. Мы приняли решение приостановить до конца текущего года покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила. В дальнейшем мы будем принимать решение о возобновлении регулярных покупок, оценивая фактическую ситуацию на финансовых рынках.

После возобновления регулярных покупок мы оценим возможность проведения отложенных в этом году покупок иностранной валюты. При этом начало регулярных и отложенных покупок может не совпадать во времени. По нашим оценкам, отложенные покупки могут растянуться на период более одного года.

Безусловно, приостановка покупок окажет влияние на платежный баланс и курсовую динамику. Мы учли это при подготовке прогноза и при принятии решения по ключевой ставке.

При нынешних ценах на нефть поступления по текущему счету платежного баланса до конца года составят около 30 млрд долларов, что в два раза превышает предстоящие выплаты по внешнему долгу (15 млрд долларов). При этом не менее половины, скорее всего, будет рефинансировано. Таким образом, у нас немаленький запас прочности со стороны текущего счета. В этих условиях принятое решение о приостановке покупки иностранной валюты на внутреннем рынке ограничит курсовую волатильность и ее влияние на динамику инфляции в ближайшие кварталы.

Теперь остановлюсь более подробно на тех факторах, которые учитывал Совет директоров, принимая решение о повышении ключевой ставки.

Во-первых, реализовались инфляционные риски со стороны внешних условий. В результате прогноз инфляции повышен даже с учетом принятых сегодня решений. Мы ожидаем инфляцию в интервале 3,8–4,2% по итогам 2018 года, 5–5,5% по итогам 2019 года с возвращением к 4% в 2020 году.

Ухудшение внешних условий связано с рядом причин. В августе произошло изменение геополитических факторов, возросла неопределенность относительно санкций против России. Возросшие геополитические риски наложились на отток капитала из развивающихся стран. В течение весны и лета в ряде стран с формирующимися рынками остро проявились накопленные ранее дисбалансы, что повлияло на их финансовые рынки, курсы валют, основные макроэкономические показатели. Такое развитие событий, когда оно захватывает не одну, а несколько стран, снижает склонность международных инвесторов к риску и приводит к оттоку капитала с развивающихся рынков в целом. Особенно когда в развитых странах процентные ставки повышаются.

Ослабление рубля в августе и начале сентября влечет за собой рост цен на товары и услуги. Оценка Банком России эффекта переноса валютного курса в годовую инфляцию не изменилась и составляет около 0,1 (одной десятой), то есть снижение номинального эффективного валютного курса на 10% добавляет к годовой инфляции 1 процентный пункт на горизонте 3–6 месяцев. К настоящему времени с начала года номинальный эффективный курс, по нашим расчетам, снизился примерно на 9%, что внесет вклад в годовую инфляцию порядка 0,9 процентного пункта.

По прогнозу Банка России, годовая инфляция возрастет с 3,1% в августе до 3,8–4,2% к концу этого года. Она дополнительно ускорится в первом полугодии 2019 года, когда проявится основной эффект повышения НДС, а затем темпы роста цен начнут снижаться.

Принятое решение по ключевой ставке, наряду с приостановкой покупки иностранной валюты на внутреннем рынке, позволяет ограничить рост годовой инфляции до 5–5,5% в 2019 году. Инфляция вернется к 4% в первой половине 2020 года, когда эффекты повышения НДС и курсовой динамики будут исчерпаны.

Второй фактор, который мы учитывали, – это повышение инфляционных ожиданий и высокая неопределенность их изменений в будущем.

Инфляционные ожидания населения повысились в мае и оставались в летние месяцы на этом повышенном уровне, а у бизнеса продолжили расти. Ослабление рубля, которое произошло в августе, может привести к дополнительному повышению инфляционных ожиданий.

В конце года весьма вероятна реакция инфляционных ожиданий и на предстоящее повышение НДС. Опросы показывают, что ожидания населения пока еще не начали его учитывать. При этом предприятия уже закладывают в свои ожидания решение о повышении НДС наряду с курсовой динамикой.

Такая ситуация, когда имеет место не одно, а целая череда проинфляционных событий – ослабление рубля в апреле, потом в августе, затем повышение НДС, – может усилить реакцию инфляционных ожиданий и сделать ее более длительной. Особенно пока инфляционные ожидания не закорены.

Третий фактор, который мы принимали во внимание, – это денежно-кредитные условия.

Под воздействием прежде всего внешних факторов денежно-кредитные условия в российской экономике несколько ужесточились. Произошел значительный сдвиг вверх кривой доходности государственных облигаций. Некоторые банки начали повышать процентные ставки по депозитам и кредитам. Финансовые рынки уже заложились на повышение ключевой ставки. Повышение ключевой ставки, с одной стороны, позволит ставкам по депозитам остаться выше темпов инфляции, что поддержит привлекательность сбережений и сбалансированный рост потребления. С другой стороны, оперативная реакция денежно-кредитной политики позволит снизить инфляционные риски и при прочих равных раньше вернуться к циклу снижения ставки.

Важнейший фактор, который мы учитывали, – это состояние экономики. Здесь ситуация развивалась в соответствии с ожиданиями. Прогноз темпов роста ВВП на 2018 год остается неизменным и составляет 1,5–2%. Мы уточнили наш среднесрочный прогноз, приняв во внимание заявленные структурные и налогово-бюджетные меры, а также изменение внешних условий.

Темп прироста ВВП в 2019 году прогнозируется в границах 1,2–1,7%. По нашим оценкам, повышение НДС окажет лишь небольшое сдерживающее влияние на темпы экономического роста, учитывая, что дополнительные налоговые доходы планируется использовать в том же году для поддержки роста экономики.

Прогноз темпов прироста ВВП в 2020 году повышен до 1,8–2,3%. В последующие годы экономический рост может ускориться при условии успешной реализации структурных мер. В этом случае будет происходить увеличение не только текущих, но и потенциальных темпов роста ВВП. Поэтому ускорение экономического роста не будет сопровождаться увеличением инфляционного давления.

Мы несколько пересмотрели вверх траекторию цены на нефть, учитывая то, как сейчас складывается баланс спроса и предложения. В базовый сценарий мы закладываем постепенное снижение цен на нефть с текущих высоких уровней до 55 долларов за баррель в 2020–2021 годах. Этому будут способствовать расширение сланцевой добычи и постепенное смягчение ограничений на добычу нефти в рамках соглашения стран – экспортеров нефти. Первые шаги в этом направлении уже были сделаны в июне этого года. Однако мы не исключаем, что цены на нефть могут находиться вблизи текущих уровней еще продолжительное время, в том числе под влиянием различных геополитических факторов. В то же время изменение цен на нефть не окажет существенного влияния на темпы и структуру экономического роста, учитывая действие бюджетного правила. Оно сглаживает влияние конъюнктуры рынка энергоносителей на внутренние экономические условия и государственные финансы.

Прогноз сальдо текущего счета платежного баланса повышен с 85 до 98 млрд долларов в 2018 году (это около 6% ВВП). Он составит 75 млрд долларов в 2019 году и 45–50 млрд долларов, или порядка 3% ВВП, в 2020–2021 годах. Мы увеличили оценку отрицательного сальдо финансового счета по частному сектору в 2018 году с 30 до 55 млрд долларов. В дальнейшем, по нашим прогнозам, сальдо финансового счета по частному сектору заметно снизится – до 27 млрд долларов в 2019 году и около 18 млрд долларов в 2020–2021 годах. Поступления по текущему счету значительно превышают потребности в погашении внешних обязательств. Поэтому состояние платежного баланса не несет рисков для курсовой динамики и макроэкономической стабильности на прогнозном горизонте.

И в заключение хочу сказать, что сегодняшние решения являются ответом на возросшие инфляционные риски. При этом Банк России полагает, что оперативная реакция денежно-кредитной политики ограничит рост инфляционных рисков в будущем и создаст условия для смягчения денежно-кредитной политики в конце 2019 – первой половине 2020 года.

Председатель
Банка России



Э.С. Набиуллина

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

За период с середины июня до середины сентября, то есть с момента написания июньского Доклада о денежно-кредитной политике, произошло ухудшение внешней конъюнктуры. Это учитывалось при формировании прогнозов и принятии решений по денежно-кредитной политике.

Возвращение годовой инфляции к 4% происходит несколько быстрее, чем предполагалось ранее. Темп прироста потребительских цен повысился с 2,3% в июне до 3,1% в августе. В наибольшей мере это было связано с повышением годового темпа прироста цен на продовольственные товары на фоне продолжающегося исчерпания избыточного предложения на отдельных продовольственных рынках, которое продолжится и до конца 2018 года. При этом произошедшее ухудшение внешних условий усилило инфляционные риски и привело к пересмотру прогноза инфляции, согласно которому годовые темпы прироста потребительских цен составят 3,8–4,2% к концу 2018 года.

В ближайшие месяцы продолжится подстройка цен товаров и услуг и инфляционных ожиданий к произошедшему с начала года ослаблению рубля, а также предстоящему повышению НДС.

Ослабление рубля произошло под воздействием снижения спроса на активы стран с формирующимися рынками, а также усиления санкционной риторики в отношении России. Несколько сдерживали это ослабление относительно высокие цены на нефть.

Снижение склонности инвесторов к риску на финансовых рынках происходило под влиянием нескольких факторов. На фоне дестабилизации ситуации в Турции и Аргентине, ужесточения внешнеторговых ограничений появились опасения ухудшения ситуации в других странах, происходила переоценка перспектив экономического роста в странах с формирующимися рынками (СФР). Указанные события

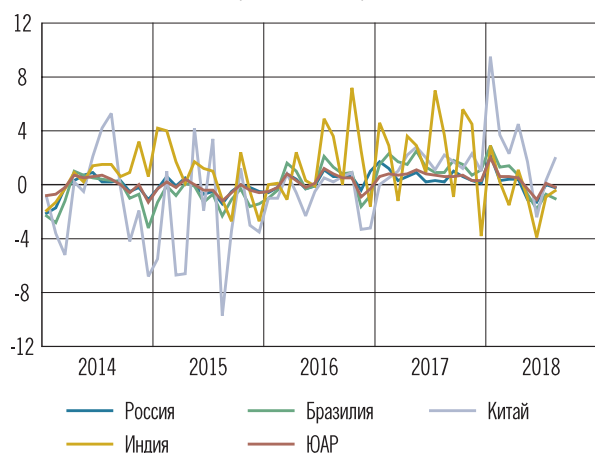
привели к оттоку капитала из СФР, в том числе из России. Кроме того, дополнительным фактором, повлиявшим на риск-премию в России, стало усиление санкционной риторики в отношении России в конце июля – начале августа. Это привело к продажам инвесторами российских ценных бумаг и заметному ослаблению рубля в августе – начале сентября.

В условиях повышенной волатильности на валютном рынке Банк России принял решение не осуществлять покупку иностранной валюты на рынке иностранной валюты в рамках реализации механизма бюджетного правила до конца 2018 года. Решение о возобновлении регулярных покупок иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься с учетом фактической обстановки на финансовых рынках. Решение об отложенных в 2018 г. покупках иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься после возобновления регулярных покупок. Отложенные покупки могут быть осуществлены в течение 2019 года и последующих лет.

Несколько сдерживала ослабление рубля в рассматриваемом периоде динамика цен на нефть. Цены энергоносителей сохранялись выше уровней, заложенных в базовый и альтернативный сценарии в июньском Докладе о денежно-кредитной политике. Это обусловлено как ростом глобального спроса, так и факторами со стороны предложения. Добыча нефти странами – участниками соглашения ОПЕК+ повысилась существенно меньше, чем предполагали июньские договоренности. В соответствии с ними планировалось снижение степени выполнения соглашения с 147% в мае до 100% начиная с июля, что должно было привести к дополнительному увеличению добычи в размере около 1 млн баррелей в день. Рост предложения нефти со стороны ряда стран – участников соглашения (Саудовской Аравии, России, Кувейта, Ирака, ОАЭ) был частично компенсирован его снижением в Венесуэле в услови-

Рисунок 1.1

В большинстве стран БРИКС наблюдался отток портфельных иностранных инвестиций (млрд долл. США)



Источник: EPFR Global.

ях продолжающегося экономического кризиса, Иране на фоне геополитической напряженности. Кроме того, после существенного роста числа буровых установок и объема добычи нефти в США с начала года в июне-августе произошла стабилизация указанных показателей, в основном за счет наличия инфраструктурных ограничений в отрасли, что также оказало влияние на конъюнктуру рынка нефти. С учетом более высоких цен на нефть, сложившихся в III квартале, Банк России пересмотрел предпосылки по ценам на нефть в базовом сценарии до конца 2018 года. На среднесрочном горизонте в рамках консервативного подхода к формированию предпосылок сценария по-прежнему предполагается их постепенное снижение.

С учетом указанной динамики цены на нефть сальдо текущего счета платежного баланса остается на высоком уровне благодаря стабильным ценам на товары российского экспорта и значительно превышает объемы выплат по внешнему долгу в предстоящие месяцы (подробнее – в приложении «Прогноз платежного баланса на 2019–2021 годы»). В этих условиях принятое Банком России решение о приостановке покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила ограничит курсовую волатильность и ее влияние на динамику инфляции в предстоящие кварталы.

Если в апреле-июне сохранение высоких цен на нефть в совокупности с ослаблением рубля

Рисунок 1.2

Внешние санкции привели к увеличению рисковой премии на Россию (б.п.)



* Средний CDS-спред по странам с формирующимися рынками рассчитан по Бразилии, Китаю, Турции, Мексике, Малайзии.

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

отразилось в существенном ускорении роста цен на нефтепродукты на внутреннем рынке, то в июле-августе произошла их стабилизация. Этому способствовали принятые Правительством Российской Федерации меры по снижению акцизов на бензин и дизельное топливо с 1 июня 2018 г., расширение объемов биржевых продаж, соблюдение крупными нефтяными компаниями договоренностей по заморозке цен. С учетом данных факторов, а также предпосылки базового прогноза о постепенной коррекции цен на нефть до конца 2018 г. не ожидается заметного увеличения темпов роста цен на бензин и дизельное топливо на внутреннем рынке.

Денежно-кредитные условия несколько ужесточились в основном за счет ухудшения внешних условий. Произошел значительный сдвиг вверх кривой доходности государственных облигаций. Началось повышение процентных ставок по банковским операциям. Повышение ключевой ставки Банка России будет способствовать сохранению положительной реальной процентных ставок по депозитам, что поддержит привлекательность сбережений и сбалансированный рост потребления.

За прошедший период кривая доходности на финансовом рынке существенно сместилась вверх под влиянием внешних факторов. Наблюдавшийся отток средств иностранных инвесторов с рынка ОФЗ происходил в условиях

Рисунок 1.3

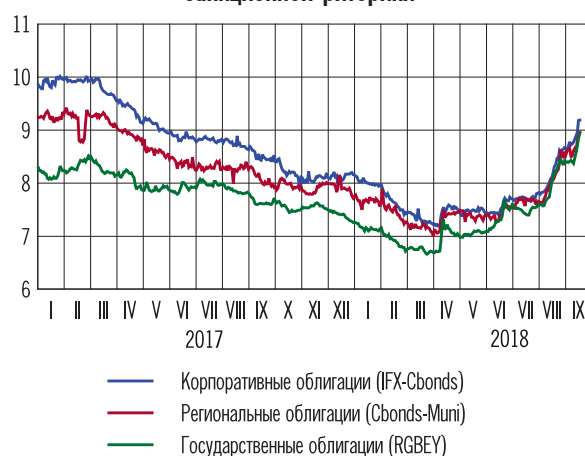
Цены на нефть оставались на высоком уровне



Источники: Thomson Reuters, Bloomberg.

Рисунок 1.5

Повышение доходностей на рынке облигаций связано с внешними условиями и усилением санкционной риторики

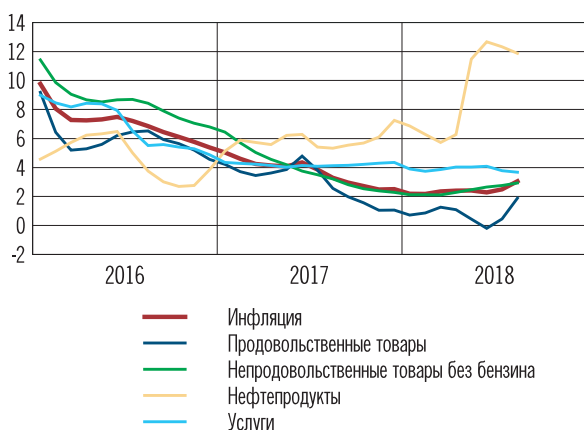


Источники: Cbonds, Московская Биржа.

Рисунок 1.4

Рост цен на продовольственные товары повысился, на нефтепродукты — ожидаемо замедлился

(% к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.6

Процентные ставки начали повышаться

(% годовых)



Источники: Банк России.

переоценки рисков вложений в страны с формирующимися рынками, а также усиления санкционной риторики в отношении России.

В II квартале банки по-прежнему придерживались осторожной кредитной политики, особенно в сегменте корпоративного кредитования. Продолжали действовать сложившиеся в предшествующие периоды достаточно жесткие требования к заемщикам, прочие неценовые условия кредитования также не изменялись. Исключением был лишь сегмент потребительского кредитования, на котором ряд банков увеличил максимальную сумму по кредиту и расширил спектр кредитных продуктов, предлагаемых заемщикам. Одной из причин

такой кредитной политики банков может быть сохраняющаяся конкуренция за наиболее надежных физических лиц – заемщиков и сохранение более жестких условий кредитования на рынке потребительских кредитов в сравнении с ипотечным, что обеспечивает определенный «запас прочности» для смягчения условий кредитования. Поскольку в краткосрочной перспективе можно ожидать увеличения процентных ставок, в ближайшие месяцы условия кредитования могут ужесточиться, что несколько сдержит рост кредитной активности.

На фоне роста потребительского спроса и доходов происходило уверенное расширение розничного кредитования. Годовой темп приро-

ста требований банковской системы к населению по итогам года, по оценкам Банка России в рамках базового сценария, составит 19–22%. Он будет поддерживаться динамикой доходов и постепенным увеличением долговой нагрузки¹.

Годовые темпы роста вкладов населения в июне-июле в условиях относительно высоких по сравнению с текущей инфляцией депозитных ставок по-прежнему оставались стабильными. В результате наблюдавшейся динамики кредитов физическим лицам и вкладов населения изменение чистой финансовой позиции домашних хозяйств вышло в июне-августе в положительную область – это значит, что годовой объем кредитования банками населения превышал годовой прирост вкладов.

При этом увеличение корпоративного кредитного портфеля было умеренным, оно обеспечивалось во многом за счет крупных заемщиков на фоне сохраняющегося осторожного подхода банков к выбору клиентов и медленному смягчению неценовых условий кредитования. В условиях роста потребительской активности банки начали более активно кредитовать предприятия оптовой и розничной торговли. Требования к организациям увеличатся в 2018 г. на 8–10% в базовом сценарии. В отличие от населения, роста долговой нагрузки компаний не ожидается, в том числе в силу относительно медленного смягчения банками неценовых условий кредитования в корпоративном секторе.

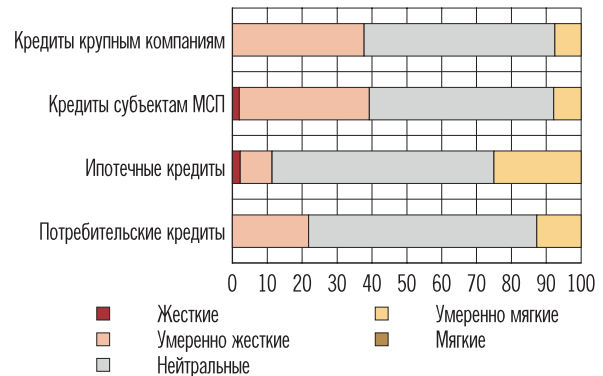
Динамика кредитной активности в рассматриваемый период во многом определялась происходившим ранее снижением ставок на кредитном рынке. В целом она соответствовала ожиданиям Банка России и не оказывала существенного проинфляционного влияния. С учетом указанных выше факторов динамики кредитной активности в корпоративном и розничном сегментах темп прироста требований к экономике в 2018 г. в базовом сценарии составит 11–13%. На розничном сегменте рынка дополнительным фактором, который может

¹ В качестве индикатора долговой нагрузки здесь и далее рассматривается коэффициент обслуживания долга (КОД), который представляет собой отношение потока платежей по накопленному долгу (включая не только его основную сумму, но и проценты) к величине текущих доходов.

Рисунок 1.7

Большинство банков оценивают условия кредитования как нейтральные или умеренно жесткие

(оценка банками степени жесткости условий долгосрочного кредитования в II кв. 2018 г.* (%))



* Характеризуется показателем доли банков, выбравших тот или иной вариант степени жесткости условий кредитования, в общем числе опрошенных кредитных организаций. Источник: Банк России.

сдерживать рост кредитования, является пересмотр с 1 сентября шкалы повышенных коэффициентов риска по потребительским кредитам для расчета нормативов достаточности капитала.

Рост кредита экономике в II квартале 2018 г., как и ранее, вносил основной положительный вклад в увеличение денежной массы в национальном определении. Структура прочих источников ее формирования также не претерпела существенных изменений и, по оценкам Банка России, сохранится до конца 2018 года. В рамках базового прогноза годовой темп прироста денежной массы в национальном определении будет близок к темпу прироста требований к экономике и составит 9–12%.

Пересмотр Росстатом данных по промышленности с 2016 г. по I квартал 2018 г. не меняет взгляда Банка России на влияние деловой активности на инфляцию как в ретроспективе, так и на прогнозном горизонте. В рассматриваемый период продолжалось расширение потребительской активности, которое не опережало возможности предложения и не создавало избыточного проинфляционного давления.

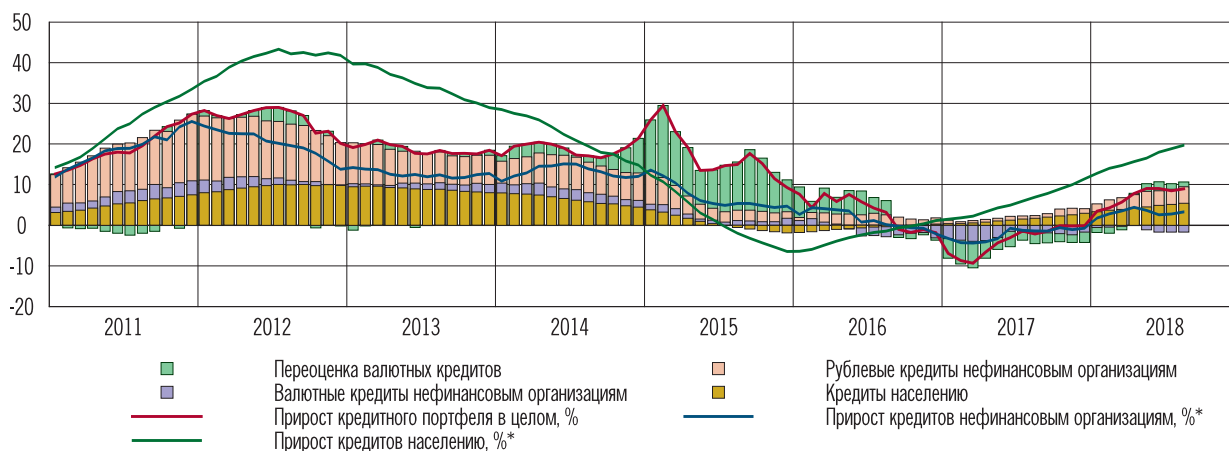
Пересмотр данных по промышленности позволил Банку России повысить оценку динамики ВВП². При этом, учитывая, что пересмотр

² Пересмотр Росстатом годовой динамики ВВП в 2016–2017 гг. в ретроспективе произойдет 30 декабря 2018 г., а поквартальных данных – в конце марта – начале апреля.

Рисунок 1.8

Рост кредитования не создает рисков для инфляции и финансовой стабильности

(вклад отдельных элементов в годовые темпы прироста кредитного портфеля банков, п.п.)

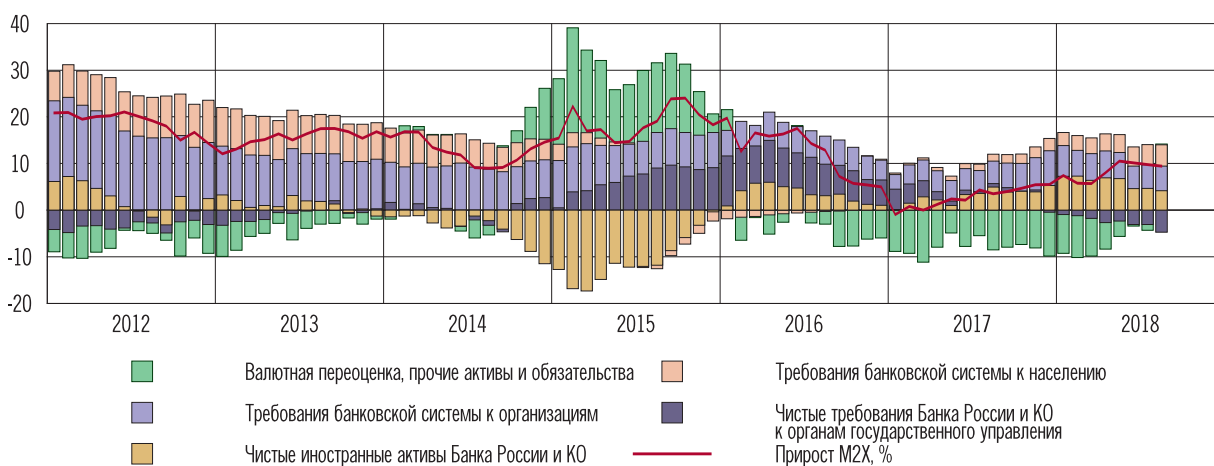


* С исключением валютной переоценки.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.9

Рост широкой денежной массы происходил в основном за счет кредита*

(вклад в годовые темпы прироста агрегата M2X, п.п.)

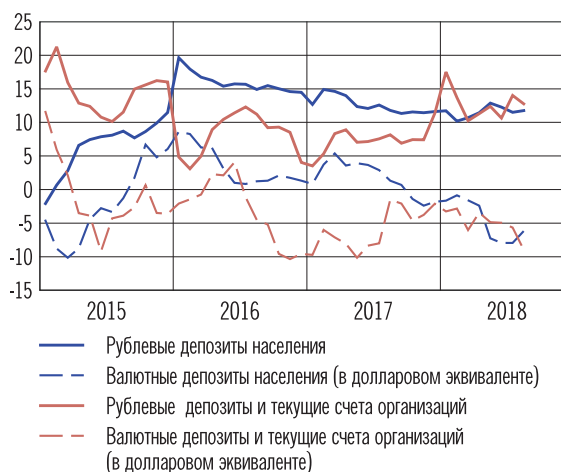


* С 1.01.2015 введена новая методология расчета показателей денежно-кредитной статистики.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.10

Рост банковских депозитов остается стабильным

(годовой темп прироста, %)



Источник: Банк России.

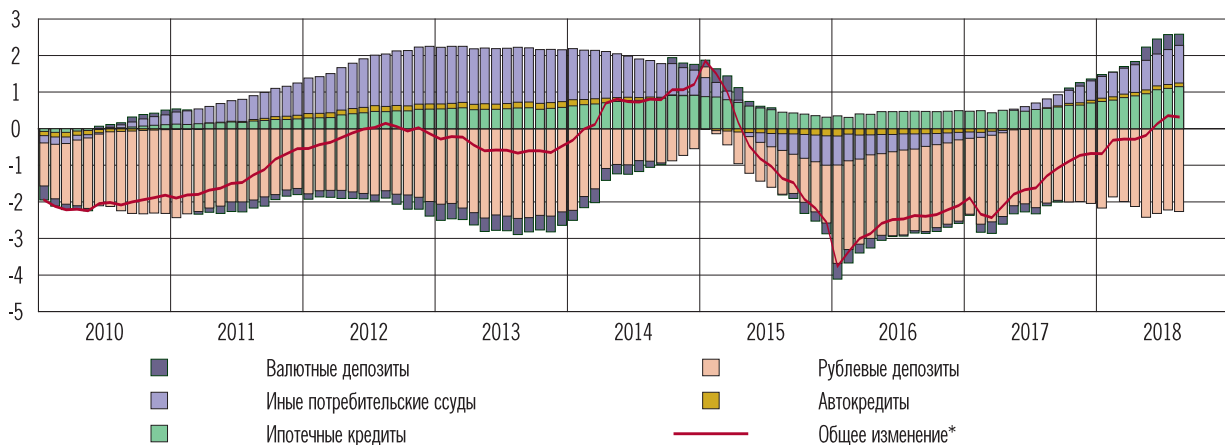
данных в основном коснулся производства товаров инвестиционного назначения, а не потребительского спроса, взгляд Банка России на деловую активность как фактор динамики инфляции не изменился.

Годовой темп прироста ВВП в II квартале составил 1,9%, что выше прогноза Банка России в 1,1–1,6%, опубликованного в предыдущем Докладе и не учитывавшего пересмотр данных. Однако превышение факта над прогнозом связано в основном только с пересмотром статистики: сложившиеся темпы роста ВВП в II квартале соответствуют оценке Банком России экономической активности в этот период с учетом новых данных по промышленности. Также с учетом указанного пересмотра Банк России

Рисунок 1.11

Изменение чистой финансовой позиции домохозяйств вышло в положительную область за счет кредита

(годовое изменение операций банков с населением, трлн руб.)



* Положительные значения – увеличение чистых требований банков к населению.

Примечание: Для наглядности представления финансовых потоков между банками и населением значения изменения валютных и рублевых депозитов населения в банках показаны с противоположным знаком.

Источник: Банк России.

скорректировал оценку годового темпа прироста ВВП на III квартал с 1,1–1,6% до 1,3–1,7%³. Прогноз ВВП на 2018 г. сохранен в интервале 1,5–2,0%, что соответствует потенциальным темпам роста экономики.

Темп прироста расходов на конечное потребление в II квартале оценивается в 3,0–3,5%, валового накопления основного капитала – 2,5–3,5%. Заметный вклад в темп прироста ВВП внесло расширение внешнего спроса. С учетом пересмотра данных можно говорить о более высоком темпе прироста экспорта, в основном за счет инвестиционных товаров. Дополнительный вклад в рост экспорта внес чемпионат мира по футболу, в течение которого существенно ускорился рост оборота общественного питания и отдельных видов транспортных и гостиничных услуг. На этом фоне в июне наблюдалось повышение темпов прироста цен на услуги пассажирского транспорта (воздушного и железнодорожного), гостиниц, внутреннего туризма, а в июле произошла ожидаемая коррекция. Дополнительным фактором, оказавшим влияние на цены услуг, стало более низкое, чем предполагалось ранее, повышение цен на жилищно-коммунальные услуги.

Как данные за II квартал, так и оперативная статистика за июль говорят о том, что рост по-

³ В тексте исправлена опечатка: в исходной версии была опубликована оценка темпа прироста ВВП в 1,5–2% в III квартале. Согласно июльскому и августовскому комментариям по экономике указанная оценка также составляет 1,3–1,7% («Экономика: факты, оценки, комментарии», № 7, № 8, 2018 г.).

Рисунок 1.12

Более высокий, чем ожидалось, темп прироста ВВП в II квартале связан с пересмотром данных по промышленности

(структура прироста ВВП по элементам использования, к соответствующему периоду предыдущего года)



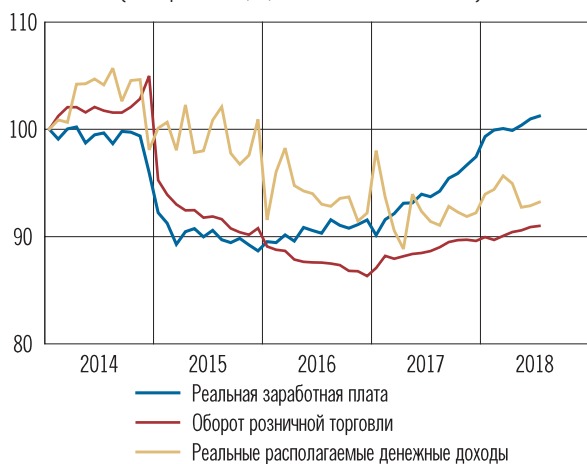
* Данные за 2016 г. – I квартал 2018 г. – оценки Банка России с учетом пересмотра данных по промышленности.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ребительской активности происходил умеренными темпами, не опережая производственные возможности экономики. Расширение спроса, как и ранее, поддерживалось восстановлением доходов населения, в основном за счет роста реальной заработной платы, а также ростом потребительского кредитования. Уровень безработицы с исключением сезонности по-прежнему оставался вблизи естественного, то есть не создающего дополнительных проинфляционных рисков. Об умеренном росте спроса говорит также динамика нормы сбережений, которая восстановилась до уровня, характерно для 2013–2014 гг., после краткосрочного сни-

Рисунок 1.13

Расширение спроса происходит умеренными темпами на фоне восстановления доходов и роста заработной платы
(к январю 2014 г., %, с исключением сезонности)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.14

Норма сбережений восстановилась до уровня 2013–2014 годов
(вклад в норму сбережений, с исключением сезонности)



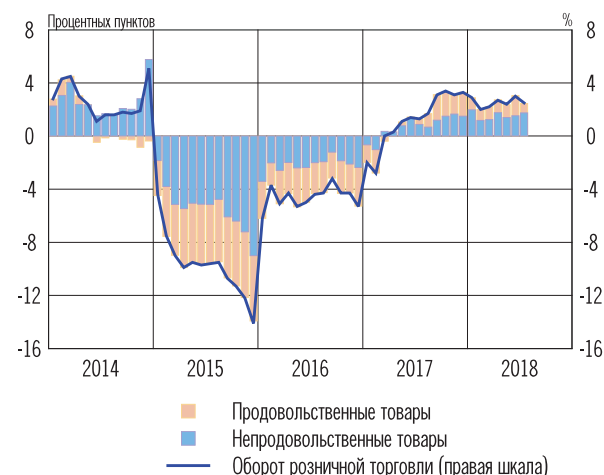
Источник: расчеты Банка России.

жения в апреле на фоне возросшей курсовой волатильности.

Рост спроса отражается в динамике оборота розничной торговли, основной вклад в годовой прирост которого в июле вносили непродовольственные товары, что отчасти может быть связано с активными продажами сувенирной продукции во время чемпионата мира, а также с постепенным расширением спроса на непродовольственные товары в целом. Так, согласно опросу ООО «инФОМ»⁴, в июне-августе оценка благоприятности крупных покупок улучшилась. На этом фоне цены непродовольственных товаров без бензина в месячном выражении с исключением сезонности продолжали расти ста-

Рисунок 1.15

Оборот розничной торговли растет умеренными темпами
(вклад в темп прироста, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

бильным темпом. При этом реакция цен этой группы товаров на произошедшее в апреле ослабление рубля оставалась сдержанной.

На фоне расширения потребительского спроса производство потребительских товаров росло умеренными темпами. Что касается других секторов промышленности, сохранялась некоторая неустойчивость в динамике их выпуска в июне-июле. Так, после существенного снижения в июне выпуск в цветной металлургии в июле восстановился. В то же время в июле произошел спад в машиностроении, который Банк России пока связывает с действием краткосрочных факторов. Однако не исключено, что он может быть связан с факторами более длительного действия: результаты различных опросов (опрос Purchasing Managers' Index, опрос Росстата) отражают слабые настроения предприятий, в том числе в связи с тем, что динамика спроса не оправдывает их ожиданий.

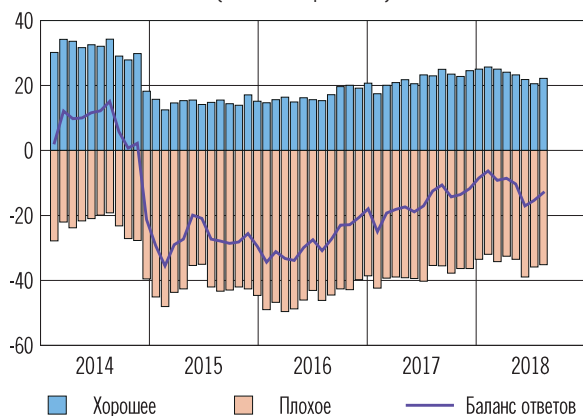
На динамику производства строительных материалов оказывают влияние разнонаправленные факторы. С одной стороны, рост выпуска поддерживался внешним спросом, с другой стороны, стагнация в строительстве создает неопределенность в отношении будущей динамики производства строительных материалов. При этом слабая динамика строительства, спад в машиностроении, а также снижение импорта машин и оборудования говорят о возможном ослаблении инвестиционной активности.

Более точная оценка характера факторов, повлиявших на экономическую активность, может быть получена по мере выхода новых дан-

⁴ <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/inflation>.

Рисунок 1.16

Оценка благоприятности текущего времени для крупных покупок улучшилась*
(% от всех опрошенных)



* Если говорить о крупных покупках для дома, то, как вы считаете, сейчас в целом какое время для того, чтобы делать такие покупки?
Источник: ООО «инФОМ».

ных. Банк России продолжит внимательно наблюдать за развитием ситуации и при необходимости корректировать прогноз, в том числе с учетом изменения денежно-кредитных условий.

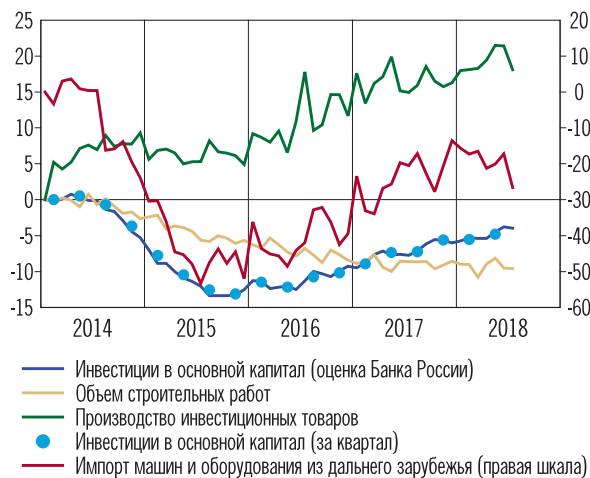
После продолжительного периода относительно низких темпов роста цен на различных продовольственных рынках, как и ожидалось, происходит постепенная нормализация динамики цен с учетом следующих факторов: продолжающееся исчерпание избыточного предложения мясной и молочной продукции; снижение урожая зерна; более равномерное, чем годом ранее, поступление урожая овощей.

При этом существенным фактором динамики продовольственных цен является произошедшее ослабление рубля, которое будет оказывать повышательное давление на продовольственные цены в ближайшие кварталы.

На рынках мясной и молочной продукции продолжается выравнивание баланса спроса и предложения. Если в прошлые годы на этих рынках производство продукции росло высокими темпами, в этом году происходит их замедление с учетом динамики спроса. Дополнительный вклад в повышение цен мясной продукции вносит неблагоприятная эпизоотическая ситуация в свиноводстве. Кроме того, давление на них оказывает повышение цен на импортруемые корма и компоненты для них на фоне

Рисунок 1.17

Инвестиционная активность в июне-июле невысокая
(прирост, % к январю 2014 г., с устранением сезонности)



Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

произошедшего ослабления рубля, а также удорожание фуражного зерна.

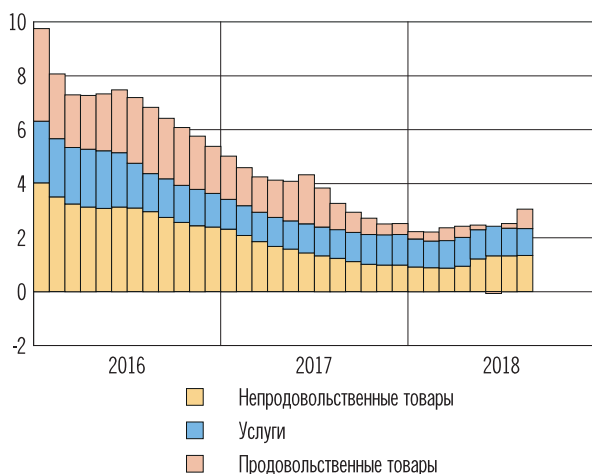
Урожай зерна в 2018 г. ожидается на среднем уровне последних пяти лет, что ниже рекордного урожая предыдущего года. Однако, несмотря на рост цен на зерно, конъюнктура потребительского рынка продуктов его переработки остается спокойной, чему способствуют высокие накопленные запасы и традиционно низкая чувствительность цен в этом сегменте потребительского рынка к колебаниям цен производителей.

В этом году месячные темпы прироста цен на плодоовощную продукцию в июне-августе в целом соответствовали сезону. Это связано с тем, что поступление нового урожая на рынок происходит в обычные сроки, а его объемы⁵ и качество оцениваются на стандартном уровне. При этом в прошлом году в июне сложилась ситуация, когда запасы старого урожая на фоне его плохого качества были быстро проданы, в то время как новый урожай не поступил на рынок из-за смещения сроков его уборки при неблагоприятных погодных условиях. Это привело к резкому удорожанию плодоовощной продукции в июне с последующим ускоренным снижением цен на нее в июле-августе. В результате динамика годовых темпов прироста цен плодоовощной продукции текущим

⁵ Исключением могут стать белокочанная капуста и столовая свекла, объемы сбора которых пока отстают от прошлогодних, что может быть связано с влиянием засушливого лета.

Рисунок 1.18

Годовая инфляция повысилась за счет продовольствия
(вклад в годовую инфляцию к соответствующему периоду предыдущего года, п.п.)



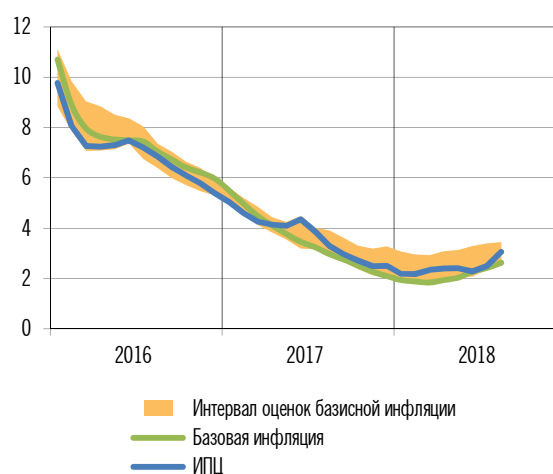
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

летом в основном была связана с эффектом базы. В июне наблюдалось значительное снижение цен на плодоовощную продукцию в годовом сопоставлении, в следующие два месяца происходило постепенное исчерпание этого эффекта – годовой темп прироста цен в августе вышел из отрицательных значений и останется в положительной области. Кроме того, в 2017 г. качество нового урожая ряда овощей было недостаточным, что осенью привело к их ускоренной реализации и пониженной ценовой динамике. В текущем году, как ожидается, поступление урожая овощей и фруктов на прилавки будет более равномерным, а годовые темпы их удорожания будут расти в том числе в связи с эффектом базы. При этом сдерживанию роста цен на плодоовощную продукцию будет способствовать продолжающееся в 2018 г. активное развитие тепличного хозяйства, которое приводит к устойчивому предложению овощной продукции, в первую очередь помидоров и огурцов, в течение всего года и снижению зависимости от импорта. Так, валовой сбор овощей защищенного грунта на 12 сентября 2018 г. в целом по стране вырос на 20,4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Под влиянием указанных факторов годовой темп прироста продовольственных цен будет постепенно повышаться. Кроме того, с учетом динамики цен продовольственной продукции показатели базисной инфляции, находящиеся на достаточно низком уровне, также продолжат постепенно повышаться.

Рисунок 1.19

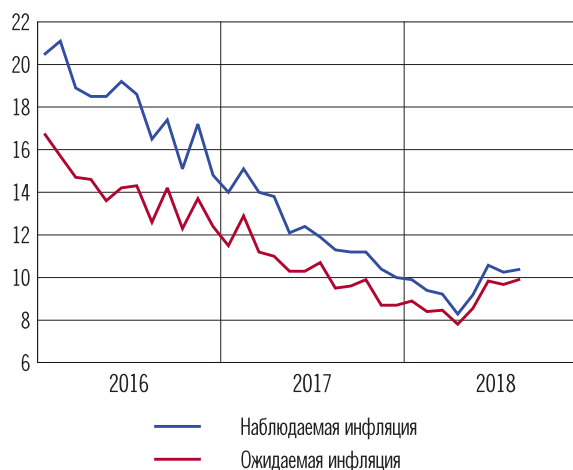
Показатели базисной инфляции начали расти
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.20

Инфляционные ожидания населения стабилизировались
(медианная оценка, %)



Источники: ООО «инФОМ».

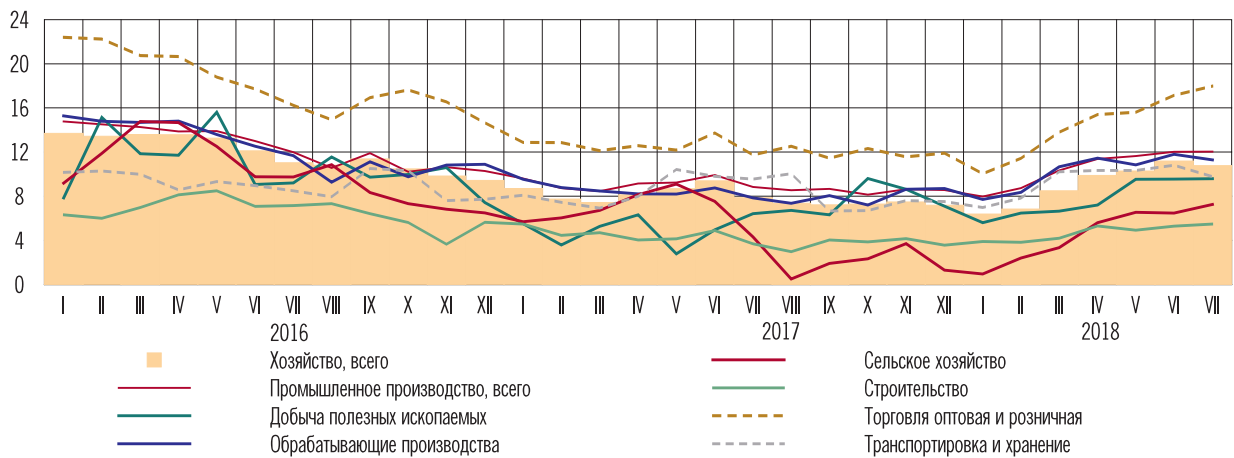
Рост цен на нефтепродукты весной, произошедшее ослабление рубля, а также принятое решение о повышении НДС с начала 2019 г. повлияли на инфляционные ожидания населения, бизнеса и профессионального сообщества в разной мере. В ближайшей перспективе сохраняется неопределенность относительно масштаба реакции инфляционных ожиданий на указанные проинфляционные факторы, что учитывается Банком России при проведении денежно-кредитной политики.

Ожидания населения, согласно опросам Института фонда «Общественное мнение» (ООО «инФОМ»), в первую очередь отреагировали на произошедшее изменение цен на бен-

Рисунок 1.21

Снижению ценовых ожиданий предприятий препятствуют проинфляционные риски

Баланс ответов (сезонность очищена), %



Источник: расчеты Банка России.

зин в мае-июне. Его в качестве существенного фактора динамики цен в августе назвали 40% респондентов, в июле – 48%, в июне – 57%. В июле-августе на фоне замедления темпов роста цен на бензин и дизельное топливо ожидания населения стабилизировались. При этом пока незначительное количество опрошенных упоминают НДС среди возможных причин ожидаемого ускорения инфляции. Учитывая адаптивный характер ожиданий домашних хозяйств, в наибольшей степени, вероятно, на них отразится фактическое повышение НДС в начале 2019 года. Поддерживать рост инфляционных ожиданий населения может и удорожание мяса и птицы, отмечаемое респондентами в последнем опросе и фиксируемое Росстатом с июня.

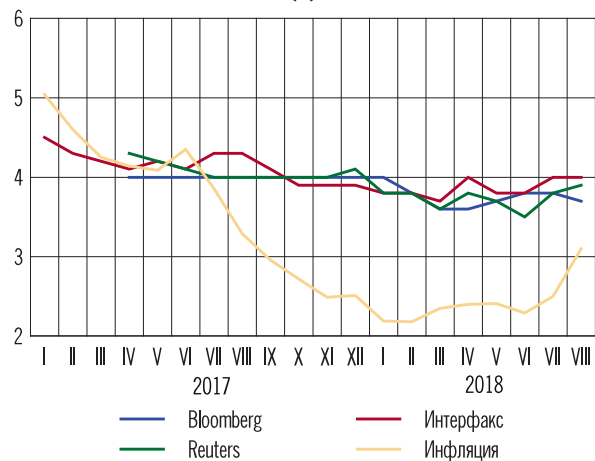
Внешние условия также оказывают существенное влияние на ожидания экономических субъектов. Реакция ожиданий населения на апрельское ослабление рубля была умеренной, но о воздействии августовского эпизода ослабления рубля можно будет судить по данным следующего опроса⁶. При этом предприятия, а также профессиональные аналитики и участники рынка уже начали учитывать в своих оценках будущей инфляции произошедшее ухудшение внешних условий.

Сочетание указанных проинфляционных факторов, которые будут воздействовать на цены в период до конца 2018 г., может оказывать негативное влияние на динамику инфля-

⁶ Последний опрос проходил 6–13 августа, поэтому не все респонденты могли отреагировать на повышение курсовой волатильности.

Рисунок 1.22

Профессиональные аналитики учли в своих ожиданиях запланированное повышение НДС (%)



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Thomson Reuters.

ционных ожиданий и способствовать их сохранению на повышенном уровне в течение более длительного времени, в особенности с учетом их сохраняющейся чувствительности к фактическим колебаниям цен на отдельные товары и услуги.

В результате в целях ограничения роста инфляционных рисков Совет директоров Банка России 14 сентября 2018 г. принял решение повысить ключевую ставку на 0,25 процентного пункта, до 7,50 % годовых.

Согласно прогнозу Банка России, который учитывает принятые решения по ключевой ставке и о приостановке покупки иностранной валюты в рамках бюджетного правила, темп прироста потребительских цен составит 3,8–4,2% к концу 2018 года.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Банк России рассматривает два основных сценария среднесрочного прогноза развития экономики: базовый и с неизменными ценами на нефть. Они различаются в первую очередь в части внешних условий для российской экономики, так как с ними на среднесрочном горизонте связана наиболее высокая неопределенность. Дополнительно Банк России рассматривает рискованный сценарий, в котором заложено выраженное ухудшение внешних условий.

Прогнозные сценарии Банка России построены на предпосылках относительно не только внешних, но и ряда внутренних условий. Это факторы, которые будут оказывать выраженное влияние на экономику и инфляцию в ближайшие годы и, соответственно, формировать объективные условия, в которых будет проводиться денежно-кредитная политика. Большинство этих условий являются общими для всех сценариев. Однако сила и особенности их влияния на экономику и инфляцию могут несколько различаться в зависимости от сценария, что подробнее охарактеризовано ниже.

Внутренние условия

Во-первых, к внутренним условиям проведения денежно-кредитной политики относятся структурные факторы. Это сложившаяся на настоящий момент структура российской экономики, особенности формирования ожиданий и предпочтений российского населения, а также ограничения, связанные с динамикой производственных ресурсов, прежде всего трудовых, так как они в значительной мере обусловлены демографическими тенденциями. Эти особенности могут изменяться, однако на это, как правило, требуется существенное время (выходящее за пределы среднесрочного горизонта), и денежно-кредитная политика не может непосредственно влиять на их изменение.

Во-вторых, на внутренние условия проведения денежно-кредитной политики воздействуют меры других видов экономической политики. Реализация этих мер может оказывать существенное влияние на инфляцию, текущие и потенциальные темпы экономического роста, его структуру, создавать дополнительные стимулы к тому или иному поведению населения и бизнеса, что требует учета при проведении денежно-кредитной политики.

На трехлетнем прогнозном горизонте и за его пределами – в период до 2024 г. – предусмотрена реализация целого ряда мер налогово-бюджетной политики и преобразований¹, направленных на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений для развития российской экономики (указанные ограничения Банк России отмечал в ОНЕГДКП 2018–2020 гг.). Это меры, на финансирование которых в соответствии с Основными направлениями бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и плановый период 2020 и 2021 годов планируется направлять 1,2–1,5 трлн руб., или порядка 1% ВВП, в год в течение всего прогнозного горизонта. К основным направлениям дополнительных расходов относятся, в частности, здравоохранение, образование, демография и социальная политика, наука и культура, развитие несырьевого экспорта, финансирование инфраструктурных инвестиций.

Во-первых, эффективная реализация данных мер может способствовать повышению потенциальных темпов роста российской экономики. Оно может происходить в случае улучшения инвестиционного климата, увеличения человеческого капитала и производительности труда, повышения качества управления на всех уровнях как в государственном, так и в частном секторе, стимули-

¹ Социально-экономические мероприятия по реализации Указа Президента Российской Федерации от 7.05.2018 №204.

рования инвестиционной активности и перехода к инвестиционно ориентированной модели экономического роста. **Во-вторых, успешное осуществление структурных мер одновременно может несколько снизить чувствительность инфляции к отдельным внешним и внутренним факторам.** В частности, в результате снижения зависимости российской экономики от экспорта энергетических ресурсов, повышения уровня конкуренции, развития транспортной и логистической инфраструктуры. **В-третьих, запланированные мероприятия могут оказывать определенное влияние на структуру экономического роста.** Они будут направлены в том числе на ускорение роста инвестиций и постепенное увеличение их доли в структуре совокупного выпуска, в частности за счет формирования и использования Фонда инфраструктурных инвестиций (в размере порядка 0,5% ВВП в год на прогнозном горизонте). Дополнительно на финансирование самокупаемых инфраструктурных проектов в российской экономике в соответствии с действующими принципами бюджетной политики может быть направлена ликвидная часть средств Фонда национального благосостояния, накапливаемых за счет дополнительных доходов бюджета от превышения ценой на нефть базовой цены, заложенной в бюджетном правиле. Это возможно после того, как их объем достигнет определенного уровня (7% ВВП).

В то же время меры в указанных направлениях по своей природе имеют достаточно длительные горизонты отдачи: сама по себе реализация таких проектов, как правило, требует достаточно продолжительного времени, а объекты их воздействия – институциональные и структурные характеристики экономики, демографические тенденции – изменяются медленно. **В связи с этим Банк России предполагает, что планируемые бюджетно-налоговые и структурные меры начнут оказывать значимое влияние на темпы и структуру роста российской экономики ближе к концу трехлетнего прогнозного горизонта – в основном в 2021 году.** Затем это влияние продолжит реализовываться и может оказаться наиболее существенным за пределами прогнозного периода. Банк России предполагает, что положительный вклад запланированных мер

государственной политики в повышение темпов экономического роста не будет сопровождаться дополнительным повышательным давлением на инфляцию в том случае, если будет происходить соответствующее расширение производственного потенциала российской экономики. При этом конкретная количественная оценка масштабов и сроков влияния пакета мер на экономический рост и инфляцию в настоящее время связана с высокой неопределенностью, так как параметры этого влияния будут зависеть от скорости и эффективности реализации намеченных мер. Эта оценка будет уточняться по мере детализации структуры расходов, набора мероприятий и проектов по отдельным направлениям, а также по ходу их реализации. В связи с этим Банк России дает относительно широкий диапазон прогноза темпов экономического роста в 2021 году.

Более раннее по срокам и определенное по масштабу влияние на темпы роста экономики на прогнозном горизонте может оказать планируемое повышение пенсионного возраста. Следствием реализации реформы должно стать ежегодное дополнительное расширение численности занятых в экономике и, соответственно, увеличение темпов прироста ВВП при прочих равных условиях, то есть относительно сценария без повышения пенсионного возраста, не вызывая при этом проинфляционных последствий. Более того, это будет оказывать сглаживающее влияние на потенциальные проинфляционные риски со стороны динамики заработной платы. Вместе с мерами по повышению человеческого капитала и мобильности трудовых ресурсов пенсионная реформа может смягчать возникающую из-за неблагоприятных демографических тенденций проблему дефицита кадров, которая может обеспечить устойчивое превышение роста оплаты труда над темпами роста производительности труда. С учетом возрастной структуры населения, текущей доли работающих пенсионеров, динамики производительности труда сотрудников разных возрастов повышение пенсионного возраста, по оценкам Банка России, внесет дополнительный вклад в повышение темпа прироста ВВП на уровне около 0,1 п.п. в 2019 г. и 0,2–0,3 п.п. в 2020–2021 годах.

Большое значение для закрепления инфляции и инфляционных ожиданий на целевом уровне, а также поддержания умеренного давления на цены со стороны издержек будет иметь сохранение на прогнозном горизонте политики индексации регулируемых тарифов и цен темпами вблизи 4%. При этом важна последовательная реализация этих принципов как на федеральном, так и на региональном уровне.

На прогнозном горизонте бюджетная политика продолжит проводиться в рамках бюджетного правила. Это будет сглаживать реакцию параметров бюджетной политики, валютного курса, экономики и инфляции на колебания мировых цен на нефть: их чувствительность к изменению нефтяных цен сохранится на низких уровнях, достигнутых в 2017–2018 годах. Банк России учитывает это при построении среднесрочного прогноза. В то же время в случае существенного изменения внешних условий, в частности падения цены на нефть ниже заложенной в бюджетном правиле, могут несколько измениться параметры реализации указанных выше стимулирующих бюджетно-налоговых мер и источников их финансирования, что учитывается при рассмотрении рискованного сценария.

Банк России в своем прогнозе учитывает не только прямые эффекты от запланированных социально-экономических мер, но и косвенные. Эти эффекты связаны в том числе с тем, что финансирование преобразований подразумевает как создание дополнительных стимулов для привлечения частных инвестиций, так и увеличение государственных расходов по определенным направлениям. Финансирование дополнительных расходов бюджета (порядка 8 трлн руб. за шесть лет) потребует увеличения объемов размещения государственного долга, а также повышения доходной базы – за счет повышения налога на добавленную стоимость (см. проект Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и плановый период 2020 и 2021 годов). **Значимое влияние на инфляцию и инфляционные ожидания на прогнозном горизонте окажет повышение основной ставки НДС с 1 января 2019 г. на 2 процентных пункта.** Масштаб изменения инфляции, однако, будет меньше, чем

предполагаемое повышение налога. При его определении Банк России учитывает в том числе вес НДС в структуре розничной цены; количество товаров и услуг в потребительской корзине, облагаемых по льготным ставкам НДС, которые не будут повышены; долю предприятий, не уплачивающих НДС в связи с использованием упрощенной системы налогообложения. По оценкам Банка России, основанным в том числе на изучении аналогичных эпизодов из опыта России и других стран, а также на результатах опроса широкой выборки российских предприятий в июле 2018 г., реакция цен на повышение НДС в основном реализуется в первые месяцы 2019 года.

Первичное влияние повышения НДС на цены будет разовым, то есть приведет к однократному повышению уровня цен. В годовой инфляции этот эффект будет отражаться в течение года, однако текущие темпы роста цен (месячные, квартальные) значительно повысятся только краткосрочно – в первые месяцы 2019 г., а затем снизятся. **В то же время итоговый масштаб влияния повышения НДС на инфляцию будет зависеть от масштаба вторичных эффектов этого события: от того, насколько выраженным и устойчивым окажется повышение инфляционных ожиданий, а также в какой мере производители и организации торговли будут готовы принять часть повышения налога на свои издержки, не перенося их полностью в цены.** Ограничить масштаб переноса повышения НДС в цены может сдержанная динамика потребительского спроса, так как повышение налоговой нагрузки на домохозяйства окажет небольшое отрицательное влияние на динамику потребительской активности населения, преимущественно в начале 2019 года. С учетом всех указанных эффектов Банк России оценивает вклад повышения НДС в годовую инфляцию в 2019 г. на уровне около 1 п.п. (см. «Доклад об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию», август 2018 г.).

Дополнительную поддержку формированию благоприятных условий для повышения инвестиционной и экономической активности на прогнозном горизонте будут оказывать меры Банка России, направленные на развитие финансового рынка и эф-

эффективное преобразование сбережений населения во внутренние долгосрочные инвестиции. К ним в том числе относятся мероприятия в части развития стимулирующего регулирования банковского сектора, развития сегмента длинных денег, повышения качества корпоративного управления, развития страхового сектора, сектора доверительного управления и коллективных инвестиций (см. проект Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов). Банк России учитывает, что данные меры могут иметь выраженное влияние на темпы экономического роста скорее только в совокупности с мерами других направлений экономической политики и также характеризуются длительными горизонтами отдачи. Деятельность Банка России по повышению финансовой доступности и финансовой грамотности населения (см. проект Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов) может способствовать увеличению доли населения, активно вовлеченного в использование финансовых продуктов и услуг, способствуя более эффективному преобразованию внутренних сбережений во внутренние инвестиции. На прогнозном горизонте это может способствовать увеличению действенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и несколько смягчить воздействие таких структурных особенностей российской экономики, ограничивающих силу влияния процентных ставок на поведение населения, как высокая дифференциация доходов и относительно небольшая доля среднего класса в России (см. ОНЕГДКП 2018–2020 гг.).

По мере повышения доступности рыночного фондирования Банк России планирует продолжить реализацию стратегии выхода из применения специализированных инструментов рефинансирования. Этот процесс будет поэтапным, и его скорость будет зависеть от дальнейшего повышения доступности рыночных источников финансирования и в целом изменения внешних и внутренних условий, влияющих на кредитную, инвестиционную и экономическую активность. Важным принципом будет неухудшение условий по ранее предоставленным кредитам.

Банк России предполагает, что инфляционные ожидания на прогнозном горизонте останутся чувствительными к разовым событиям, оказывающим влияние на инфляцию. В большей мере это касается ожиданий населения. Им, как правило, свойственна наибольшая инерционность, то есть ориентированность на предыдущие значения, и они продолжают испытывать влияние длительного периода более высокой и волатильной инфляции, предшествовавшего моменту перехода Банка России к таргетированию инфляции на уровне 4%. Особенно выраженной может быть реакция инфляционных ожиданий на эпизоды ускорения роста цен, тогда как на снижение инфляции они могут реагировать слабее или с большим лагом. К изменению ожиданий могут привести как всплески инфляции в целом (под влиянием таких факторов, как курсовая динамика или меры государственного регулирования), так и динамика цен на отдельные товары массового спроса под действием локальных факторов, затрагивающих только конкретные рынки. В связи с этим Банк России предполагает, что на прогнозном горизонте, особенно в его начале, даже разовые по своей природе проинфляционные события, в том числе вызванные факторами со стороны предложения, будут порождать вторичные эффекты и, соответственно, требовать учета при проведении денежно-кредитной политики. Под влиянием стабилизации инфляции вблизи 4%, а также активной информационной политики Банка России и мер, направленных на повышение финансовой грамотности (см. проект Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов), в среднесрочном периоде продолжится постепенное закрепление ожиданий всех групп участников экономики вблизи 4% и снижение их чувствительности к разовым колебаниям цен.

Внешние условия

Внешние условия на прогнозном горизонте характеризуются достаточно высокой степенью неопределенности – как со стороны перспектив развития мировой экономики и структуры ее роста, так и в сфере экономической политики ключевых экономик,

включая денежно-кредитную, бюджетно-налоговую и внешнеторговую. Эти факторы могут оказывать влияние на потоки капитала, объемы международной торговли, цены на мировых товарных и финансовых рынках. Высокая неопределенность, которая делает рынки более чувствительными к изменениям настроений и ожиданий участников, может приводить к краткосрочным всплескам волатильности на мировых финансовых рынках в течение прогнозного горизонта.

Банк России предполагает, что внешние условия в целом в среднесрочном периоде будут сдерживающими или нейтральными для российской экономики в зависимости от сценария. При этом их влияние на внутренние экономические условия, рост выпуска и инфляцию будет сглаживаться действием мер государственной макроэкономической политики, включая бюджетное правило и политику Банка России в рамках режима таргетирования инфляции. Сохранение макроэкономической и финансовой стабильности, а также устойчивости государственных финансов обеспечит более низкую уязвимость российской экономики к колебаниям на мировых финансовых рынках по сравнению со многими странами с формирующимися рынками.

Воздействие внешних факторов на условия проведения денежно-кредитной политики будет происходить по нескольким каналам. Инфляционное давление в основных странах – торговых партнерах, которое, как ожидается, останется невысоким на протяжении всего прогнозного горизонта, будет транслироваться в динамику внутренних цен через стоимость импорта. Темпы роста мировой экономики будут одним из ключевых факторов, определяющих скорость расширения российского экспорта.

Динамика внешних процентных ставок на прогнозном горизонте будет формироваться в значительной мере под влиянием процессов нормализации денежно-кредитной политики в развитых экономиках. Изменение внешних ставок в совокупности с изменением премии за риск для вложений в российские активы будет оказывать влияние на трансграничные потоки капитала и, соответственно, курс рубля.

Устойчивые в долгосрочном периоде изменения внешних ставок и премии за риск Банк России также будет учитывать при оценке уровня нейтральной процентной ставки. При этом на уровень премии за риск будут оказывать влияние факторы как общие для стран с формирующимися рынками, включая склонность международных инвесторов к риску, перспективы роста развитых и развивающихся экономик, так и специфические для России, в том числе со стороны геополитических факторов. Банк России закладывает сохранение введенных в отношении России в 2014–2018 гг. международных санкций в течение всего прогнозного горизонта.

Значимое влияние на российскую экономику продолжит оказывать конъюнктура мирового рынка энергоносителей, учитывая сохранение их относительно высокой доли в российском экспорте. Оно будет реализовываться как напрямую через объемы экспорта, так и косвенно – через динамику потоков капитала, – так как динамика цен на нефть в значительной мере определяет оценку иностранными инвесторами перспектив роста российской экономики и, соответственно, привлекательности вложений в российские активы и риск-премии для них.

Конъюнктура мирового рынка энергоносителей будет формироваться под влиянием соотношения факторов со стороны спроса, включая темпы роста ключевых экономик и мировой экономики в целом, и факторов со стороны предложения, которые в большей мере зависят от решений основных стран – экспортеров энергоресурсов, а также подвержены влиянию геополитических факторов. Совокупность указанных факторов формирует высокий уровень неопределенности на мировом рынке нефти.

С учетом отмеченного сохранения высокой неопределенности относительно изменения внешнеэкономической конъюнктуры на прогнозном горизонте Банк России рассматривает два основных сценария развития внешних условий и дополнительно рисковый сценарий, различающиеся в том числе в части предположений относительно траектории мировых цен на нефть.

Базовый сценарий

В базовом сценарии Банк России, сохраняя консервативный подход к формированию предпосылок и опираясь на оценки наиболее вероятного варианта развития событий, закладывает устойчивый экономический рост в странах – торговых партнерах, постепенную нормализацию денежно-кредитной политики в развитых экономиках и плавное снижение цен на нефть с текущего уровня свыше 70 долл. США за баррель до 55 долл. США за баррель в 2020–2021 годах. Такая траектория цен на нефть может сложиться под влиянием постепенного сворачивания договоренностей стран – экспортеров энергоресурсов об ограничении добычи нефти, смягчение параметров которых уже было начато в середине текущего года, а также устойчивого расширения предложения сланцевой нефти. При этом в условиях действия бюджетного правила снижение цен на нефть будет оказывать ограниченное влияние на экономику.

В 2019 г. наиболее значимое влияние на ценовую динамику будет оказывать повышение НДС. Ослабление рубля, произошедшее в 2018 г., также продолжит отражаться в уровне годовой инфляции в первой половине года. Отмеченное сохранение чувствительности инфляционных ожиданий к разовым факторам, может усиливать воздействие курсовой динамики и повышения НДС на темпы роста цен. Под действием указанных факторов годовая инфляция в 2019 г. временно превысит 4%, достигнув пика в I квартале. При этом уже с II квартала 2019 г. влияние отмеченных факторов на текущую ценовую динамику начнет затухать, и уже во втором полугодии квартальные аннуализированные темпы инфляции приблизятся к 4%. **Однако годовая инфляция будет снижаться в течение года более медленно под действием эффекта повышения НДС. На конец 2019 г. она составит 5,0–5,5%.** Для того чтобы ограничить масштаб и длительность вторичных эффектов повышения НДС и курсовой динамики и обеспечить стабилизацию инфляции вблизи 4% в среднесрочной перспективе, Банку России потребуются проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем оценивалось ранее.

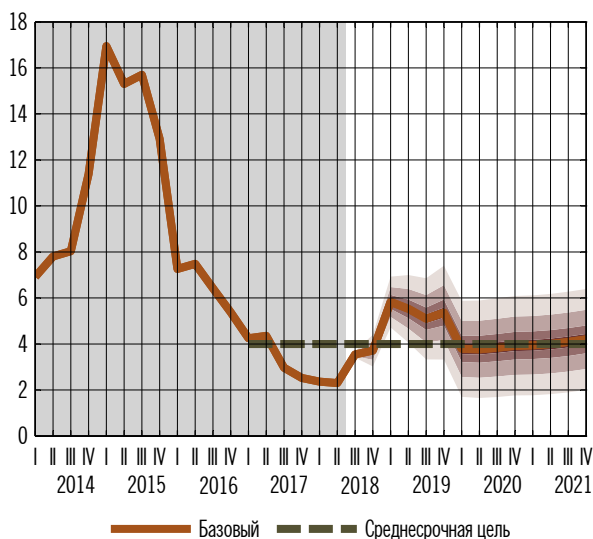
Динамика спроса в 2019 г. не будет оказывать повышательного давления на инфляцию. В течение года, преимущественно в первой его половине, ряд факторов будет оказывать небольшое сдерживающее влияние на рост внутреннего спроса. К ним относятся повышение НДС, замедление роста доходов экономики от экспорта в результате постепенного снижения цен на нефть, а также некоторое замедление роста кредитования на фоне сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России и пересмотра рыночных ожиданий относительно скорости перехода к нейтральной политике. По оценкам Банка России, прирост конечного потребления домашних хозяйств в этих условиях замедлится до 1,3–1,8% в 2019 году. Сдерживающее воздействие повышения НДС на инвестиционную активность окажется более краткосрочным и уже в 2019 г. будет компенсировано ростом инвестиционного спроса со стороны государственного сектора. В результате, по оценкам Банка России, годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2019 г. сложится выше, чем в 2018 г., и составит 2,3–2,8%. Постепенное сворачивание договоренностей стран – экспортеров энергоресурсов об ограничении добычи нефти окажет дополнительную поддержку росту экспорта в реальном выражении, по итогам 2019 г. его прирост, по оценкам Банка России, составит 2,5–3,0%. Динамика спроса на импортные товары в целом будет соответствовать динамике внутренней потребительской и инвестиционной активности, темпы его прироста в 2019 г. замедлятся до 3,0–3,5%.

Под влиянием всех указанных факторов темпы роста экономики по итогам 2019 г. составят 1,2–1,7%, оставаясь вблизи потенциальных.

В первой половине 2020 г. по мере полного исчерпания проинфляционных эффектов повышения НДС и курсовой динамики, оказывавших влияние на инфляцию и инфляционные ожидания в 2019 г., темпы прироста потребительских цен в годовом выражении вернуться к 4%. Ожидаемая динамика инфляции и инфляционных ожиданий создаст условия для смягчения денежно-кредитной политики в конце 2019 – начале 2020 года.

Инфляция

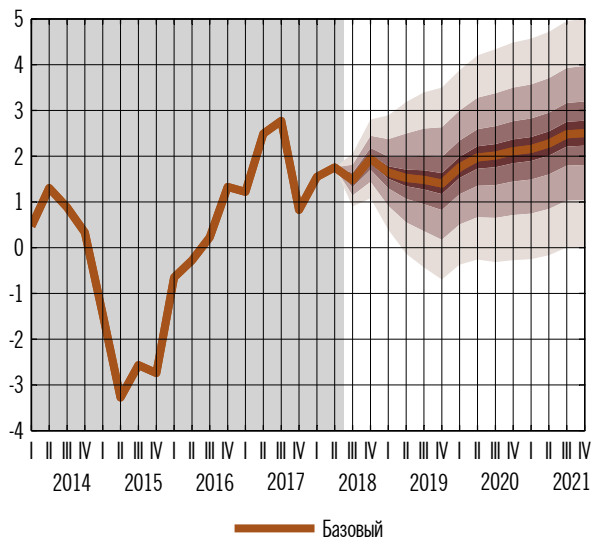
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции.
Источник: расчеты Банка России.

Темп прироста ВВП

(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП.
Источник: расчеты Банка России.

В течение 2020–2021 гг. в условиях стабилизации внешнеэкономической конъюнктуры и сохранения темпов роста экономики вблизи потенциальных, что не будет формировать дополнительное давление на цены со стороны спроса, инфляция будет находиться вблизи 4%.

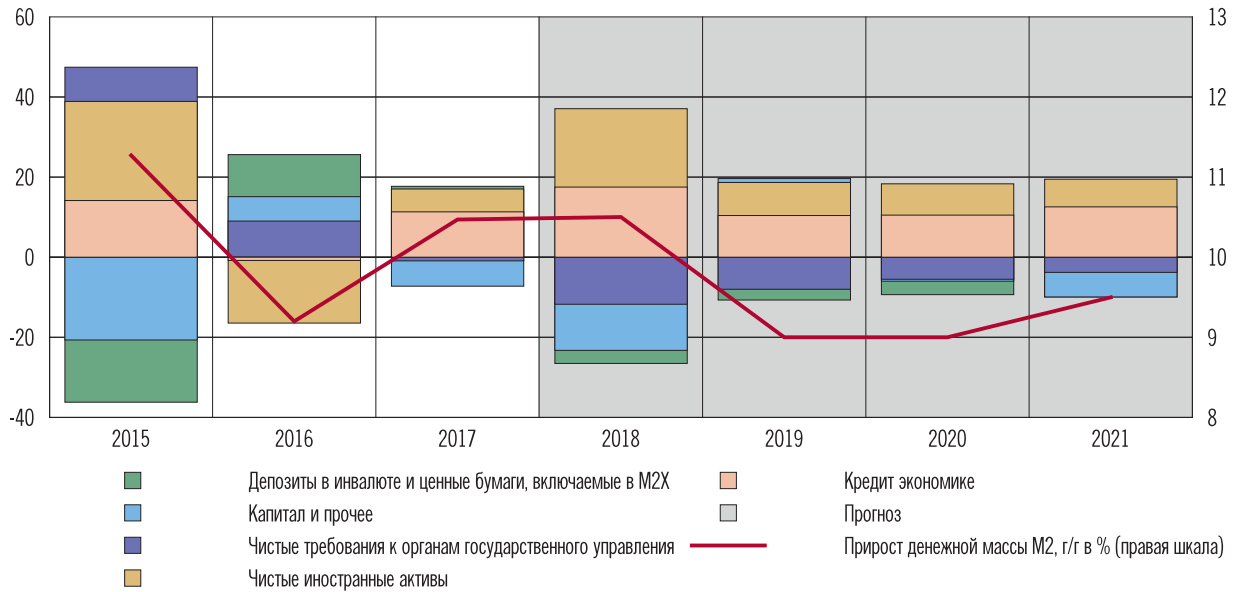
Постепенное смягчение денежно-кредитной политики, положительное влияние повышения пенсионного возраста на динамику числа занятых в экономике и постепенное накопление положительного эффекта мер бюджетно-налоговой политики в 2020–2021 гг. окажут дополнительную поддержку росту внутреннего спроса, и прежде всего инвестиционного. В совокупности с положительным влиянием стабилизации внешних условий на ожидания и настроения предприятий это будет способствовать ускорению роста инвестиционной активности, в результате чего годовые темпы прироста валового накопления основного капитала составят 3,0–3,5% в 2020 г. и 3,5–4,5% в 2021 году. Годовые темпы прироста расходов домашних хозяйств на конечное потребление в этот период также увеличатся до 2,0–2,5% в 2020 г. и 2,5–3,0% в 2021 году. Стабильный рост внутреннего спроса обусловит расширение импорта темпами 3,9–4,4% в 2020 г. и 4,3–4,8% в 2021 году. Меры по стимулированию инвестиций могут дополнительно усили-

вать спрос на импорт товаров инвестиционного назначения. Значимую поддержку экономическому росту в 2020–2021 гг. продолжит оказывать прирост физических объемов экспорта в диапазоне 2,3–2,8% в 2020–2021 гг. в условиях сохранения устойчиво положительных темпов роста спроса со стороны стран – торговых партнеров. Одновременно развитию несырьевого сегмента экспорта, в том числе связанного с экспортом высокотехнологичных товаров, будет способствовать также постепенная реализация комплекса мер бюджетно-налоговой политики на период до 2024 года.

В результате темп прироста совокупного выпуска будет постепенно повышаться к концу прогнозного горизонта и составит 1,8–2,3% в 2020 г. и 2–3% в 2021 году. При этом в базовом сценарии Банк России ожидает, что при поддержке эффективной реализации мер налогово-бюджетной политики и структурных реформ ускорение роста будет обеспечиваться преимущественно повышением производственного потенциала российской экономики. Таким образом, расширение внутреннего спроса не будет оказывать дополнительно проинфляционного воздействия и не потребует корректировки денежно-кредитной политики.

В то же время если развитие ситуации в 2020–2021 гг. будет отличаться от указан-

Декомпозиция прироста денежной массы в национальном определении (вклады компонент в темпы прироста денежной массы в национальном определении*, п.п.)



* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа прироста денежной массы в национальном определении, соответствующего середине прогнозного диапазона.

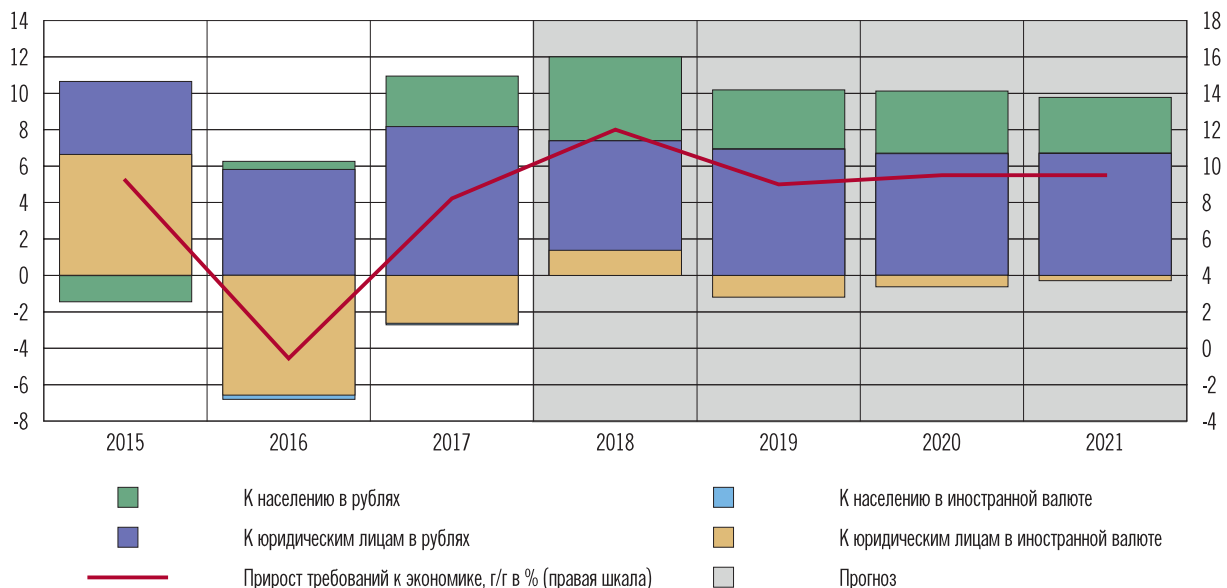
Источник: расчеты Банка России.

ных предположений Банка России и повышающее влияние наращивания государственных расходов на потребительский спрос будет существенно опережать влияние на производственный потенциал, то ускорение экономического роста может сопровождаться повышающим давлением на инфляцию. Банк России будет уделять большое внимание оценке краткосрочных и долгосрочных эффектов плани-

руемых налогово-бюджетных мер, уточняя масштаб и характер их влияния на экономику и инфляцию по мере их детализации и осуществления.

Что касается динамики денежных и кредитных агрегатов на прогнозном горизонте, то она продолжит поддерживать экономическую активность, не создавая дополнительного проинфляционного давления в экономике. Кредитная

Декомпозиция прироста требований к экономике (вклады в прирост требований* к экономике, п.п.)

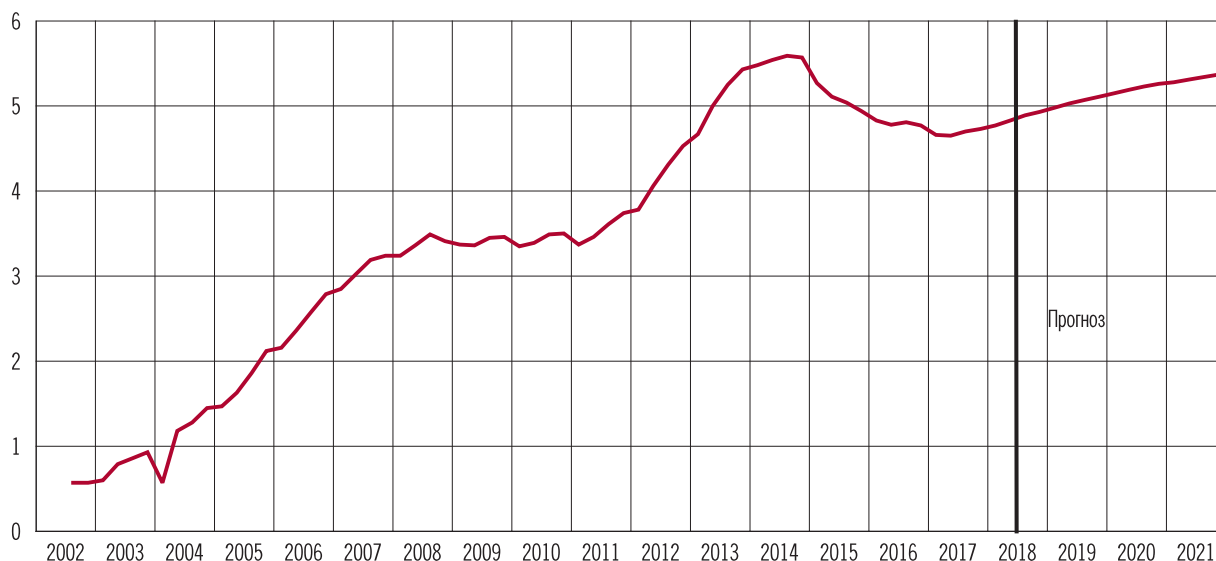


* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа прироста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного диапазона.

Источник: расчеты Банка России.

Долговая нагрузка населения*

(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



* На прогнозе долговая нагрузка рассчитана для объема требований, соответствующего середине прогнозного интервала.

Источник: расчеты Банка России по данным форм банковской отчетности, Росстата.

Долговая нагрузка юридических лиц*

(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



* На прогнозе долговая нагрузка рассчитана для объема требований, соответствующего середине прогнозного интервала.

Источник: расчеты Банка России по данным форм банковской отчетности, Росстата.

активность продолжит расширяться темпами, соответствующими повышению платежеспособного спроса и не создающими рисков для ценовой или финансовой стабильности. Неценовые условия кредитования будут смягчаться постепенно, отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке заемщиков и принятию рисков. Кредит останется основным драйвером изменения денежного предложения.

Темпы роста денежной массы и кредита экономике в среднесрочной перспективе сблизятся, в том числе по мере сокращения профицита бюджета на прогнозном горизонте в условиях снижения цен на нефть. В 2019–2021 гг. требования к экономике и денежная масса будут увеличиваться годовым темпом 7–12%.

В структуре требований по-прежнему основную долю будут занимать рублевые заимство-

Основные параметры прогнозных сценариев Банка России
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2017 (факт/оценка)	2018		2019		2020		2021	
		Базовый	Неизменные Цены на нефть	Базовый	Неизменные Цены на нефть	Базовый	Неизменные Цены на нефть	Базовый	Неизменные Цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	53	69	70	60	70	55	70	55	70
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	2,5	3,8-4,2	3,8-4,2	5,0-5,5	5,0-5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,5	2,9-3,1	2,9-3,1	5,0-5,5	5,0-5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт ¹	1,8	1,5-2,0	1,5-2,0	1,2-1,7	1,5-2,0	1,8-2,3	1,8-2,3	2,0-3,0	2,0-3,0
Расходы на конечное потребление	2,5	2,0-2,5	2,0-2,5	1,2-1,7	1,2-1,7	1,5-2,0	1,8-2,3	2,0-2,5	2,0-2,5
– домашних хозяйств	3,4	2,5-3,0	2,5-3,0	1,3-1,8	1,3-1,8	2,0-2,5	2,0-2,5	2,5-3,0	2,5-3,0
Валовое накопление	9,3	(-1,0)-0,0	(-1,0)-0,0	2,0-3,0	2,5-3,5	2,5-3,5	3,0-4,0	3,5-4,5	3,5-4,5
– валовое накопление основного капитала	4,9	1,5-2,0	1,5-2,0	2,3-2,8	2,5-3,0	3,0-3,5	3,0-3,5	3,5-4,5	3,5-4,5
Экспорт	6,0	5,2-5,7	5,2-5,7	2,5-3,0	2,5-3,0	2,3-2,8	2,3-2,8	2,3-2,8	2,3-2,8
Импорт	17,4	5,2-5,7	5,2-5,7	3,0-3,5	3,2-3,7	3,9-4,4	4,5-5,0	4,3-4,8	4,3-4,8
Денежная масса в национальном определении	10,5	9-12	9-12	7-11	8-12	7-12	7-11	7-12	7-12
Кредит экономике (организациям и населению) в рублях и иностранной валюте ²	8,2	11-13	11-13	7-11	8-12	7-12	7-12	7-12	7-12
– кредит нефинансовым и финансовым организациям в рублях и иностранной валюте, прирост в % за год	7,1	8-10	9-11	6-9	7-10	6-10	6-10	6-10	6-10
– кредит населению в рублях и иностранной валюте, прирост в % за год	12	19-22	19-22	12-17	13-18	10-15	11-16	10-15	10-15

¹ Данные за 2017 г. – оценка Банка России с учетом пересмотра Росстатом данных по промышленному производству.

² Под кредитом экономике со стороны банковского сектора подразумеваются все требования банковского сектора к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая просроченные 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.

Источник: Банк России.

Показатели платежного баланса России*
(млрд долл. США)

	2017 (оценка)	2018		2019		2020		2021	
		Базовый	Цены на нефть	Базовый	Цены на нефть	Базовый	Цены на нефть	Базовый	Цены на нефть
Счет текущих операций	35	98	99	74	104	50	97	45	94
Торговый баланс	115	181	182	157	189	137	188	134	188
Экспорт	354	435	440	411	454	403	471	414	488
Импорт	-238	-253	-258	-254	-265	-266	-283	-281	-300
Баланс услуг	-31	-32	-32	-32	-32	-33	-36	-34	-37
Экспорт	58	65	65	66	68	68	71	70	74
Импорт	-89	-97	-97	-98	-100	-100	-106	-104	-111
Баланс первичных и вторичных доходов	-49	-51	-51	-52	-53	-54	-55	-55	-56
Счет операций с капиталом	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	35	98	99	74	104	50	97	45	94
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-16	-59	-60	-25	-36	-16	-32	-14	-34
Сектор государственного управления и центральный банк	15	-4	-4	3	3	3	4	3	5
Частный сектор	-31	-55	-56	-27	-38	-18	-36	-18	-39
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-23	-39	-39	-49	-68	-34	-65	-31	-60

* В знаках РПБ5.

Примечание: из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.
Источник: Банк России.

вания организаций. Темп прироста требований к организациям в 2019–2021 гг. составит 6–10%. Замедление их роста на прогнозном горизонте обусловлено ограниченным пространством для смягчения денежно-кредитных условий в силу нахождения их вблизи нейтральных уровней, а также постепенной «разгрузкой» балансов компаний от накопленных кредитов и займов, в том числе в иностранной валюте. Благодаря умеренным темпам прироста кредитной активности долговая нагрузка в корпоративном секторе на прогнозном горизонте стабилизируется вблизи своих относительно устойчивых уровней около 16% ВВП, не создавая угроз для финансовой стабильности в экономике.

Долговая нагрузка физических лиц, напротив, будет постепенно расти, возвращаясь на уровни, соответствующие устойчивой восходящей траектории, сложившейся в долгосрочной перспективе. Темп прироста требований к физическим лицам будет в дальнейшем постепенно замедляться – до 12–17% в 2019 г. и 10–15% на среднесрочном горизонте. Рост долговой нагрузки населения будет соответствовать темпам увеличения реальных доходов и потому не будет сопровождаться накоплением рисков финансовой стабильности в экономике. К концу прогнозного периода долговая нагрузка физических лиц составит 5,0–5,5% ВВП. В случае возникновения дисбалансов на отдельных сегментах кредитного рынка Банк России будет нивелировать их мерами макропруденциальной политики.

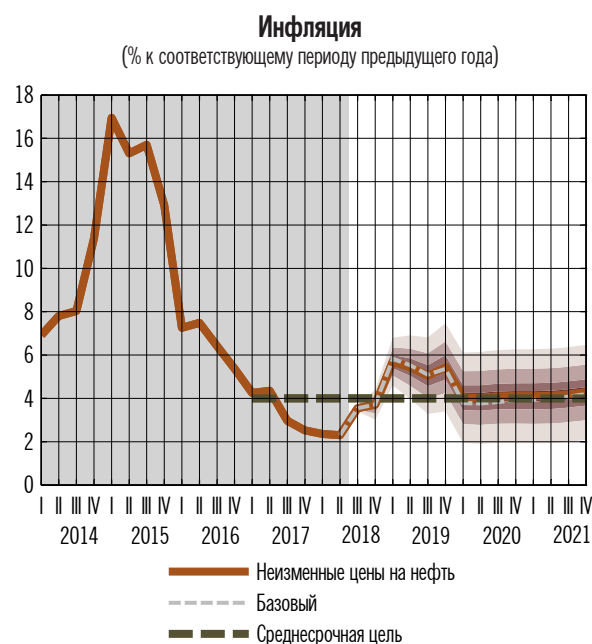
Рассмотренные тенденции в динамике внутреннего и внешнего спроса в совокупности с изменением цен на мировых товарных рынках найдут отражение в соответствующей динамике показателей платежного баланса в 2019–2021 годах. В условиях постепенного снижения цен на нефть в рамках базового сценария сальдо счета текущих операций платежного баланса останется устойчиво положительным на всем горизонте. Вместе с тем ожидается, что за счет сжатия стоимостного объема экспорта при снижении цены нефти профицит текущего счета будет уменьшаться и составит около 3% ВВП в 2020–2021 гг. после 6% ВВП в 2018 году. Сальдо финансового счета по частному сектору также будет снижаться с 4% ВВП в 2018 г. до 1% ВВП в 2020–2021 гг. на фоне уменьше-

ния выплат частного сектора России по внешнему долгу и некоторого снижения возможностей российских компаний для зарубежного инвестирования в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта.

Сценарий с неизменными ценами на нефть

Сценарий с неизменными ценами на нефть в значительной мере близок к базовому сценарию, в том числе в силу того, что влияние динамики цен на нефть на российскую экономику на прогнозном горизонте продолжит сглаживаться применением бюджетного правила.

Основное отличие его от базового сценария заключается в факторах формирования картины экономики в 2019 году. Сохранение неизменных цен на нефть приведет к более высокому курсу рубля в сравнении с базовым сценарием. С одной стороны, это окажет понижающее давление на инфляцию через эффект переноса валютного курса. С другой стороны, приведет к удешевлению импортных товаров, таким образом оказывая поддержку потребительскому и инвестиционному спросу. Более быстрое, чем в базовом сценарии, расширение внутрен-



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции.
Источник: расчеты Банка России.

него спроса как домашних хозяйств, так и фирм окажет некоторое повышательное давление на инфляцию, масштаб которого практически полностью компенсирует понижающее влияние через эффект переноса валютного курса. **В результате в 2019 г. темп прироста потребительских цен сложится вблизи уровней базового сценария Банка России. В этих условиях денежно-кредитная политика также будет близка к проводимой в базовом сценарии. Темп прироста ВВП в 2019 г. будет несколько выше уровней базового сценария и составит 1,5–2,0%.**

В дальнейшем на прогнозном горизонте динамика как инфляции, так и экономической активности будет совпадать с оценками базового сценария. Более значительное расширение экономической активности во второй половине прогнозного горизонта возможно в случае более быстрой и эффективной реализации структурных преобразований в российской экономике по сравнению с оценками базового сценария. Действие бюджетного правила и стабильные, превышающие базовый уровень, мировые цены на нефть будут способствовать формированию профицита бюджета в 2018 г. и на всем прогнозном горизонте.

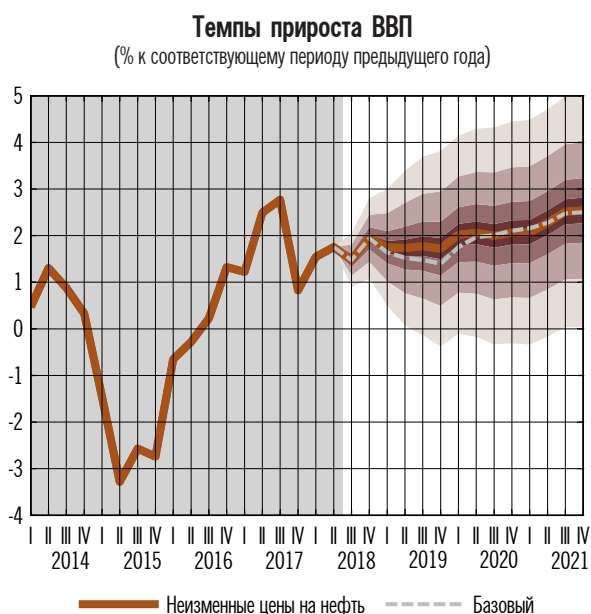
Динамика кредитных и денежных агрегатов также не покажет существенных изменений по сравнению с базовым сценарием. Темпы прироста кредита экономике, а вслед за ним и денежной массы сложатся вблизи оценок базового сценария, составив 8–12% в 2019 г. и 7–12% в среднесрочной перспективе. Наиболее значимым отличием является более длительное, чем в базовом сценарии, сохранение относительно высоких темпов прироста требований к населению на прогнозном горизонте. Поддержку кредитной активности населения, как и в базовом сценарии, будет оказывать преимущественно динамика доходов. Это будет способствовать поддержанию платежеспособного спроса на кредит и уровня долговой нагрузки, не создающего рисков для финансовой стабильности.

Сохранение мировых цен на нефть на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, окажет дополнительную поддержку динамике стоимостных объемов экспорта, тогда как динамика импорта будет близка к базовому сценарию. В результате сальдо счета текущих операций

платежного баланса в 2019–2021 гг. превысит уровень базового сценария и составит 5–6% ВВП на всем прогнозном горизонте. Сальдо финансового счета по частному сектору также сложится выше, чем в базовом сценарии, и составит около 2% ВВП в 2019–2021 годах. Этому будет способствовать несколько большее расширение иностранных активов российских компаний и банков в условиях более существенного роста доходов от экспорта на фоне сохранения высокой цены на нефть.

Рисковый сценарий

В рисковом сценарии заложены предпосылки о значительном ухудшении внешних условий для российской экономики, более слабой динамике роста мировой экономики и объемов международной торговли по сравнению с базовым сценарием. Это может быть связано с комплексом неблагоприятных событий, которые могут реализоваться в той или иной комбинации. К их числу относятся существенное расширение внешнеторговых ограничений, ухудшение макроэкономической ситуации в странах с развивающимися рынками и повышение оттока капитала из них, риски дальнейшего расширения международных санкций в отношении России.



Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП.
Источник: расчеты Банка России.

Замедление роста глобальной экономики может привести к структурно более слабому мировому спросу на энергоносители, чем в рамках базового сценария. В рисковом сценарии заложено снижение цены на нефть до 35 долл. США за баррель в 2019 г. и ее сохранение на этом уровне в дальнейшем, что предполагает неспособность стран – экспортеров энергоресурсов сохранить договоренности об ограничении добычи.

Отмеченные выше события могут умеренно привести к существенному росту премии за риск на российские активы и ускоренному оттоку капитала в 2019 году. Усиление оттока капитала в совокупности с давлением на текущий счет под влиянием ухудшения условий торговли может привести к краткосрочному сокращению внутреннего спроса, ослаблению рубля, росту курсовых и инфляционных ожиданий. Инфляционные риски обусловят необходимость ужесточения денежно-кредитной политики для ограничения роста инфляционных ожиданий и стабилизации финансовых рынков. Помимо изменения ключевой ставки, Банк России может использовать и другие инструменты для смягчения последствий усиленного оттока капитала и стабилизации ситуации на финансовых рынках. В 2019 г. при условии реализации рискового сценария вероятно более существенное ускорение роста цен, чем в базовом сценарии, а также выход темпов прироста ВВП в отрицательную область. При этом действие

бюджетного правила сгладит влияние ухудшения условий торговли на экономику. В дальнейшем на прогнозном горизонте по мере адаптации к изменившимся макроэкономическим условиям ожидается возврат темпов роста выпуска в положительную область в 2020 г., а к концу прогнозного горизонта – в 2021 г. – они приблизятся к уровням базового сценария. При этом инфляция приблизится к целевому уровню Банка России уже к концу 2020 года.

В части бюджетной политики в рисковом сценарии существует неопределенность с исполнением планов по финансированию дефицита, в том числе в части рыночных источников финансирования, что связано с ограниченными возможностями размещения ОФЗ и еврооблигаций в запланированных объемах. При этом, даже несмотря на стабилизирующее действие бюджетного правила в части компенсации из Фонда национального благосостояния выпадающих нефтегазовых доходов, в целом бюджетная политика будет оказывать умеренно сдерживающее влияние на внутренний спрос.

В случае реализации рискового сценария Банк России будет внимательно отслеживать уровень рисков для финансовой стабильности, которые могут быть связаны с повышенной волатильностью на финансовом рынке, и будет готов в случае необходимости задействовать все имеющиеся в его распоряжении инструменты для их ограничения.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Динамика основных статей платежного баланса России в II квартале 2018 года

По предварительной оценке, в II квартале 2018 г. профицит счета текущих операций расширился на 20 млрд долл. США¹, до 22 млрд долл. США, за счет двукратного увеличения положительного сальдо баланса внешней торговли.

Рост стоимостного объема экспорта товаров и услуг ускорился с 22% в I квартале до 29% в II квартале, в основном за счет энергоносителей. Расширение экспорта обеспечивалось преимущественно за счет роста цен. Увеличение физического объема экспорта товаров, по данным ФТС, в среднем на 6,5% также внесло заметный вклад в расширение поступлений от внешней торговли России в II квартале. Вместе с тем динамика физического объема энергетического экспорта была неоднородной.

Объем поставок нефти и нефтепродуктов России за рубеж уменьшился в II квартале на 2%. Рост экспорта в Китай на фоне реализации межправительственного соглашения лишь отчасти компенсировал сокращение поставок в ЕС. Вместе с тем увеличение добычи нефти в России в июле в связи с пересмотром договоренностей расширяет возможности для наращивания экспорта энергоносителя.

Физический объем экспорта природного газа в II квартале вырос на 10% в условиях увеличения добычи газа в России. Расширение поставок обеспечивалось полностью за счет Европы на фоне увеличения потребления и снижения добычи в ЕС в январе-мае 2018 года. Вместе с тем около половины российского газа в Европу в 2017 г. поступало транзитом через территорию Украины. Истечение договора о транзите

в конце следующего года и неопределенность, связанная с альтернативным трубопроводом «Северный поток – 2», создают риски для экспорта природного газа в дальнейшем.

В свою очередь ненефтегазовый экспорт товаров продолжил демонстрировать уверенный рост: его стоимостный объем, как в I, так и в II квартале, увеличился более чем на 20%. Значительно расширились поставки пшеницы в условиях высоких запасов после рекордного прошлогоднего урожая. Повысился физический объем экспорта цветных и черных металлов.

Дополнительные пошлины США не оказали значимого влияния на экспорт России. Физический объем экспорта попавших под эти меры изделий из железа и стали из России в США в II квартале 2018 г. вырос как к предыдущему кварталу, так и к прошлому году. Российские экспортеры учли пошлины, повысив цены. Экспорт попавших под пошлины США алюминия и изделий из него был переориентирован из США в европейские государства, в основном в Швейцарию. В результате физический объем экспорта алюминия из России во все страны повысился примерно на 20%, несмотря на его снижение в США примерно на 70%.

Свой вклад в расширение экспорта внес и чемпионат мира по футболу. Экспорт услуг по статье «Поездки» в II квартале увеличился на 43%. Вместе с тем в долларовом выражении данный показатель вырос не так значительно – лишь на 1 млрд долл. США, до 3,3 млрд долл. США, обеспечив только 3% совокупного прироста экспорта товаров и услуг в II квартале.

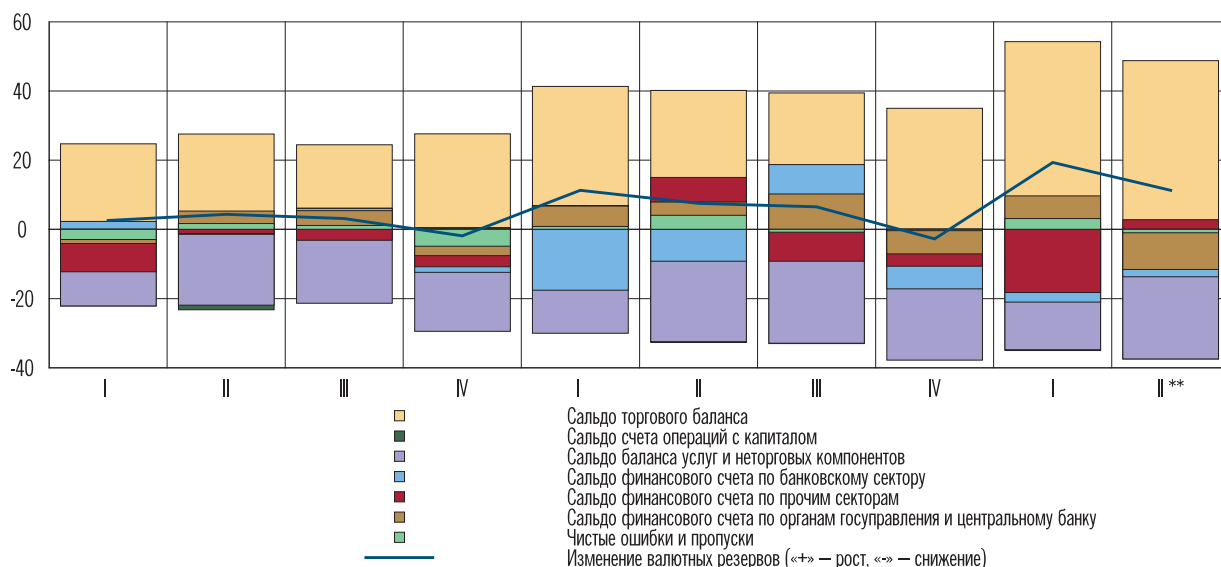
В отличие от экспорта, расширение стоимостного объема импорта товаров и услуг замедлилось с 19% в I квартале до 9% в II квартале в условиях произошедшего снижения курса рубля, ослабления деловой активности в промышленности в России и исчерпания эффекта низкой базы. По сравнению с аналогичным периодом 2017 г. в II квартале 2018 г. реальный эффективный курс рубля к иностранным

¹ Здесь и далее приводятся изменения к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса*

(млрд долл. США)



* В знаках РПБ5.

** Оценка.

Источник: Банк России.

валютам понизился на 11% (6% в I квартале). Годовые темпы прироста физического объема импорта товаров, по данным ФТС, уменьшились с 9% в I квартале до 1% в II квартале. Хотя средние цены на импортные товары в II квартале выросли на 6,6%, средние экспортные цены поднялись гораздо сильнее – на 22%. Соответственно, условия внешней торговли улучшились. Баланс неторговых компонентов счета текущих операций в II квартале 2018 г. существенно не изменился (рис. 1).

В условиях более высоких цен на нефть увеличились покупки иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Это отразилось в более значительном увеличении резервов в II квартале 2018 г. (на 11 млрд долл. США) по сравнению с II кварталом 2017 г. (рост на 7,5 млрд долл. США).

В то же время на фоне опасений усиления санкций против России и ослабления спроса на рискованные активы СФР в условиях торговых споров и ужесточения денежно-кредитной политики США нерезиденты продавали гособлигации России на вторичном рынке в II квартале

2018 года. Это оказало понижающее давление на курс рубля. В результате наблюдавшийся пять кварталов подряд чистый приток иностранного капитала в сектор органов государственного управления сменился в II квартале 2018 г. чистым оттоком в размере 7 млрд долл. США.

Сальдо финансового счета по частному сектору в II квартале 2018 г. сложилось около нуля. Банки продолжали гасить внешнюю задолженность: их иностранные обязательства, по предварительной оценке, уменьшились в II квартале на 9,5 млрд долл. США. График предполагал выплаты банков по внешнему долгу за данный период в размере 10 млрд долл. США. В то же время погашение внешней задолженности сопровождалось снижением иностранных активов банков. Прочие секторы смогли нарастить иностранные обязательства. Вместе с тем объем привлеченных компаниями иностранных инвестиций оставался ограниченным, в том числе с учетом продления финансовых санкций ЕС. Их спрос на иностранные активы также сократился.

Экономическое положение регионов России

В августе инфляция ускорилась в большинстве регионов. Региональная однородность инфляции практически не изменилась (рис. 1) после значительного роста в июле. Усиление однородности в июле-августе происходило за счет ускорения инфляции в годовом выражении во многих регионах с агропромышленной специализацией (республики Крым, Дагестан, Чувашия, Ставропольский край, Липецкая, Ростовская области и другие), в которых ее значения в последние годы были традиционно ниже среднероссийских.

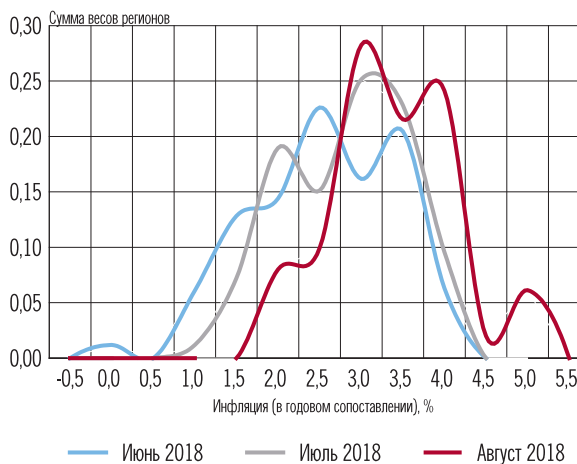
Основной причиной роста региональной однородности в июле-августе являлось ускорение годовой продовольственной инфляции, масштаб которого в целом совпадал с ожиданиями (рис. 2). Оно обусловлено низкой базой июля-августа прошлого года, когда начали проявляться дезинфляционные эффекты расширения предложения продовольствия в результате хорошего урожая 2017 года. Ускорение годового прироста продовольственных цен наблюдается в большинстве регионов, но наиболее заметно в регионах с агропромышленной специализацией.

Схожая региональная динамика инфляции отмечалась в феврале-марте текущего года, когда наблюдалось снижение региональной неоднородности за счет повышения инфляции в регионах с исходно более низкими значениями. После этого инфляция в годовом сопоставлении ускорилась во всех регионах и в России в целом. В сентябре-октябре можно ожидать, что рост общероссийской годовой инфляции будет происходить на фоне повышения неоднородности ее регионального распределения: увеличение инфляции в крупных регионах с повышенной долей импорта в потреблении будет более заметным из-за переноса в цены эффекта произошедшего ослабления рубля.

О вероятном продолжении роста инфляции говорят и ценовые ожидания предприятий. Хотя по экономике в целом в июле они несколько уменьшились (впервые с февраля 2018 г.), ожидания предприятий оптовой и розничной

Рисунок 1

Распределение регионов по вкладу в годовую инфляцию



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

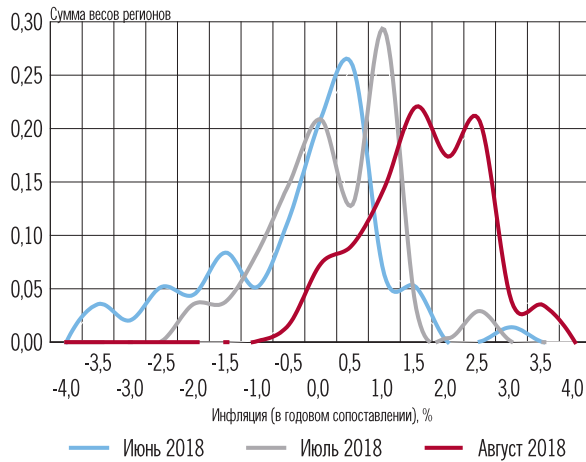
торговли, которые наиболее близко отражают фактические перспективы изменения цен, продолжили рост (рис. 3).

Рост инфляционных ожиданий определяется в первую очередь факторами со стороны предложения – влиянием на цены со стороны произошедших изменений валютного курса, ростом цен сельскохозяйственной продукции, а также ожидаемым увеличением НДС. Вместе с тем динамика спроса по-прежнему не является проинфляционным фактором. Динамика оборота розничной торговли и платных услуг не ускоряется, предприятия по-прежнему осторожно оценивают перспективы расширения внутреннего спроса на свою продукцию (рис. 4). Темпы расширения потребительского спроса остаются умеренными, несмотря на продолжающееся восстановление доходов населения и повышение активности потребительского кредитования.

Положительная динамика потребительского кредитования в II квартале 2018 г. наблюдалась во всех регионах. Выше среднероссийских темпы прироста были преимущественно в регионах Центрального, Приволжского и Южного федеральных округов. Это в том числе объяснялось эффектом низкой базы. По доле потребительских кредитов в обороте розничной торговли лидирующие позиции в первом полугодии 2018 г. занял Северо-Западный федеральный округ (36,1%, по России в целом – 28,9%). Однако связанные с этим проинфляционные ри-

Рисунок 2

Распределение регионов по вкладу в продовольственную инфляцию



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 3

Ценовые ожидания предприятий



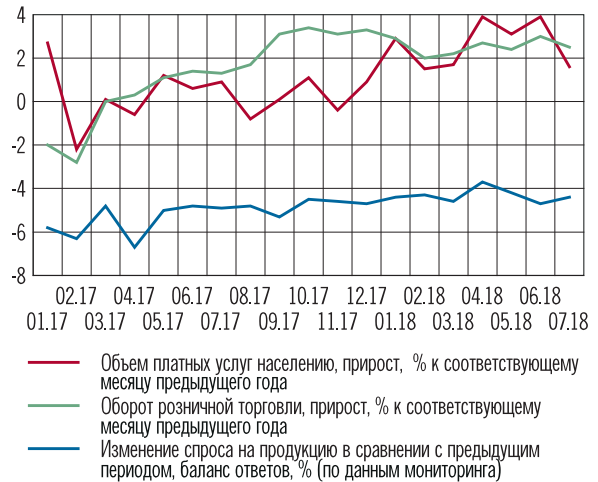
Источники: Банк России.

ски не носили выраженного характера: с февраля 2018 г. розничный товарооборот в округе не ускоряется, находясь на уровне ниже российского (при этом с мая в округе сокращаются доходы населения). Одновременно с ростом потребительского кредитования в общероссийском масштабе и на региональном уровне устойчиво увеличиваются депозиты населения, что отражает сохранение взвешенного подхода населения к сбережению и потреблению.

В кредитовании предприятий торговли в первом полугодии 2018 г. (в годовом сопоставлении) наметилось оживление. Однако сдерживающим фактором расширения этого сегмента в большинстве регионов остаются осторожные оценки предприятий относительно перспектив

Рисунок 4

Платные услуги, оборот розничной торговли (в годовом сопоставлении) и спрос на продукцию предприятий



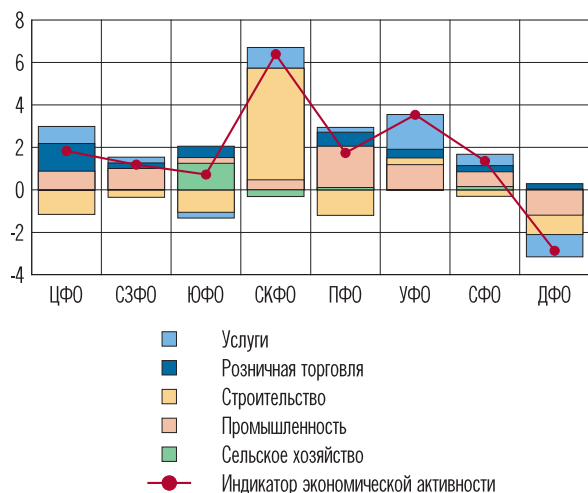
Источники: Росстат, Банк России.

расширения внутреннего спроса на их продукцию.

Экономический рост (в годовом выражении) в июне продолжился почти во всех округах, однако ситуация оставалась неоднородной в региональном разрезе (рис. 5, 6). Темпы роста промышленного производства были наибольшими в Приволжском и Уральском федеральных округах. На Урале рост обеспечила главным образом добыча полезных ископаемых (значительный прирост в ЯНАО и Тюменской области без АО), в ПФО – обрабатывающая промышленность (наиболее заметный прирост – в Оренбургской области и Республике Башкортостан). Наибольшей волатильность оставалась в округе

Рисунок 5

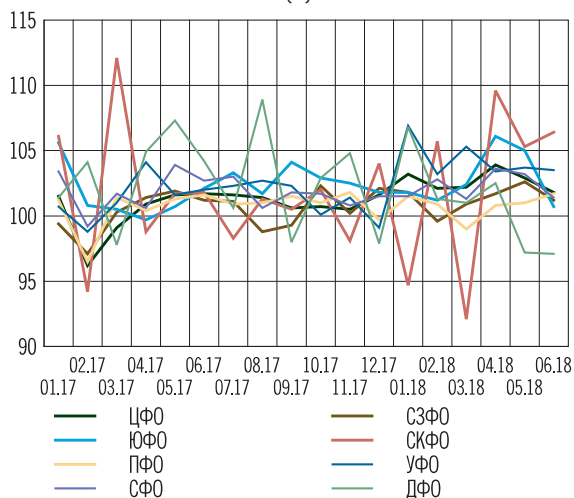
Индикатор экономической активности в июне 2018 г. (%)



Источники: Росстат, Банк России.

Индикатор экономической активности*, январь 2017 – июнь 2018 г. (в годовом сопоставлении)
(%)

Рисунок 6



* Индикаторы экономической активности рассчитываются как средневзвешенный темп основных видов экономической деятельности: добывающей промышленности, обрабатывающей промышленности, производства и распределения ЭГВ, сельского хозяйства, строительства, предоставления платных услуг населению, торговли. В качестве весов для расчета средней используются скорректированные веса соответствующих видов экономической деятельности в структуре валового регионального продукта (ВРП).
Источники: Росстат, Банк России.

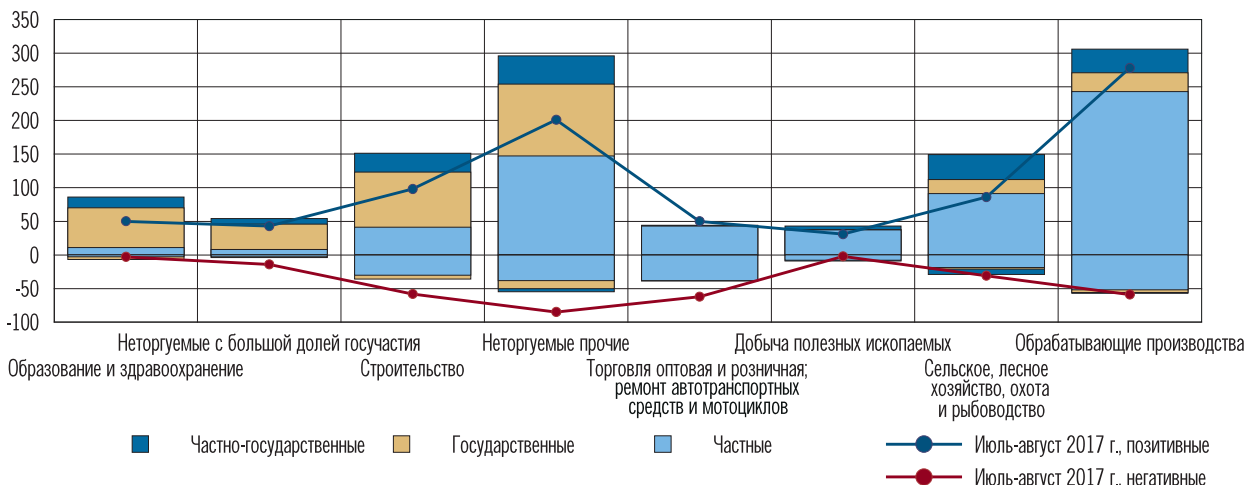
гах с меньшим размером экономики – Дальневосточном и Северо-Кавказском, где динамику в большей степени определяли краткосрочные локальные факторы. На Дальнем Востоке наибольший вклад в экономический спад внесла промышленность. Снижение промышленного производства в ДФО было обусловлено главным образом уменьшением объемов выпуска на одном из крупнейших авиастроитель-

ных предприятий – «КнААЗ им. Ю.А. Гагарина» в Хабаровском крае в связи с завершением работ по основным контрактам. На Северном Кавказе положительная динамика экономической активности определялась ростом строительной отрасли, который произошел за счет реализации небольшого числа проектов (промышленной и жилой недвижимости), являющихся относительно крупными в масштабе экономики округа. Значительная волатильность экономической динамики в СКФО и ДФО стабильно наблюдается в течение последних лет и связана с небольшими размерами их экономик, из-за чего локальные события в отдельных регионах существенно отражаются на показателях всего округа.

В общестрановом масштабе наметившийся в 2018 г. рост располагаемых доходов и повышение активности ипотечного кредитования, наблюдающиеся во всех регионах, пока не привели к значительному росту спроса на недвижимость со стороны населения. Сдерживающими факторами для строительной индустрии в целом остается умеренная инвестиционная активность и сформированный ранее относительно высокий уровень предложения. Кредитная поддержка строительных организаций в регионах со стороны банковского сектора в II квартале 2018 г. характеризовалась неустойчивой динамикой. Но в регионах Центрального и Южного федеральных округов динамика кредитования строительства заметно опережала

Количество инвестиционных сигналов по основному источнику финансирования в июле-августе 2018 г.
(в отрицательной зоне – негативные сигналы, в положительной – позитивные)

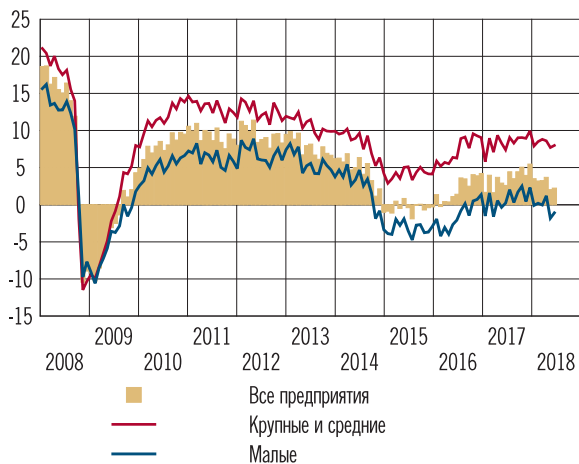
Рисунок 7



Источник: Банк России.

Индикатор бизнес-климата
(%)

Рисунок 8



Источник: Банк России.

среднероссийскую. Это в том числе было связано с ожидаемыми изменениями в федеральном законодательстве, регулирующем долевоестроительство, а также с мерами государственной поддержки (в том числе в ЮФО).

С реализацией проектов с государственным финансированием связано и улучшение информационно-новостного фона в отношении инвестиций в строительной отрасли (рис. 7). Заметная позитивная динамика инвестиционных сигналов наблюдалась также в обрабатываю-

щих производствах и сельском хозяйстве, где большая часть позитивных сигналов связана с частными проектами.

Динамика деловых настроений предприятий со второй половины 2016 г. не имеет выраженного позитивного или негативного тренда (рис. 8). Индикатор бизнес-климата (ИБК), рассчитанный на основе проводимого Банком России мониторинга предприятий², в июле несколько повысился после некоторого снижения месяцем ранее. При этом крупные и средние компании по-прежнему более оптимистично оценивают экономическую ситуацию, чем малый бизнес, ИБК для них находится на уровнях вблизи докризисных значений. Поддержку настроениям малого бизнеса в дальнейшем может оказать расширение кредитной активности: в II квартале 2018 г. положительная динамика корпоративного кредитования (в годовом выражении) для субъектов МСП наблюдалась в 61 регионе, для крупных предприятий – в 41. Позитивное влияние на динамику кредитования субъектов МСП оказывает в том числе реализуемая с начала 2018 г. Министерством экономического развития программа льготного кредитования субъектов МСП для поддержки проектов в приоритетных отраслях.

² Индикатор бизнес-климата (ИБК) отражает настроения бизнеса, как крупного, так и малого, на основе фактических и ожидаемых изменений объемов производства и спроса на продукцию отрасли.

Прогноз платежного баланса на 2018–2021 годы

По сравнению с предыдущим выпуском Доклада пересмотрена вверх траектория цены на нефть в базовом сценарии на протяжении всего прогнозного горизонта. Данное изменение и корректировка параметров прогноза ряда макроэкономических показателей оказали заметное влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса.

В базовом сценарии в 2018 г. теперь ожидается более высокая цена нефти (в среднем 69 долл. США за баррель), чем в предыдущем Докладе (67 долл. США за баррель). Пересмотр связан с более значительным сокращением добычи нефти в Венесуэле и более быстрым снижением добычи и экспорта в Иране, чем предполагалось ранее. Формированию цены нефти на более высоком уровне также способствовал более низкий объем поставок нефти из Ливии и Канады. Вместе с тем по-прежнему предполагается снижение цены нефти в условиях смягчения ограничений добычи в рамках договоренностей стран ОПЕК и вне ОПЕК, а также расширения предложения со стороны стран, не участвовавших в соглашении. Предполагается, что среднегодовая цена нефти опустится до 55 долл. США за баррель в 2020 г., а затем стабилизируется на этом уровне, что несколько выше, чем в июньском Докладе (50 долл. США за баррель в 2020 г.).

С учетом предпосылки о более высоких ценах на нефть по сравнению с базовым сценарием предыдущего Доклада был повышен прогноз экспорта и профицита счета текущих операций на всем прогнозируемом горизонте. Вместе с тем ожидается, что после роста в 2018 г. на фоне повышения мировых цен на сырьевые товары и чемпионата мира по футболу стоимостный объем экспорта товаров и услуг в 2019–2020 гг. уменьшится. Снижение цены нефти будет лишь частично компенсироваться расширением физического объема поставок энергоносителя в условиях наращивания добычи России и усиления внешнего спроса. В 2021 г., как предполагается, при стабилизации цен на нефть стоимостный объем экспорта товаров и услуг снова будет расти за счет расширения физического

объема поставок за границу. Поддержку экспорту могут оказать и меры Правительства по развитию несырьевого экспорта.

Прогноз импорта был понижен в связи с произошедшим ослаблением рубля и введенным запретом на экспорт ряда позиций из США в Россию. С учетом данных факторов, а также в связи с исчерпанием эффекта низкой базы в 2018–2019 гг. ожидается замедление роста импорта. В дальнейшем расширение импорта ускорится благодаря увеличению темпов роста российской экономики и правительственным мерам по повышению инвестиций, которые могут усилить спрос на инвестиционные товары, в том числе импортные.

Отрицательный баланс неторговых компонент счета текущих операций в 2018–2021 гг. увеличится за счет выплат в связи с привлечением иностранных инвестиций. Вместе с тем он останется невысоким ввиду произошедшего заметного сокращения внешнего долга и расходов по его обслуживанию по сравнению с 2014 годом.

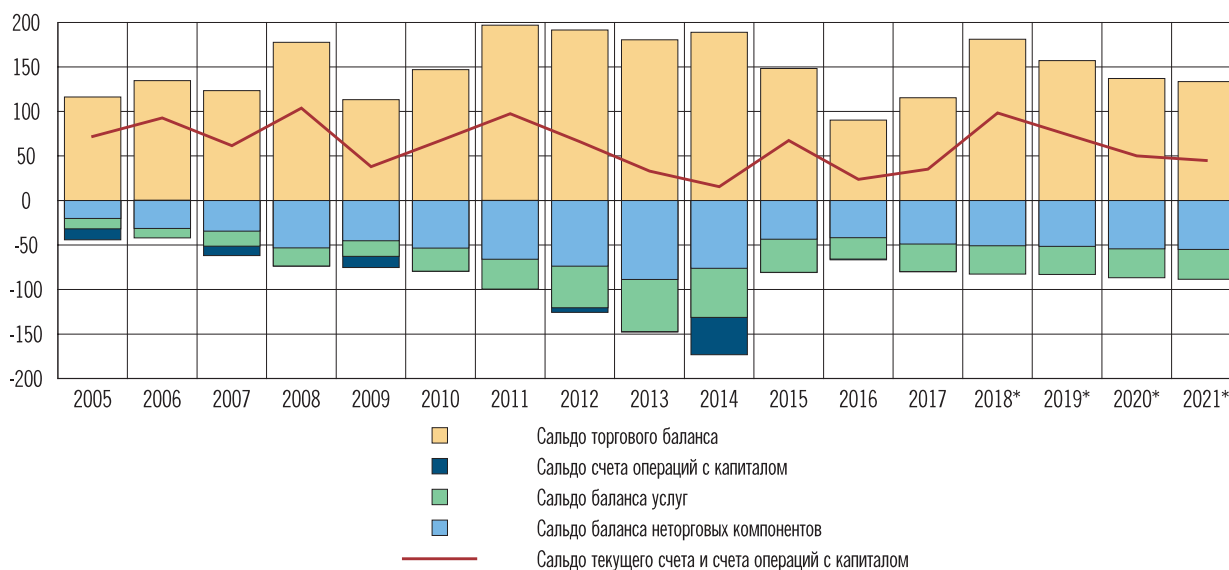
В результате после роста в 2018 г. до 6% ВВП профицит счета текущих операций уменьшится до 3% ВВП в 2020 г. за счет сжатия стоимостного объема экспорта при снижении цены нефти. В 2021 г. его положительное сальдо продолжит сокращаться в основном за счет опережающего по сравнению с экспортом роста импорта (рис. 1).

Чистое кредитование частным сектором России остального мира тоже уменьшится с 3% ВВП в 2018 г. до 1% ВВП в 2020 г. за счет ослабления спроса на иностранные активы прочих секторов на фоне снижения цен на нефть. В дальнейшем сальдо финансового счета по частному сектору стабилизируется около 1% ВВП. Спрос на иностранные активы хотя и усилится в условиях увеличения доходов компаний на фоне роста российской экономики, но останется умеренным.

Заметное уменьшение сальдо финансового счета по частному сектору в 2019 г. прогнозируется и за счет меньшего сокращения иностранных обязательств банков. В пользу этого свидетельствует уменьшение объема предстоящих выплат по внешнему долгу согласно графику. В 2020–2021 гг. ожидается небольшой рост иностранных обязательств частного сектора.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов счета текущих операций* (млрд долл. США)



* Прогноз по базовому сценарию.
Источник: Банк России.

Вместе с тем на фоне ужесточения санкционной риторики, воздействующей на настроения инвесторов, теперь ожидается более слабое привлечение компаниями иностранных инвестиций и более значительное сокращение иностранных обязательств банков, чем в базовом сценарии в июньском Докладе. Это в свою очередь отразилось в увеличении по сравнению с предыдущим Докладом прогнозируемого сальдо финансового счета по частному сектору.

По государственному сектору прогноз был тоже скорректирован, в основном на 2018 год. Интерес инвесторов к активам СФР ослаб в условиях ужесточения денежно-кредитной политики США, неблагоприятной ситуации в ряде стран и роста взаимных ограничений в международной торговле. Кроме того, усилились опасения расширения санкций в отношении России. На данном фоне в II квартале нерезиденты продавали суверенные ценные бумаги России на вторичном рынке. С учетом вышеизложенного в целом за 2018 г. теперь ожидается небольшое отрицательное сальдо³ финансового счета по государственному сектору и слабый приток иностранного капитала в последующие годы.

Прогноз роста резервов по сравнению с предыдущим Докладом понижен на 2018 г. с

учетом приостановки покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила до конца 2018 года. Вместе с тем прогноз увеличения резервов повышен на 2019–2021 гг. за счет более значительных регулярных покупок иностранной валюты для Министерства финансов на фоне более высоких цен на нефть. В условиях снижения цен на нефть ожидается, что рост резервов замедлится.

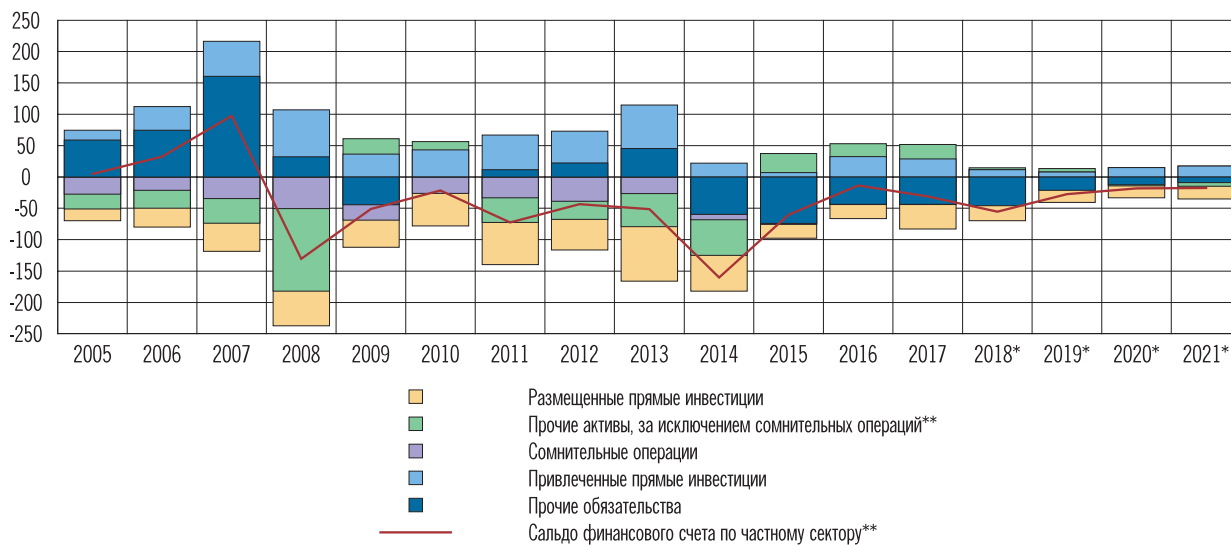
В сценарии с неизменными ценами на нефть предполагается сохранение среднегодовой цены на нефть около 70 долл. США за баррель на всем прогнозном горизонте. Благодаря более высоким ценам на нефть и темпам роста внешнего спроса стоимостный объем экспорта ожидается значительно выше, чем в базовом сценарии. В то же время немного более быстрый рост внутреннего спроса и более крепкий рубль приведут к большему расширению импорта. При опережающем по сравнению с импортом увеличении экспорта положительное сальдо торгового баланса и профицит счета текущих операций повысятся в 2018 г. и сформируются на более высоких уровнях до 2021 г. по сравнению с базовым сценарием.

В то же время чистое кредитование частным сектором России остального мира ожидается значительно выше, чем в базовом сценарии, за счет большего спроса российского частного сектора на иностранные активы. При более существен-

³ В знаках РПБ5.

Рисунок 2

Динамика основных компонентов финансового счета по частному сектору*
(млрд долл. США)



* Прогноз по базовому сценарию. В знаках РПБ5.

** Без учета задолженности по поставкам на основе межправительственных соглашений.

Источник: Банк России.

ных поступлений от внешней торговли у частного сектора будет больше средств для наращивания иностранных активов. Вместе с тем в условиях более высоких цен на нефть и темпов роста российской экономики повысится инвестиционная привлекательность российских активов. Это будет способствовать увеличению объемов привлечения внешнего финансирования. При более значительном росте иностранных активов по сравнению с обязательствами

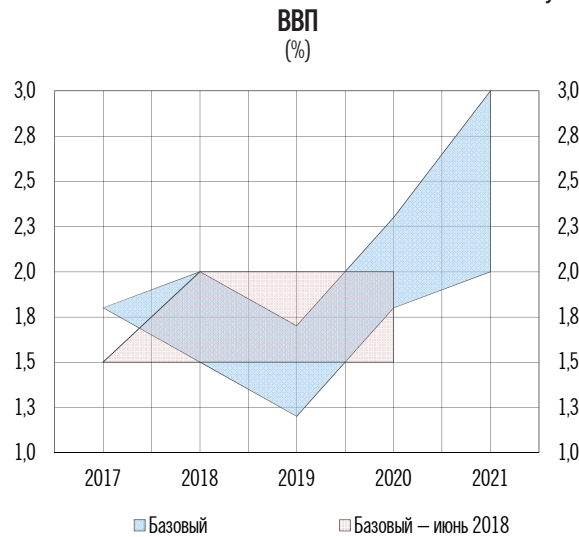
ожидается увеличение чистого кредитования частным сектором России остального мира к 2021 году.

Расширение резервов в данном сценарии с более высокими ценами на нефть прогнозируется более значительным, чем в базовом сценарии, за счет больших покупок валюты для Министерства финансов России в рамках бюджетного правила.

Пересмотр параметров базового прогноза в сентябре по сравнению с июнем

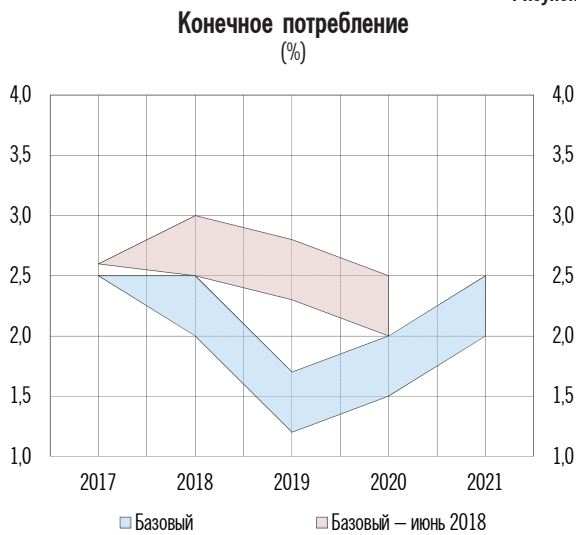
Темп прироста ВВП, в том числе в разбивке по компонентам использования

Рисунок 1



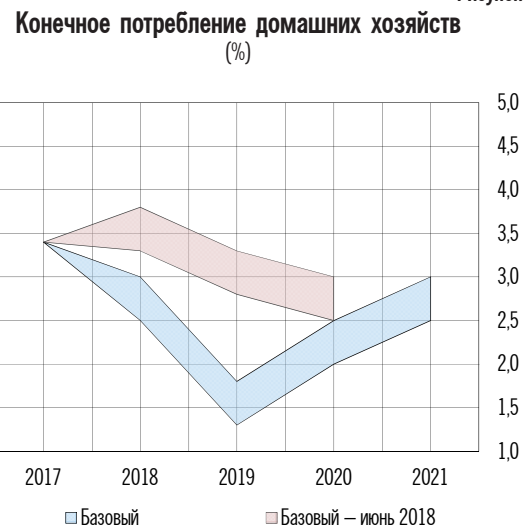
Источник: Банк России.

Рисунок 2



Источник: Банк России.

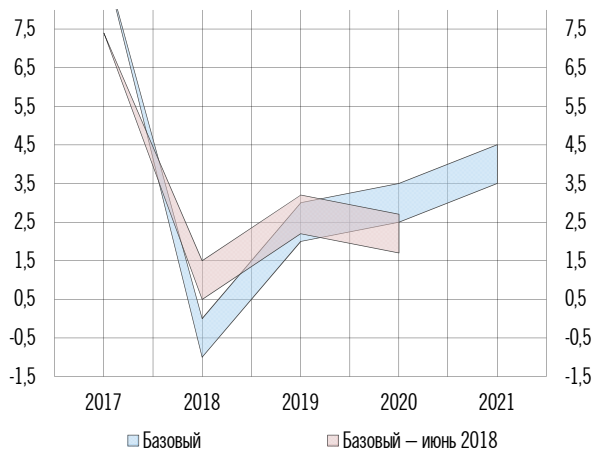
Рисунок 3



Источник: Банк России.

Рисунок 4

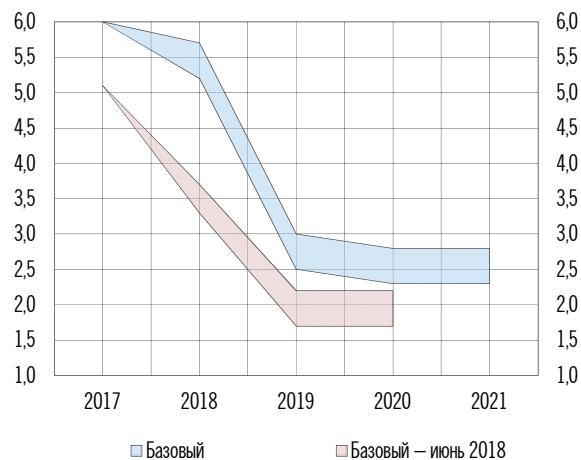
Валовое накопление (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 6

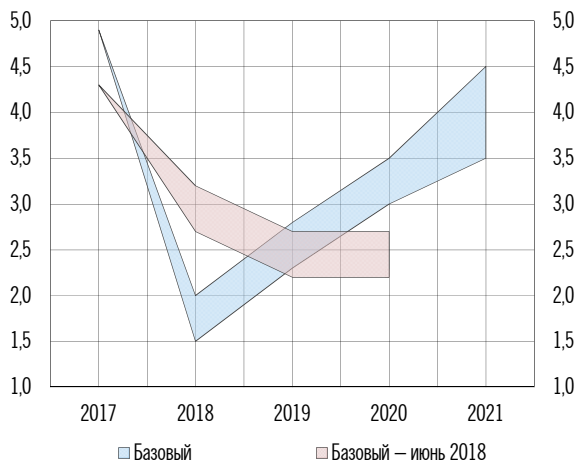
Экспорт (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 5

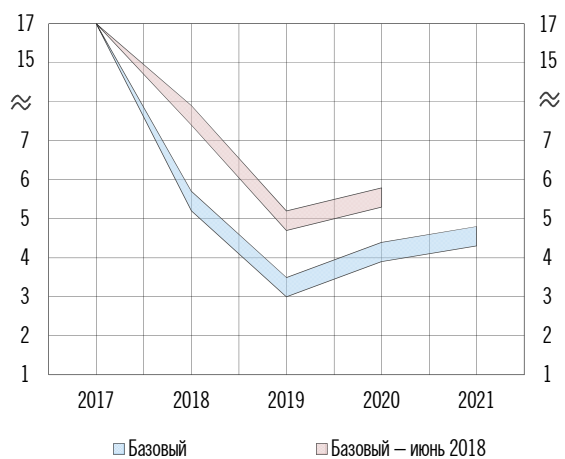
Валовое накопление основного капитала (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 7

Импорт (%)

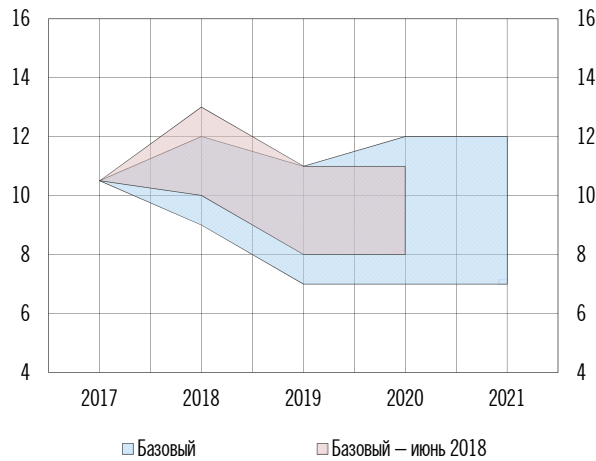


Источник: Банк России.

Динамика денежно-кредитных показателей

Рисунок 8

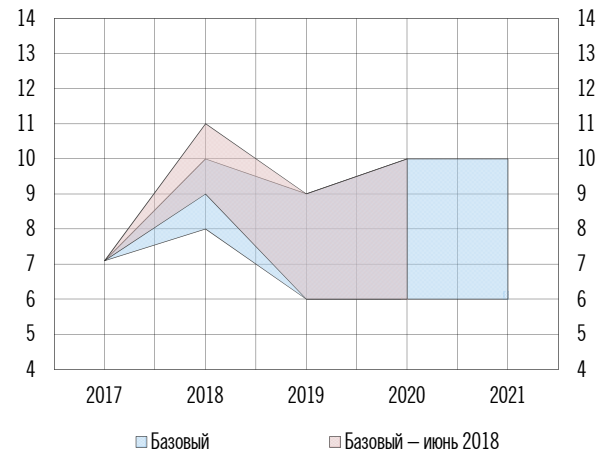
Денежная масса (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 10

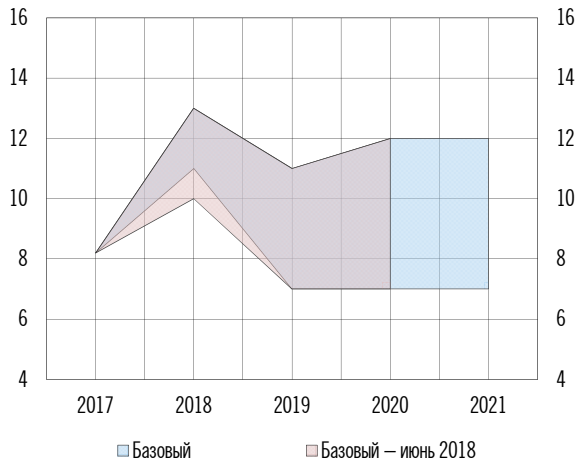
Требования к организациям (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 9

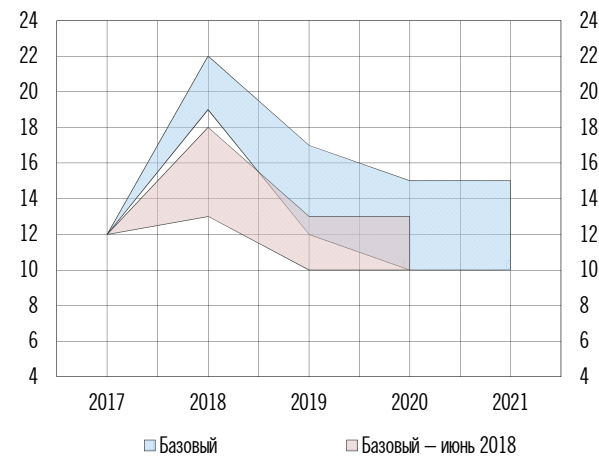
Требования к экономике (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 11

Требования к населению (%)

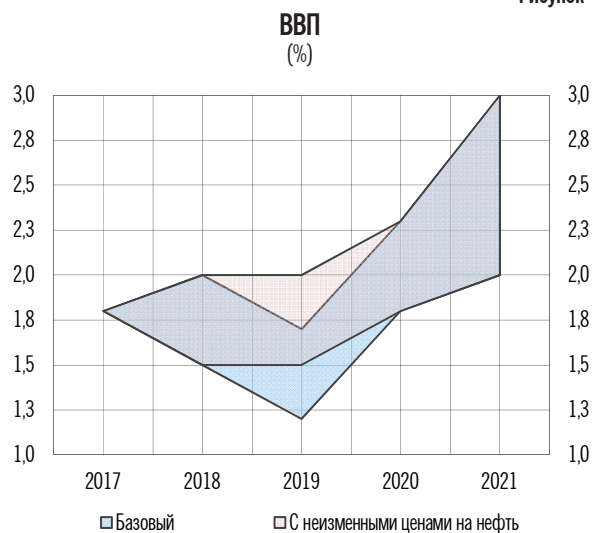


Источник: Банк России.

Сравнение параметров прогноза в базовом сценарии и сценарии с неизменными ценами на нефть

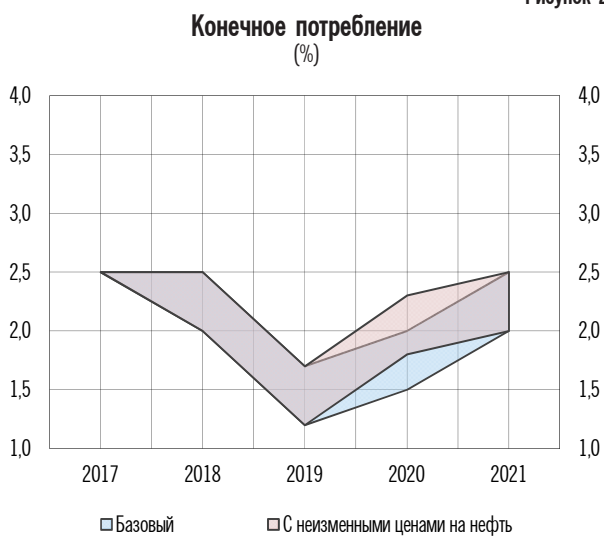
Темп прироста ВВП, в том числе в разбивке по компонентам использования

Рисунок 1



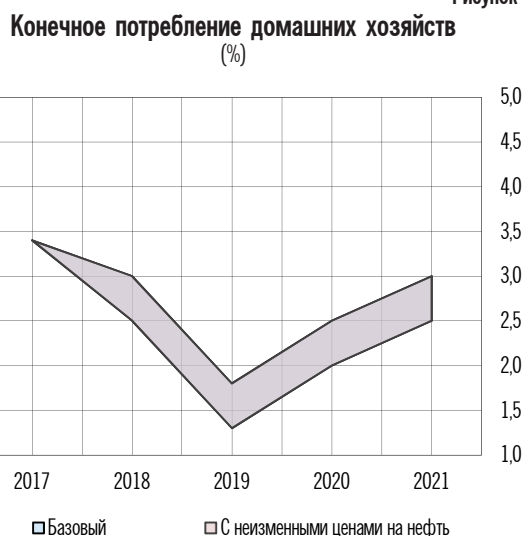
Источник: Банк России.

Рисунок 2



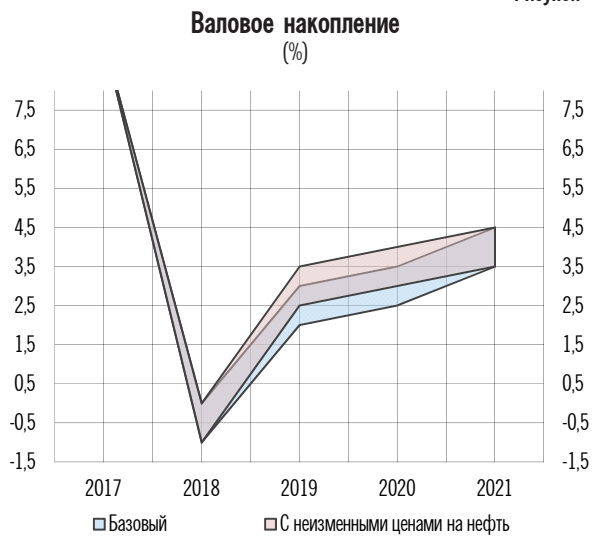
Источник: Банк России.

Рисунок 3



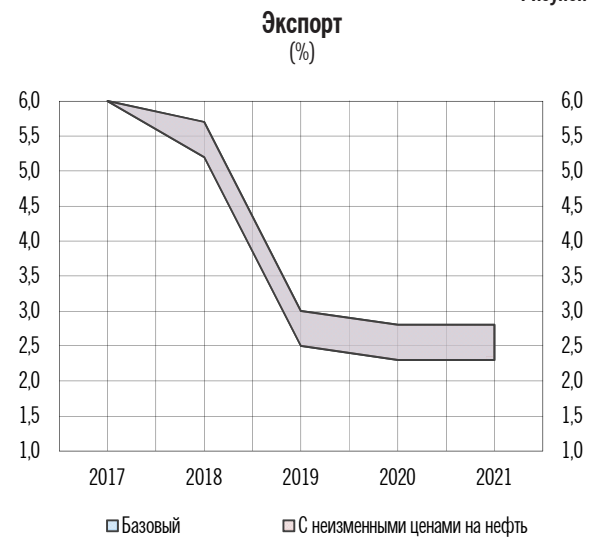
Источник: Банк России.

Рисунок 4



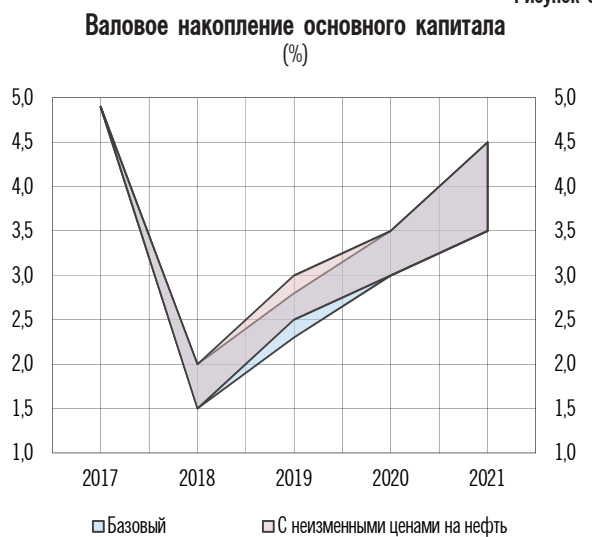
Источник: Банк России.

Рисунок 6



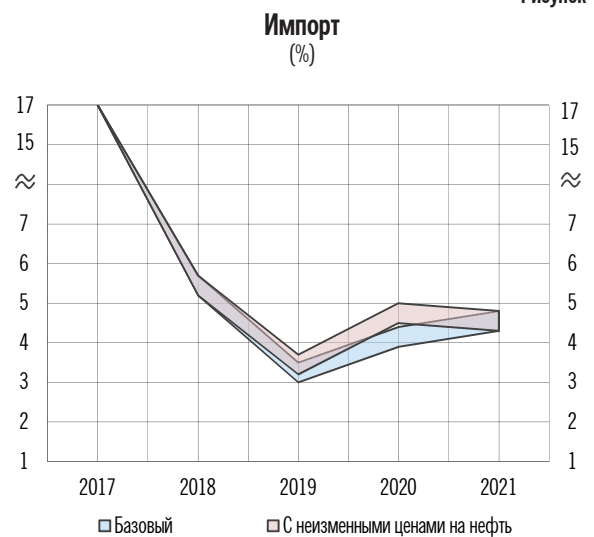
Источник: Банк России.

Рисунок 5



Источник: Банк России.

Рисунок 7



Источник: Банк России.

Динамика денежно-кредитных показателей

Рисунок 8

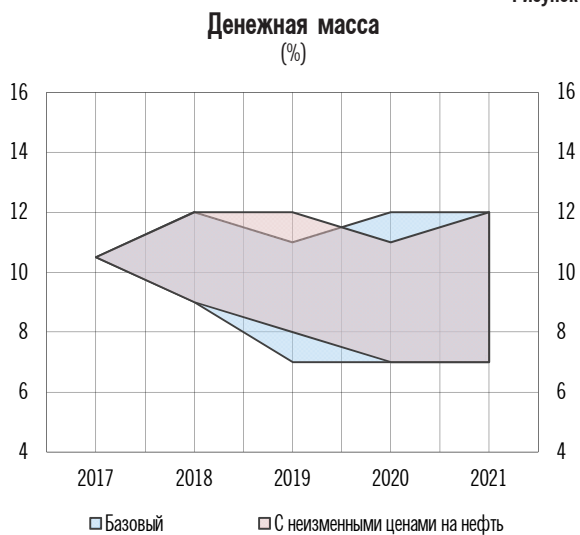
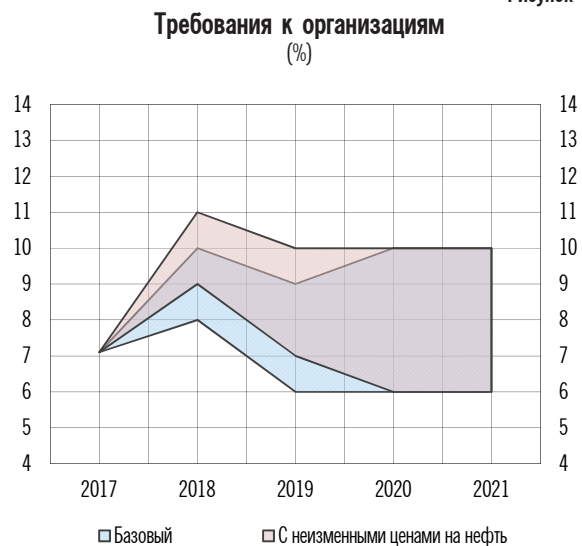


Рисунок 10



Источник: Банк России.

Источник: Банк России.

Рисунок 9

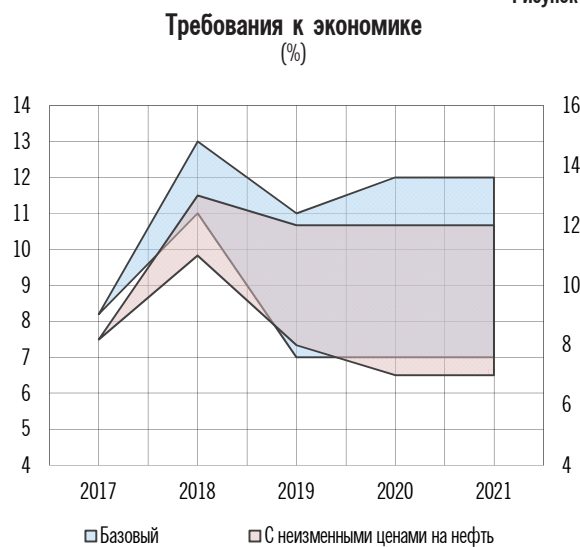
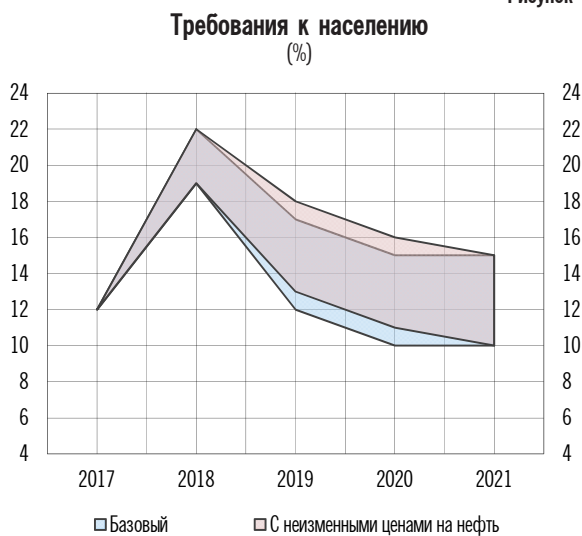


Рисунок 11



Источник: Банк России.

Источник: Банк России.

Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России

Таблица 1

Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России

Изменен временной регламент проведения расчетов по операциям Банка России	С 16 июля 2018 г. возврат Банком России средств по депозитным операциям осуществляется до 9:00 по местному времени (время работы главного управления Банка России, к которому относится соответствующий банковский счет кредитной организации). С 16 июля 2018 г. кредитным организациям к основному времени для погашения кредитов Банка России (с 16:00 до 17:00 по местному времени) предоставлено дополнительное время. Если кредитная организация намерена использовать высвобождающееся из залога обеспечение для получения в тот же день нового кредита, погашение кредита по запросу кредитной организации может быть осуществлено с 10:00 до 11:00 по местному времени (на основании обращения кредитной организации, поступившего в Банк России накануне дня погашения кредита)
Отменен прием неконкурентных заявок на депозитных аукционах Банка России	С 26 июля 2018 г. к участию в депозитных аукционах не принимаются заявки кредитных организаций без указания в них процентной ставки (то есть неконкурентные заявки). Данное решение в основном носит технический характер и направлено на упрощение процедуры сбора и удовлетворения заявок на депозитных аукционах
Повышены нормативы обязательных резервов	С 1 августа 2018 г. Банк России повысил на 1 п.п. нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в иностранной валюте: по обязательствам перед физическими лицами – до 7,00%; по обязательствам перед юридическими лицами – нерезидентами и иным обязательствам – до 8,00%. Решение направлено на дестимулирование роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных организаций.
Утверждены новые документы Банка России, регламентирующие проведение кредитных операций	С 1 октября 2018 г. в целях оптимизации порядка рефинансирования кредитных организаций вступят в силу Указание № 4801-У о предоставлении кредитов под обеспечение и Условия проведения операций по предоставлению и погашению кредитов, обеспеченных ценными бумагами или правами требования по кредитным договорам. С указанной даты Банк России прекратит предоставление кредитов в соответствии с Положением № 236-П и Положением № 312-П
Расширен Ломбардный список Банка России	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России 20 июня, 25 июля и 29 августа 2018 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включено 17 выпусков ценных бумаг

Таблица 2

Процентные ставки по операциям Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности

(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.2018	12.02.2018	26.03.2018	4.06.2018 ¹	С 17.09.2018 ¹
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт ¹ ; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные рыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) ² ; операции репо	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	Ключевая ставка + 1,00	Ключевая ставка + 1,00
			От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	Ключевая ставка + 1,75	Ключевая ставка + 1,75
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных рыночными активами ³	3 месяца	Ежемесячно ⁴	8,00	7,75	7,50	Ключевая ставка + 0,25	Ключевая ставка + 0,25
			1 неделя		Еженедельно ⁵				
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы «валютный своп» (рублевая часть) ²	От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁶	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)
			От 1 до 2 дней						
	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	1 неделя	Еженедельно ⁶					
			3 месяца		Нерегулярно				
Операции постоянного действия	Депозитные операции		1 день ⁷	Ежедневно	6,75	6,50	6,25	Ключевая ставка – 1,00	Ключевая ставка – 1,00

¹ С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спредов к ключевой ставке.

² С 23 декабря 2016 г. ставки по валютной части установлены равными ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США или евро (в зависимости от используемой в сделках валюты).

³ Операции, которые проводятся по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

⁴ Операции не проводятся с апреля 2016 года.

⁵ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион repo, либо депозитный аукцион. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm.

⁶ Операции «тонкой настройки».

⁷ До 16 мая 2018 г. также «до востребования». С 17 мая 2018 г. Банк России проводит с кредитными организациями только депозитные операции овернайт.

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

Источник: Банк России.

Таблица 3

Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования¹
(% годовых)

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	На	С	С	С
Крупные инвестиционные проекты ²	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	1.01.18	12.02.18	26.03.18	С
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	6,75	6,50	6,25	Меньшая из двух величин: 9,00% годовых или ключевая ставка Банка России, уменьшенная на 1,00 процентного пункта
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговыми компаниями	6,75	6,50	6,50	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСП» ³	6,50	6,50	6,50	Меньшая из двух величин: 6,50% годовых или ключевая ставка Банка России
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ⁴	6,50	6,50	6,50	
		Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства				
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	7,75	7,50	7,25	Ключевая ставка Банка России

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами. Специализированные механизмы рефинансирования являются временными, то есть будут действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и прелятьствовывать достижению ее основной цели — обеспечению ценовой стабильности.

² С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спредов к ключевой ставке.

³ Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 «Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

⁴ Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям — партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговыми компаниям — партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления имущества и имущества в лизинг субъектам МСП.

Источник: Банк России.

Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.				
					На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.09.18
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,8	14,6	14,4
		Ломбардные кредиты			0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			37,8	0,0	0,0	0,0	0,0
		Операции репо			593,9	3,6	6,5	2,4	3,3
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами			626,3	5,5	30,1	5,4	9,5
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно ¹	215,6	0,0	0,0	0,0	0,0
			18 месяцев	Нерегулярно ²					
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней						
			Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней					
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ³	396,9	2 124,9	2 520,6	2 389,1	2 066,2
			1 неделя						
	Операции постоянного действия	Аукционы по размещению и доразмещению ОБР ⁵	3 месяца	Нерегулярно	-	357,0	1 139,1	1 123,0	1 416,2
			Депозитные операции	1 день ⁶	Ежедневно	388,3	246,8	264,6	329,1

¹ Операции не проводятся с апреля 2016 года.

² С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.

³ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

⁴ Операции «тонкой настройки».

⁵ В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, объем ОБР в обращении указывается с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день.

⁶ До 16 мая 2018 г. также «до востребования». С 17 мая 2018 г. Банк России проводит с кредитными организациями только депозитные операции овернайт.

Источник: Банк России.

Таблица 2

Нормативы обязательных резервов
(%)

Вид обязательств	Дата действия		
	1.01.17–30.11.17	1.12.17–31.07.18	С 1.08.18
Для банков и небанковских кредитных организаций			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	5,00	x	x
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	6,00	x	x
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	x	x
По иным обязательствам в иностранной валюте			
Для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	x	5,00	5,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	x	6,00	7,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	x	7,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте			
Для банков с базовой лицензией			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	x	1,00	1,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации		5,00	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	x	6,00	7,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	x	7,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте			

Источник: Банк России.

Таблица 3

Коэффициент усреднения обязательных резервов

Вид кредитных организаций	
Для банков с универсальной лицензией, с базовой лицензией	0,8
Для небанковских кредитных организаций	1,0

Источник: Банк России.

Таблица 4

Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота ¹	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR ² , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» ³ , % годовых	Требования Банка России, млн долл. США ⁴				
				С 23.12.16	На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	2 635,2	0,0	0,0	0,0	0,0
	28 дней			8 719,9	0,0	0,0	0,0	0,0
	12 месяцев			3,00	26,2	0,0	0,0	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		3,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1 000,0	2 490,7	0,0	229,0	0,0

¹ Кредитные аукционы и аукционы репо на срок 12 месяцев в 2017 г. и в январе-августе 2018 г. не проводились, проведение регулярных аукционов репо на сроки 7 и 28 дней прекращено с 11 сентября 2017 года.

² В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

³ Ставка по рублевой части соответствует ключевой ставке Банка России, уменьшенной на 1 процентный пункт.

⁴ По сделкам репо – требования к кредитным организациям по второй части сделок.

Источник: Банк России.

Таблица 5

Специализированные механизмы рефинансирования Банка России¹

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Обеспечение	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.					Лимит на 1.09.18, млрд руб.
			На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.09.18	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСПАР»	43,4	47,4	46,4	48,8	49,5	75,00
Крупные инвестиционные проекты ²	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	112,6	108,3	104,7	105,7	104,2	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ³	43,1	18,3	14,7	12,2	9,8	175,00
		Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	48,2	81,5	81,4	78,7	76,4	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	29,3	29,3	21,9	21,7	9,7	30,0

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами. Специализированные механизмы рефинансирования являются временными, то есть будут действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

² Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 года № 1016 «Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 года № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

³ Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП), а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям – партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

Источник: Банк России.

Таблица 6

Ставки денежно-кредитной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	2,0	0,20
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	0	3,4	1,30
Чехия	Репо (2 недели)	1,25	02.08.2018	1,00	0,25	4	2,3	-0,20
Румыния	Базовая ставка	2,50	07.05.2018	2,25	0,25	3	4,6	3,14
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	0	3,5	2,20
Сербия	Ключевая политическая ставка	3,00	12.04.2018	3,25	-0,25	4	2,4	-0,80
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	1,4	2,10
Бразилия	Целевая ставка	6,50	21.03.2018	6,75	-0,25	4	4,2	1,73
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	2,50	18.05.2017	2,75	-0,25	0	2,7	1,00
Ориентир – кредиты (1 год)		4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0		
Ориентир – депозиты (1 год)		1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0		
Китай	Норматив резервов	15,50	05.07.2018	16,00	-0,50	2	2,1	0,70
Индия	Обратное репо	6,50	01.08.2018	6,25	0,25	2	4,2	1,81
	Репо	6,25	01.08.2018	6,00	0,25	2		
Индонезия	Целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	0	3,2	-0,62
Корея	Базовая ставка	1,50	30.11.2017	1,25	0,25	1	1,4	-1,20
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,25	25.01.2018	3,00	0,25	1	0,9	-2,30
Мексика	Целевая ставка	7,75	21.06.2018	7,50	0,25	3	4,8	-1,63
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	4,00	10.08.2018	3,50	0,50	3	6,4	3,80
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	7,25	26.03.2018	7,50	-0,25	5	3,1	-0,20
ЮАР	Ставка репо	6,50	28.03.2018	6,75	-0,25	1	5,1	0,50
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	1,6	1,30
Турция	Репо (7 дней)	24,00	13.09.2018	17,75	6,25	3	17,9	7,22
ВИП/ВФН/И								
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	2,00	13.06.2018	1,75	0,25	3	2,9	1,20
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	16.03.2016	0,05	-0,05	0	2,0	0,50
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,75	02.08.2018	0,50	0,25	2	2,5	-0,10
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,9	0,50
Канада	Целевая ставка – овернайт	1,50	11.07.2018	1,25	0,25	2	3,0	1,80
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	0	2,1	0,20
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	0	1,5	-0,20
Дания	Ориентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	0,9	-0,60
	Депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	0		
Швейцария	3М LIBOR – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	1,2	0,70
	3М LIBOR – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	0	2,2	-0,14
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	0	3,0	1,50

Примечание. По данным на 7.09.2018, цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (05.06.2018).
Источник: Bloomberg.

ГЛОССАРИЙ

Адаптивные ожидания

Ожидания, которые в большей степени зависят от прошлых значений инфляции, чем от факторов, влияющих на ее будущую динамику. При стабильном снижении инфляции адаптивные ожидания будут превышать ее фактический уровень.

Базисная инфляция

Показатели базисной инфляции (underlying inflation) – расчетные показатели, отражающие темпы изменения цен на основную массу товаров и услуг, входящих в корзину для расчета индекса потребительских цен, которые складываются под влиянием общеэкономических факторов и исключают влияние разовых событий. Базовая инфляция, публикуемая Росстатом, и трендовая инфляция, публикуемая Банком России, могут быть отнесены к этой группе показателей.

Базовая инфляция

Инфляция, измеренная 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 (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, большинство жилищно-коммунальных услуг).

Валовой кредит Банка России

Включает кредиты, предоставленные Банком России кредитным организациям (в том числе банкам с отозванной лицензией), просроченную задолженность и просроченные проценты по кредитам, средства, предоставленные Банком России кредитным организациям посредством операций репо, а также сделок «валютный своп» по покупке долларов США и евро за рубли.

Денежная масса

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (см. статьи «Денежный агрегат М1», «Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)», «Широкая денежная масса (денежный агрегат М2Х)»).

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

Сумма наличных денег в обращении 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.

Денежный агрегат М1

Сумма наличных денег в обращении 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), открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

Долларизация депозитов

Доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов банковского сектора.

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

Задолженность кредитных организаций по кредитам, предоставленным Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям репо, а также сделкам «валютный своп» по покупке долларов США и евро за рубли.

Импортозамещение

Замещение импортных товаров продукцией отечественного производства, в результате чего доля отечественной продукции на внутреннем рынке растет.

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

Индекс номинального эффективного курса рубля

Индекс номинального эффективного курса рубля отражает динамику курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. Рассчитывается как средневзвешенное изменение номинальных курсов рубля к валютам этих стран. В качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами.

Индекс реального эффективного курса рубля

Рассчитывается как средневзвешенное изменение реального курса рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России. При этом реальный курс рубля к иностранной валюте рассчитывается с учетом номинального курса рубля к данной валюте и соотношения уровня цен в России и соответствующей стране. При расчете реального эффективного курса в качестве весов используются доли внешнеторгового оборота России с каждой из этих стран в совокупном внешнеторговом обороте России со странами – основными торговыми партнерами. Индекс реального эффективного курса рубля отражает изменение конкурентоспособности российских товаров относительно товаров стран – основных торговых партнеров.

Индекс условий банковского кредитования

Обобщающий показатель изменения условий банковского кредитования, который рассчитывается Банком России по результатам ежеквартального обследования ведущих российских банков – участников кредитного рынка следующим образом: (доля банков, сообщивших о существенном ужесточении условий кредитования, %) + 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном ужесточении условий кредитования, %) – 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, %) – (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, %). Измеряется в процентных пунктах.

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/развивающимся странам) и «мировой» индекс.

Индексы PMI

Индикаторы деловой активности, определяемые по результатам опроса компаний обрабатывающей промышленности и (или) сферы услуг. Семейство индексов PMI характеризует динамику следующих аспектов делового климата: объем выпуска (для сферы услуг – деловая активность), количество заказов, количество экспортных заказов, незавершенное производство, запасы готовой продукции, запасы сырья, закупки сырья, скорость поставок сырья, численность занятых, отгрузочные цены (для сферы услуг – цены продажи), закупочные цены, ожидания выпуска через год (для сферы услуг). Значения индексов PMI выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже – ее снижение.

Инфляционные риски

Риски обесценения активов или доходов в результате роста цен.

Инфляционные ожидания

Предполагаемые, прогнозируемые, ожидаемые уровни инфляции, основываясь на которых домашние хозяйства, компании и участники финансового рынка принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам).

Ключевая ставка Банка России

Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя. Устанавливается Советом директоров Банка России.

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

Основа системы процентных ставок Банка России. Процентный коридор имеет следующую структуру: центр коридора задается ключевой ставкой Банка России; верхняя и нижняя границы, симметричные относительно ключевой ставки, формируются процентными ставками по операциям постоянного действия на срок 1 день (деPOSITНЫМ операциям и операциям рефинансирования).

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

Страховой контракт, предоставляющий защиту от дефолта по базовым обязательствам (суверенным или корпоративным ценным бумагам с фиксированной доходностью). Это кредитный дериватив, позволяющий покупателю контракта приобрести страховку от некоего кредитного события эмитента базового обязательства путем оплаты аннуитетной премии (CDS-спреда) продавцу страховки.

Ликвидность банковского сектора

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежных операций и выполнения резервных требований.

Ломбардный список Банка России

Перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования Банка России.

Неторгуемый сектор экономики

Сектор экономики, который включает распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, оптовую и розничную торговлю, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовую деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренду и предоставление услуг, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

Неценовые условия банковского кредитования

Условия банковского кредитования, которые включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, дополнительные комиссии, спектр направлений кредитования. Оцениваются по результатам опроса кредитных организаций Банком России.

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

Рассчитывается Росстатом на основе ежеквартальных обследований как среднеарифметическое значение пяти частных индексов: произошедших и ожидаемых изменений личного материального положения, произошедших и ожидаемых изменений экономической ситуации в России, благоприятности условий для крупных покупок. Частные индексы рассчитываются на основе сведения баланса оценок респондентов (в процентах). Баланс оценок представляет собой разность между суммой долей (в процентах) определенно положительных и 1/2 скорее положительных ответов и суммой долей (в процентах) отрицательных и 1/2 скорее отрицательных ответов. Нейтральные ответы не принимаются во внимание.

Обязательные резервы

Средства, поддерживаемые кредитными организациями на корреспондентских счетах в Банке России и счетах по учету обязательных резервов с целью выполнения обязательных резервных требований. К обязательным резервным требованиям относятся нормативы обязательных резервов и коэффициент усреднения обязательных резервов.

Операции на открытом рынке

Операции Банка России по регулированию объема ликвидности банковского сектора. Включают операции на возвратной основе, которые не являются операциями постоянного действия и проводятся с выставлением Банком России конкретного объема предложения (обычно на аукционах), а также все операции по прямой покупке/продаже ценных бумаг, иностранной валюты, золота.

Операции постоянного действия

Операции предоставления и абсорбирования ликвидности, проводимые Банком России по инициативе кредитных организаций.

Операция репо

Сделка, состоящая из двух частей: одна сторона сделки продает ценные бумаги другой стороне, получая за них денежные средства, а затем, по истечении определенного срока, выкупает их обратно по заранее установленной цене. Операции репо Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях и иностранной валюте в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

Относительная цена

Цена одного товара (товарной группы), измеренная в сравнении с ценой на другой товар (товарную группу), принятой за единицу.

Параллельный банковский сектор

Финансовые посредники, осуществляющие кредитное посредничество, деятельность которых не регулируется банковским законодательством.

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

Процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России. В случае принятия Советом директоров Банка России решения об изменении ключевой ставки с соответствующей даты по ранее предоставленным по плавающей ставке кредитам применяется процентная ставка, скорректированная на величину изменения ключевой ставки.

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Режим плавающего валютного курса

По действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса 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.

Режим таргетирования инфляции

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности, то есть достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции. В рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен центральный банк. Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки. Решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции. При этом важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

Спред по CDS

Премия, с определенной периодичностью выплачиваемая покупателем CDS продавцу, как правило, выраженная в базисных пунктах от номинала долга.

Средства расширенного правительства на счетах в Банке России

Средства на счетах в Банке России по учету средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов, государственных внебюджетных фондов и внебюджетных фондов субъектов Российской Федерации и местных органов власти.

Структурные преобразования

Преобразования, которые ведут к изменению структуры экономики и факторов ее роста, а также повышению производительности труда, внедрению новых технологий.

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.

Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета

Элементы бюджета, не зависящие от фазы бизнес-цикла и определяемые решениями органов государственного управления. Совокупный дефицит бюджета, очищенный от нефтегазовых поступлений, чистых процентных платежей, однократных зачислений в бюджет и элементов, зависящих напрямую от изменения экономической активности.

Текущий дефицит/профицит ликвидности

Превышение спросом банковского сектора на ликвидность ее предложения в текущий день. Обратная ситуация – превышение предложением банковской ликвидности спроса на нее в конкретный день – представляет собой текущий профицит ликвидности.

Торгуемый сектор экономики

Сектор экономики, который включает сельское хозяйство, охоту и лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство, добычу полезных ископаемых, обрабатывающие производства.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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 следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов.

Трендовая инфляция

Показатель инфляции, очищенный от нерелевантных для денежно-кредитной политики шоков. Показатель трендовой инфляции, используемый Банком России, рассчитывается с помощью динамических факторных моделей.

Условия внешней торговли

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

Усреднение обязательных резервов

Право кредитной организации на выполнение установленных Банком России нормативов обязательных резервов за счет поддержания доли обязательных резервов, не превышающей коэффициент усреднения, на корреспондентском счете в Банке России в среднем в течение установленного периода.

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

Изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К факторам формирования ликвидности относятся изменение объема наличных денег в обращении и остатков на счетах расширенного правительства в Банке России, операции Банка России на внутреннем валютном рынке (кроме операций, направленных на регулирование ликвидности банковского сектора), а также изменение объема обязательных резервов, депонированных кредитными организациями на счетах по учету обязательных резервов в Банке России.

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.

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

Совокупное сальдо операций субъектов частного сектора с иностранными активами и обязательствами, отражаемых в финансовом счете платежного баланса.

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

Валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязатель-

ных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости), а также требований кредитных организаций к Банку России по рублевой части операций «валютный своп» по предоставлению долларов США за рубли.

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

Сумма наличных денег в обращении 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 и иностранной валюте, а также начисленные проценты по ним.

Carry trade

Стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынков с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки.

Macro Risk Index

Рассчитываемый Ситибанком индекс, отражающий восприятие инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках. Индекс нормируется таким образом, что его значения составляют от 0 (низкий уровень риска) до 1 (высокий уровень риска). Индекс рассчитывается на основе исторической динамики спредов доходностей государственных еврооблигаций развивающихся стран к доходностям государственных облигаций США, кредитных спредов по корпоративным облигациям в США, ставок по свопам на денежном рынке США, вмененных волатильностей обменных курсов, фондовых индексов и процентных ставок.

VIX

Рассчитываемый Чикагской биржей опционов (Chicago Board Options Exchange) индекс ожидаемой 30-дневной волатильности фондового индекса S&P 500. VIX рассчитывается как взвешенная средняя премий по опционам Call и Put на индекс S&P 500 с большим диапазоном цен исполнения.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

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

ВПК – военно-промышленный комплекс

ВРП – валовой региональный продукт

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

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

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

НДС – налог на добавленную стоимость

НКООДХ – некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОБР – облигации Банка России

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федерального займа

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

- ОЭСР** – Организация экономического сотрудничества и развития
- ПАО** – публичное акционерное общество
- 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»
- СНС** – система национальных счетов
- СФР** – страны с формирующимися рынками
- УБК** – условия банковского кредитования
- УК** – управляющая компания
- ФАО** (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
- ФБ ММВБ** – Фондовая биржа ММВБ
- ФГУП** – Федеральное государственное унитарное предприятие
- ФРС** – Федеральная резервная система США
- ФТС** – Федеральная таможенная служба
- Cbonds-Muni** – индекс доходности региональных облигаций
- Cbonds IFX–Cbonds** – индекс доходности корпоративных облигаций
- 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)
- MTVECM, TVECM** – Momentum Threshold Vector Error Correction Model, Threshold Vector Error Correction Model (пороговая векторная модель коррекции ошибками)
- PMI** – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)
- RGBEY** – Russian Government Bonds Effective Yield until Redemption (эффективная доходность к погашению государственных облигаций России, рассчитываемая ПАО Московская Биржа)
- RUONIA** – Ruble OverNight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка облигаций, рассчитываемая Cbonds)
- TVP FAVAR** – Time-Varying Parameter Factor-Augmented Vector Auto-Regression (факторная модель векторной авторегрессии с меняющимися параметрами)
- VECM** – Vector Error Correction Model (векторная модель коррекции ошибками)

