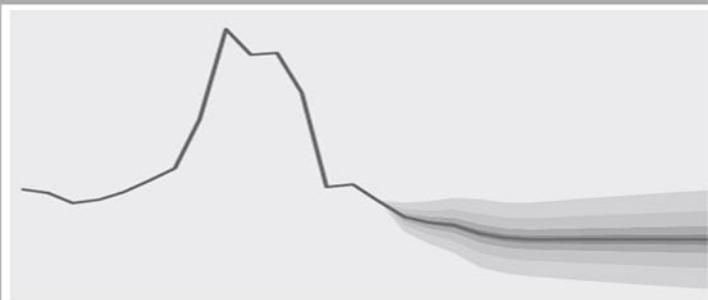




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 2  
ИЮНЬ 2018

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

МОСКВА

## 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 9.06.2018.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 9.06.2018 (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 на официальном сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/publ/>).

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

# Содержание

РЕЗЮМЕ .....	2
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....	5
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ.....	23
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	36
<i>Динамика основных статей платежного баланса России     в I квартале 2018 года .....</i>	<i>36</i>
<i>Экономическое положение регионов России.....</i>	<i>38</i>
<i>Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы.....</i>	<i>41</i>
<i>Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики     и иные меры Банка России.....</i>	<i>44</i>
<i>Статистические таблицы .....</i>	<i>47</i>
ГЛОССАРИЙ .....	51
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	58

## РЕЗЮМЕ

*В марте-мае 2018 г. произошли изменения в части внешних и внутренних экономических условий, которые отразились как на краткосрочных, так и среднесрочных прогнозах инфляции и некоторых других макроэкономических показателей.*

*Основным фактором уточнения среднесрочного прогноза инфляции по сравнению с Докладом о денежно-кредитной политике за март 2018 г., № 1 (21) (далее – Доклад) стало анонсированное 14 июня решение о повышении налога на добавленную стоимость в 2019 году. Данная мера окажет влияние на динамику потребительских цен в следующем году, а также может иметь эффект уже в текущем году через инфляционные ожидания и опережающую подстройку цен.*

*Изменения условий функционирования российской экономики в марте-мае 2018 г. были связаны с действием внешних факторов: развитием ситуации на товарных и финансовых рынках и изменением геополитической конъюнктуры.*

*Во-первых, с учетом произошедшего более значительного по масштабу и более устойчивого, чем ожидал Банк России, повышения мировых цен на нефть уточнен прогноз по ним на 2018 г. в рамках двух сценариев развития экономики. За горизонтом 2018 г. ожидания по ценам на нефть не изменились по сравнению с мартовским Докладом. Банк России рассматривает в качестве основы для принятия решения по ключевой ставке базовый сценарий развития экономики, предполагающий постепенное снижение среднегодовых цен на нефть с \$67 за баррель в 2018 г. до 55 и \$50 за баррель в 2019 и 2020 гг. соответственно. В дополнение к базовому сценарию пространство вариантов решений формирует сценарий с сохранением цен на нефть вблизи уровней, сложившихся в марте-мае 2018 г. (сценарий с неизменными ценами на нефть). Пересмотр предпосылок по ценам на нефть, как и в рамках мартовского Доклада, не оказал существенного влияния на траектории основных макроэкономических показателей, что обусловлено возросшей устойчивостью российской экономики к изменению внешних условий, в том числе благодаря действию механизма бюджетного правила.*

*Во-вторых, в условиях произошедшего в апреле расширения санкций в отношении России в базовом сценарии ожидается несколько более высокий уровень рискованной премии на Россию, чем в мартовском прогнозе. Указанные внешние факторы уже нашли отражение в динамике инфляции в апреле-мае. Годовые темпы роста цен в II квартале 2018 г. складывались несколько выше прогноза мартовского Доклада. Расширение внешних санкций определило более слабый, чем ожидалось, валютный курс. Масштаб переноса его влияния во внутренние цены оказался меньше, чем можно было ожидать с учетом истории сопоставимых эпизодов роста курсовой волатильности, однако то, насколько этот эффект будет растянутым во времени, покажут ближайшие месяцы. Существенное повышение мировых цен на нефть наряду с ростом акцизов в начале года оказывало повышательное давление на внутренние цены моторного топлива.*

*Вместе с тем в целом инфляционное давление в российской экономике в весенние месяцы 2018 г. оставалось небольшим. В марте-мае годовая инфляция незначительно повысилась и составила 2,4% после 2,2% в январе-феврале. Годовые темпы роста цен на непродовольственные товары составляли около 2%. Рост продовольственных цен продолжало сдерживать высокое предложение продукции сельского хозяйства на внутренних рынках. Действие этого фактора в II квартале оставалось более выраженным, чем ожидалось, но в течение 2018 г. оно будет постепенно исчерпываться по мере поступления на рынки продукции нового урожая. Инфляция услуг, как*

и ожидалось, оставалась вблизи уровня 4%, в том числе с учетом выполнения планов по индексации регулируемых цен и тарифов.

Реакция инфляционных ожиданий на произошедшее в апреле повышение волатильности курса рубля и внешних рынков в целом была достаточно умеренной. Рост цен на бензин оказал более значимое влияние на инфляционные ожидания, чем изменение валютного курса. При этом инфляционные ожидания населения, согласно результатам опросов, в апреле-мае повысились незначительно по сравнению с уровнем января-марта. Ценовые ожидания предприятий отреагировали несколько более выражено. Ожидания профессиональных участников финансового рынка, как и ранее, сохранялись вблизи 4%. Инфляционные ожидания пока демонстрируют заметно большую устойчивость к действию краткосрочных факторов, чем ранее. Однако снижение разнородности в динамике инфляционных ожиданий, в особенности корпоративного сектора, а также приближение их к уровню, близкому к фактической инфляции, и устойчивое закрепление вблизи него потребуют времени.

С учетом произошедших изменений внешних и внутренних условий Банк России прогнозирует годовую инфляцию на уровне 3,5–4% в конце 2018 г. и ее краткосрочное повышение до 4–4,5% в 2019 году. Темпы роста потребительских цен постепенно вернуться к 4% в начале 2020 года. На горизонте 2018 г. влияние реализованного в апреле расширения санкций на курс рубля будет исчерпано. Проинфляционное влияние роста цен на энергоносители в 2018 г. будет ослабевать, в том числе под влиянием введения с июня пониженных ставок акцизов на моторное топливо, и нивелируется на прогнозном горизонте в условиях постепенного снижения цен на нефть.

Прогноз темпов экономического роста на среднесрочную перспективу в целом остается в рамках представленного в мартовском Докладе. В I квартале 2018 г. годовой темп прироста ВВП составил 1,3%, что несколько ниже мартовского прогноза. Это связано с меньшим, чем ожидалось, ростом инвестиций в основной капитал, в том числе с сокращением объема работ в строительстве из-за холодной погоды, а также с пересмотром Росстатом данных за 2017 год. В апреле произошло улучшение показателей инвестиционной и производственной активности, что подтверждает временный характер замедления экономической активности в марте 2018 года. В 2018–2020 гг. темпы экономического роста сохранятся на уровне 1,5–2%, что соответствует оценке потенциальных темпов роста российской экономики. В дальнейшем возможно уточнение прогноза Банка России с учетом детальной оценки влияния на экономическую динамику комбинации налогово-бюджетных мер, объявленных 14 июня 2018 года. В 2019 г. есть риск некоторого замедления деловой активности. В то же время более значительный рост потенциального выпуска возможен в случае успешной реализации структурных и институциональных преобразований в российской экономике. Вклад в ускорение темпов экономического роста в среднесрочной перспективе также может внести реализация мер по увеличению пенсионного возраста.

Рост потребительского спроса в рамках базового прогноза Банка России останется умеренным и также не будет создавать проинфляционных рисков в экономике. Поддержку спросу продолжит оказывать динамика оплаты труда, которая сейчас в целом соответствует ожиданиям Банка России, а также постепенное восстановление кредитной активности, не сопровождающееся накоплением избыточной долговой нагрузки. Необходимое количество трансакций в экономике на прогнозном горизонте будет обеспечивать динамика денежных агрегатов, соответствующая динамике экономической активности и не создающая дополнительного проинфляционного давления.

Денежно-кредитные условия приближаются к нейтральным. По оценкам Банка России, они уже практически не оказывают сдерживающего влияния на динамику кредита, спроса и инфляции. Денежно-кредитные условия формируются в том числе под влиянием ранее принятых решений о снижении ключевой ставки. При этом консервативный подход банков к отбору заемщиков способствует плавному росту кредита, не создающему рисков для ценовой и финансовой стабильности. Депозиты остаются привлекательными для населения при текущем уровне процентных ставок.

*В части рисков среднесрочного прогноза баланс рисков сместился в сторону проинфляционных до конца 2019 года. Основные риски связаны с эффектом принятых налогово-бюджетных решений, а также с внешними факторами. Банк России будет уделять особое внимание оценке вторичных эффектов налоговых мер, в том числе реакции инфляционных ожиданий. В части внешних условий ускоренный рост доходностей на развитых рынках и геополитические факторы могут приводить к всплескам волатильности на финансовых рынках и оказывать влияние на курсовые и инфляционные ожидания. Прочие риски, связанные с волатильностью продовольственных и нефтяных цен, динамикой заработной платы, возможными изменениями в потребительском поведении, остаются умеренными.*

*С учетом влияния предложенных налогово-бюджетных мер на инфляцию и инфляционные ожидания требуется замедление перехода к нейтральной денежно-кредитной политике. Небольшую степень жесткости денежно-кредитных условий необходимо сохранить для ограничения масштаба вторичных эффектов налоговых мер и сохранения годовых темпов роста потребительских цен вблизи 4%.*

*В дальнейшем Банк России будет рассматривать необходимость изменения ключевой ставки, оценивая инфляционные риски, динамику инфляции и развитие экономики относительно прогноза.*

*Настоящий Доклад о денежно-кредитной политике в основном был подготовлен до уточнения 14 июня информации о планируемых новых мерах налогово-бюджетной политики, в связи с чем их ожидаемые эффекты могли не в полной мере найти отражение в Докладе. Банк России будет проводить детальную оценку влияния данных мер на ключевые макроэкономические индикаторы и раскрывать ее результаты в информационно-аналитических материалах и основных публикациях, в том числе в последующих выпусках Доклада о денежно-кредитной политике.*

## 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Со стороны внутренних экономических условий ключевым фактором принятия решений по денежно-кредитной политике оставалась динамика инфляции. При этом для Банка России важную роль имело формирование представления о том, насколько устойчивый характер носит снижение инфляции, с какими факторами связано ее сохранение на уровне ниже 4%, каким образом на ее прогнозе отразятся изменения внешних условий, не закладываемых ранее в базовый прогноз. При этом Банк России также оценивал, как развивается экономическая активность, имеются ли риски для устойчивости ее роста и финансовой стабильности и в какой мере на ситуацию в целом и собственно на инфляционную динамику влияет реализуемая денежно-кредитная политика.

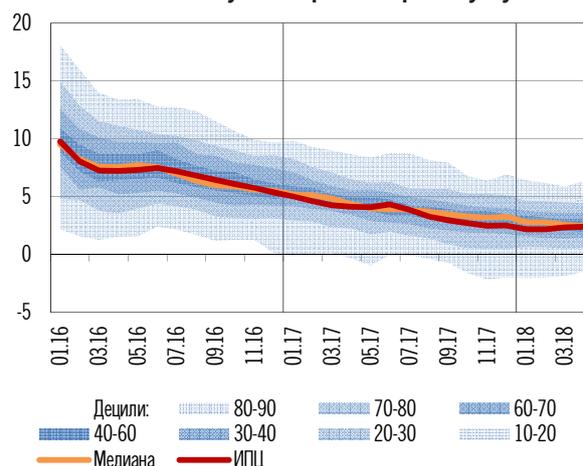
В марте-мае годовая инфляция незначительно повысилась – до 2,4% (в январе-феврале – 2,2%) и в первые недели июня, по данным оперативной статистики, осталась на этом уровне (рис. 1.1).

Более широкая картина инфляционной динамики отражала следующее.

- Годовая инфляция в II квартале осталась на низком уровне (ниже 4%), но оказалась несколько выше ранее сделанного прогноза: в базовом сценарии Доклада о денежно-кредитной политике за март 2018 г. по итогам II квартала ожидалась инфляция немногим менее 2%, актуализированная оценка состав-

Рисунок 1.2

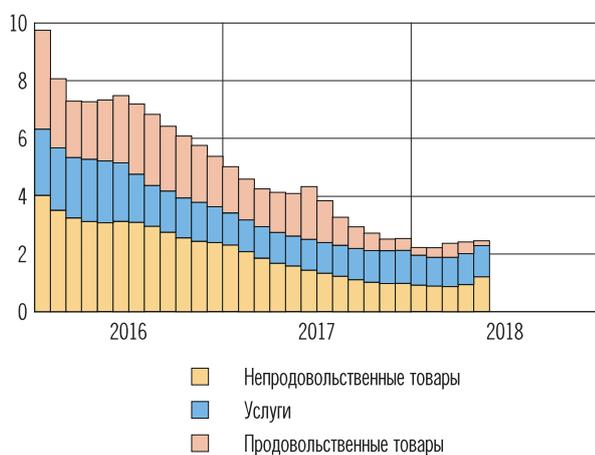
**Сохраняется низкое инфляционное давление по большинству категорий товаров и услуг**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.1

**Годовая инфляция сохраняется на низком уровне за счет продовольственных товаров**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3

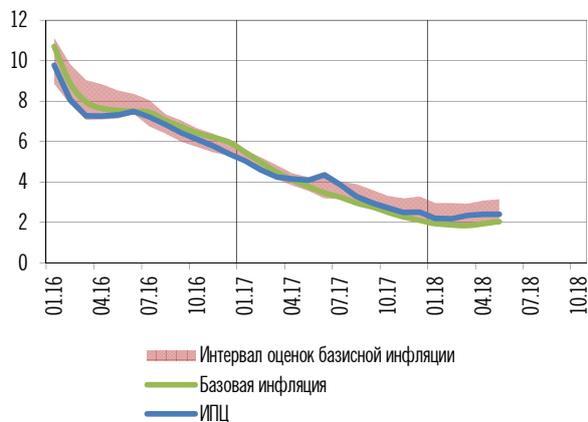
**Превышение прогноза роста цен по отдельным компонентам инфляции связано с изменением внешних условий**  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.4

### Показатели базисной инфляции прекратили снижение (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ляет 2,1–2,3% (см. обзоры «Динамика потребительских цен»<sup>1</sup> за апрель и май 2018 г.).

- Сохранению низкого инфляционного давления по большинству категорий потребительской корзины (рис. 1.2) способствовал умеренный рост внутреннего спроса, формируемый в том числе последовательным переходом к нейтральным денежно-кредитным условиям с учетом постепенного смягчения политики Банка России, а также динамика инфляционных ожиданий.
- В структуре инфляции наиболее низким оставался годовой темп роста цен продовольствия; рост цен непродовольственных товаров без нефтепродуктов составлял в марте-мае 2,1–2,5%; инфляция услуг оставалась вблизи уровня 4% (рис. 1.3). Рост цен на услуги ЖКХ оставался в первые пять месяцев года стабильным, индексация регулируемых тарифов по этой и другим категориям осуществлялась в соответствии с принятыми на год планами, темпами, не препятствующими достижению цели по инфляции 4%.
- Повышение инфляции относительно прогноза объяснялось действием внешних факторов. Во-первых – расширением внешних санкций, которое определило отклонение динамики валютного курса от ожидаемой (что, в свою очередь, перенеслось в дополнительный рост цен как непродовольственных и продовольственных товаров, так и услуг). Во-вторых – суще-

Рисунок 1.5

### Приближение инфляции к цели будет происходить быстрее, чем прогнозировалось

(месячный прирост цен с исключением сезонности, в годовом выражении, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.6

### Внешние санкции привели к увеличению риск-премии на Россию...\*

(базисных пунктов)



— Среднее изменение CDS-спреда по странам с формирующимися рынками\*  
— Изменение CDS на Россию  
■ Разница между изменением CDS на Россию и другие страны

\* Средний CDS-спред по странам с формирующимися рынками рассчитан по Бразилии, Китаю, Турции, Мексике, Малайзии.  
Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

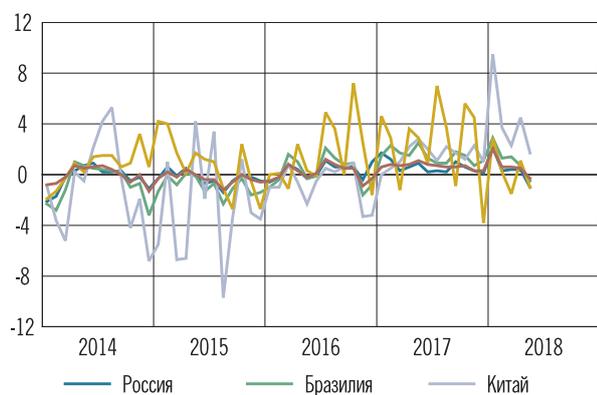
ственным повышением мировых цен на нефть (которое в том числе влияло на формирование внутренних цен на моторное топливо). Оба обозначенных эффекта будут оказывать временное влияние на инфляцию в основном на горизонте 2018 года.

- Вместе с тем факторы со стороны предложения на рынке продовольствия продолжали оказывать значительное сдерживающее влияние на рост цен, и масштаб этого влияния был несколько более выраженным, чем прогнозировалось ранее. Как ожидается, в том числе с учетом прогноза урожая и погодных условий в России и в мире вклад этого фактора в формирование инфляции будет исчер-

<sup>1</sup> <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/dynamic/>.

Рисунок 1.7

...оттоку средств иностранных инвесторов...  
(млрд долл. США)



\* За май 2018 г. – оценка по недельным значениям.  
Источник: EPFR Global.

Рисунок 1.8

...снижению котировок на фондовых рынках  
(январь 2013 г. = 100%)



Источник: Bloomberg.

пываться на горизонте следующих нескольких месяцев.

- В II квартале годовая инфляция пройдет минимальные значения и в III квартале начнет ускоряться (рис. 1.4). При этом с учетом уже реализовавшегося в II квартале изменения текущих темпов роста цен (рис. 1.5) сближение инфляции с уровнем 4% будет происходить несколько быстрее, чем прогнозировалось ранее. Ее годовой темп по итогам III и IV кварталов 2018 г. прогнозируется на уровне 3,0–3,5 и 3,5–4,0% соответственно.

**Изменение внешних условий и расширение санкций в отношении России определили повышение текущего и прогнозируемого уровней рискowej премии на Россию и ослабление курса рубля к мировым валютам относительно ожидаемого уровня. Это сказалось на инфляционной динамике, а также оценке нейтральной процентной ставки денежно-кредитной политики.**

Существенным событием, не предусмотренным в базовом сценарии Банка России и оказавшим влияние на российскую экономику, стало расширение США санкций в отношении России 6 апреля 2018 года. Прямое действие этой меры на внешние потоки было ограниченным: доля трансграничных торговых и финансовых операций, на совершении которых могут напрямую сказаться санкционные ограничения, весьма невелика как в отношении к показателям платежного баланса, так и к ВВП

в целом. Однако влияние на настроения и ожидания инвесторов оказалось заметным. Наблюдались повышение рискowej премии на Россию на международных рынках, отток средств иностранных инвесторов из российских активов, ослабление рубля, снижение котировок на фондовых рынках (рис. 1.6, 1.7, 1.8). В то же время эпизод повышения волатильности был относительно краткосрочным, уже во второй половине апреля произошла подстройка участников рынка к новым условиям и ситуация стабилизировалась. Как ожидается, ситуация на финансовых рынках будет оставаться устойчивой, риски неблагоприятного развития событий оцениваются как невысокие.

Вместе с тем Банк России предполагает, что уровень риск-премии на Россию и курс рубля устойчиво останутся на достигнутых уровнях, то есть будут соответственно более высоким и более слабым, чем предполагалось в мартовском базовом сценарии. Это объясняется как предполагаемым долгосрочным характером действия санкций, так и наблюдающимся ростом волатильности и повышением чувствительности к риску на мировых рынках в целом. С одной стороны, это связано с повысившимся уровнем неопределенности относительно мер государственной политики крупнейших экономик (прежде всего США), с другой – с некоторой переоценкой инвесторами рисков для роста группы стран с формирующимися рынками на фоне негативного развития событий в некоторых из них (рис. 1.9).

Рисунок 1.9

**Интерес инвесторов к странам с формирующимися рынками несколько снизился**  
(1.01.2013 = 100%)



\* Средний индекс по развивающимся странам включает курсы к доллару США венгерского форинта, бразильского реала, корейского вона, турецкой лиры, мексиканского песо, польского злотого, румынского лея, малайзийского ринггита, филиппинского песо, индонезийской и индийской рупий.

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

С учетом коррекции ожиданий участников рынка относительно перспектив экономического роста и инфляции в США, а также некоторого ужесточения риторики ФРС США в базовом прогнозе предполагается, что нормализация денежно-кредитной политики США будет происходить несколько быстрее, чем ожидалось в марте (повышение ставки денежно-кредитной политики в отдельные периоды смещается на один квартал вперед на прогнозном горизонте с учетом стандартного шага изменения в 0,25 п.п.).

Внешние финансовые условия в том числе являются фактором, значимым для оценки среднесрочной нейтральной процентной ставки денежно-кредитной политики для России. Реализовавшиеся в апреле-мае изменения внешней ситуации пока не дают оснований для пересмотра ранее озвученного Банком России широкого диапазона оценок нейтральной процентной ставки в 6–7%. Однако с их учетом ее уровень при прочих равных условиях может рассматриваться как более высокий, чем представлялось ранее.

Вместе с тем влияние расширения внешних санкций на экономическую активность оценивается как незначительное, не ведущее к изменению прогноза. В частности, согласно результатам мониторинга предприятий, проводимого Банком России (далее – Мониторинг), большинство компаний (около 70%) сообщают о том, что санкции не оказали никакого влияния на их деятельность, и отмечают в целом улучшение бизнес-климата в последние месяцы.

**Повышение мировых цен на нефть оказалось значительнее и устойчивее, чем ожидалось, – они вышли на уровень выше и базового, и альтернативного сценариев, рассмотренных в мартовском Докладе. Это создало основания для уточнения предпосылок среднесрочного прогноза Банка России в части внешних условий. В текущем периоде удорожание нефтепродуктов оказывало некоторое влияние на формирование инфляции в части цен на моторное топливо.**

Мировые цены на нефть в апреле-мае заметно повысились – цена нефти марки Urals в мае достигла максимумов с 2014 г., превысив \$75 за баррель. Это движение определялось как сохранением устойчивого глобального сп-

Рисунок 1.10

**Устойчивый глобальный спрос и повышение геополитической напряженности оказывали поддержку сырьевым ценам**  
(январь 2013 г. = 100%)



Источники: Всемирный банк, данные Reuters (цена на нефть марки Urals).

са, оказывающего поддержку сырьевым ценам в целом (рис. 1.10), так и динамикой предложения. Локальными факторами ускорения роста цен на нефть были, в частности, повышение геополитической напряженности на Ближнем Востоке и сообщения о возобновлении санкций США в отношении Ирана. Вместе с тем в целом действие факторов со стороны предложения выглядело более устойчивым, чем ожидалось ранее, а соотношение спроса и предложения на мировом рынке нефти, в том числе с учетом динамики запасов (в частности, в США и ЕС) и устойчивого глобального роста, – более сбалансированным. Это позволяет пересмотреть в сторону повышения траекторию цен на нефть на текущий год и (в меньшей степени) на следующий (см. раздел 2). В базовом сценарии теперь предполагается, что в II квартале 2018 г. средний уровень цен на нефть марки Urals составит около \$72 за баррель (в базовом сценарии мартовского Доклада закладывался уровень \$62 за баррель), а с III квартала он начнет плавно снижаться (в III квартале – до \$67 за баррель), выходя в среднесрочной перспективе на уровень \$50 за баррель (не пересмотрен относительно мартовского прогноза). С другой стороны, с учетом высокого уровня неопределенности, традиционно связанного с прогнозом спроса и особенно предложения на мировом рынке энергоносителей, остается возможность более устойчивого сохранения цен на нефть на повысившемся уровне. С учетом этого Банк России в качестве альтернативного рассматривает сценарий развития внешней ситуации с сохранением цен на нефть марки Urals на уровне \$70 за баррель в среднесрочной перспективе (см. раздел 2).

Влияние повышения цен на нефть на валютный курс и деловую активность было ограниченным. Оно компенсировалось как действием бюджетного правила, так и эффектом отмеченных выше негативных внешних событий. В то же время заметный рост мировых цен на нефть в совокупности с ослаблением рубля стал значимым фактором для формирования внутренних цен на моторное топливо и тем самым сказался на инфляционной динамике. С учетом динамики мировых цен на нефть и курса рубля возросла привлекательность экспорта нефти и нефтепродуктов. Повышение экспортного па-

Рисунок 1.11

**Розничные цены на бензин растут вслед за ценами производителей нефтепродуктов на фоне повышения цен на нефть**  
(декабрь 2005 г. = 1)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ритета, рассчитываемого с учетом экспортных цен, тарифов и транспортных издержек, создало давление на цены производителей и потребительские цены бензина и дизельного топлива на российском рынке (рис. 1.11). Вместе с тем стабилизирующее влияние на рост оптовых цен на нефтепродукты в ближайшие месяцы должны оказать снижение акцизов на моторное топливо<sup>2</sup>, договоренности с крупнейшими нефтяными компаниями о ценовых ограничениях на оптовом и розничном рынках и расширении объемов биржевой торговли, а затем – прогнозируемая коррекция мировых цен на нефть относительно текущих повышенных уровней. С учетом этого вклад роста топливных цен в инфляцию в базовом сценарии может составить 0,2–0,4 п.п. к концу года (см. врезку «О дополнительном влиянии удорожания топлива на инфляцию»).

**Существенное ослабление рубля, вызванное внешними изменениями, выступало фактором повышения инфляции относительно прогноза. Вместе с тем масштаб этого повышения оказался меньше, чем можно было ожидать, с учетом сопоставимых эпизодов роста курсовой волатильности. Ожидается,**

<sup>2</sup> С 1 июня 2018 г. реализовано снижение акцизов на бензин на 3000 руб. за тонну (2,3 руб. за 1 литр, или около 5,6% текущей цены), на дизельное топливо – на 2000 руб. за тонну (1,7 руб. за 1 литр, или около 4,1% текущей цены). По оперативным данным, в начале июня биржевые цены на отдельные виды моторного топлива уже отреагировали на данное решение снижением.

**что в ближайшие месяцы перенос ослабления рубля в цены продолжится, однако его итоговое влияние могут уменьшить структурные факторы.**

Ослабление рубля отразилось на динамике цен как продовольственных и непродоволь-

ственных товаров, так и услуг. Выраженную реакцию на изменение курсовой динамики продемонстрировали цены на услуги зарубежного туризма. Ослабление рубля вместе с ростом цен на нефть, как было отмечено выше, оказывало давление на цены моторного топлива.

### **О дополнительном влиянии удорожания топлива на инфляцию**

Связь топливных цен и инфляции имеет прямой и косвенный эффекты. Прямой эффект влияния основан на потреблении моторного топлива населением. Вес топлива в потребительской корзине, используемой для расчета ИПЦ, составляет 4,2%. Косвенный эффект переноса цен моторного топлива в цены других товаров и услуг реализуется через транспортные и энергетические издержки бизнеса. В частности, значительными являются два канала: транспортные расходы и расходы сельского хозяйства на горюче-смазочные материалы.

В совокупности, с учетом прямого и косвенных вкладов, рост цен моторного топлива на 1% может внести дополнительно около 0,06 п.п. в годовую инфляцию. Учитывая представленный анализ эта оценка может рассматриваться как консервативная оценка для расчета инфляционных последствий повышения топливных цен.

Транспортные расходы содержатся в цене каждого товара, поэтому рост цен на моторное топливо, используемое грузовыми автомобилями, влияет на инфляцию. Для данного канала влияния эластичность ИПЦ по цене моторного топлива оценивается в 0,8–1%. Диапазон эластичности основан на результатах применения двух различных подходов. Первый основан на анализе расходов топлива на перевозку грузов с учетом статистики объема грузоперевозок и структуры транспортной отрасли. При сопоставлении топливных расходов и объема розничной торговли рассчитывается эластичность с учетом веса товаров в корзине ИПЦ. Не весь грузооборот имеет отношение к потребительским товарам или к их производству, поэтому такая оценка в рамках данного подхода может считаться оценкой сверху. Второй подход использует статистику Росстата о структуре розничных цен. Структура розничной цены формируется на базе обследования предприятий перерабатывающей промышленности, а также организаций товаропроводящих сетей. Данный показатель дает прямую оценку топливных расходов для 66 товаров корзины ИПЦ. Топливные расходы по данным категориям были взвешены и нормированы в соответствии с весами товаров в потребительской корзине.

Второй канал влияния реализуется через издержки сельского хозяйства, так как сельскохозяйственная техника является крупным потребителем моторного топлива. Удорожание топлива приводит к увеличению издержек, которые транслируются в цены сельскохозяйственной продукции, прежде всего следующего урожая, поэтому данный канал имеет среднесрочный эффект. Для канала влияния через издержки сельского хозяйства эластичность ИПЦ по цене моторного топлива составляет 0,7–0,9%. Данный диапазон эластичности также получен на основе двух оценок. Первая основывается на опросах предприятий сельского хозяйства и региональных министерств сельского хозяйства в аграрных регионах. В ходе интервью были получены средние оценки расходов на горюче-смазочные материалы в отраслях сельского хозяйства. На основе структуры сельского хозяйства и влияния цен производителей сельского хозяйства на ИПЦ была получена общая эластичность для всей отрасли. Вторая оценка получена на основе статистики о структуре затрат на производство и продажу продукции. С учетом влияния цен производителей сельского хозяйства на ИПЦ и затрат на топливо в сельском хозяйстве рассчитывается эластичность инфляции для данного канала влияния.

Оцененные выше эффекты характерны для значительной части картины распространения косвенного влияния цен моторного топлива на потребительские цены, хоть и не охватывают ее целиком. Транспортные расходы могут быть частью многих бизнес-процессов, которые напрямую не относятся к грузоперевозкам. Кроме того, вторичные эффекты удорожания моторного топлива могут распространяться через инфляционные ожидания. Однако эти каналы могут действовать менее устойчиво, и их прямая оценка затруднительна.

Таблица 1.1

## Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2014				2015				2016				2017				2018						
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май		
<b>Инфляционные ожидания (абсолютные), %</b>																								
<b>Население</b>																								
ФОМ	следующие 12 месяцев	11,8	11,7	12,5	15,5	15,7	15,0	16,0	16,4	14,7	14,2	14,2	14,2	12,4	11,2	10,3	9,6	8,7	8,7	8,9	8,4	8,5	7,8	8,6
ФОМ (расчеты Банка России)	следующие 12 месяцев	8,1	9,0	9,6	14,4	13,8	12,2	14,5	12,8	7,4	6,7	5,9	5,1	4,0	4,0	4,0	2,8	2,4	2,4	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3
<b>Профессиональные аналитики</b>																								
Bloomberg	2018															4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,8	3,6	3,6	3,6
Интерфакс	2018													4,2	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	3,7	4,0	3,8	3,8
Рейтер	2018														4,1	4,0	4,1	4,1	3,8	3,8	3,6	3,8	3,8	3,7
<b>Финансовые рынки</b>																								
ОФЗ-ИН	следующие 7 лет							6,4	5,8	5,4	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5	4,3	3,9	3,7	3,7	3,7	3,6	3,5	3,7	3,8
ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)	следующие 7 лет							8,1	7,3	6,9	6,0	5,3	5,4	5,4	4,9	4,7	4,3	4,1	4,1	4,1	4,0	3,9	4,2	4,3
Рынок облигаций	следующий квартал	6,9	7,0	7,7	8,3	10,6	15,0	14,1	14,2	12,0	6,9	7,2	6,6	5,3	4,4	4,4	4,5	3,3	3,3				2,7	
Рынок МБК	следующий квартал	6,7	7,5	8,2	10,2	14,8	17,1	15,0	13,3	9,9	5,3	5,4	5,6	4,6	4,6	3,7	3,4	2,5	2,5				1,9	
<b>Инфляционные ожидания (баланс ответов*)</b>																								
<b>Население</b>																								
ФОМ	следующие 12 месяцев	84	85	84	83	76	72	80	83	84	78	82	80	80	79	80	82	78	78	78	75	74	76	76
ФОМ	следующий месяц	79	82	76	77	68	60	71	78	72	68	70	76	68	68	68	73	73	73	69	61	62	63	63
<b>Предприятия</b>																								
РЭБ	следующие 3 месяца	26	26	32	70	32	20	28	48	14	38	36	46	22	22	20	14	52	22	22	24			
Банк России	следующие 3 месяца	14,3	12,4	13,9	30,3	14,8	12,7	12,1	17,3	12,4	12,1	10,4	12,4	6,8	9,6	6,6	6,6	9,4	6,0	6,0	6,5	8,3	9,4	
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	42	41	41	43	31	28	30	29	32	29	28	27	27	24	24	24	22	22			20		
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	6	5	2	5	7	6	2	2	5	5	0	0	4	4	3	0	0				5		

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

- инфляционные ожидания улучшились (более 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (менее 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания не изменились ( $\pm 0,2$  стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (менее 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (более 1 стандартного отклонения)

\* Баланс ответов – разница между долями респондентов, утверждающих, что цены вырастут и что цены снизятся.

Источники: данные опроса ФОМ/инФОМ, Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты Банка России, Российский экономический барометр.

Рисунок 1.12

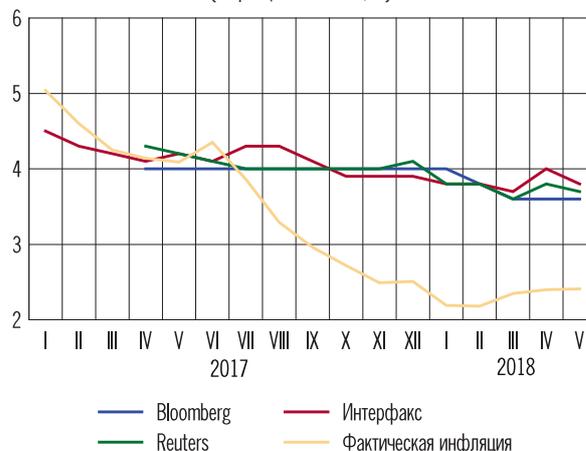
### Инфляционные ожидания населения умеренно отреагировали на ослабление рубля и повышение цен на нефтепродукты (медианная оценка, %)



Источник: ООО «инФОМ».

Рисунок 1.14

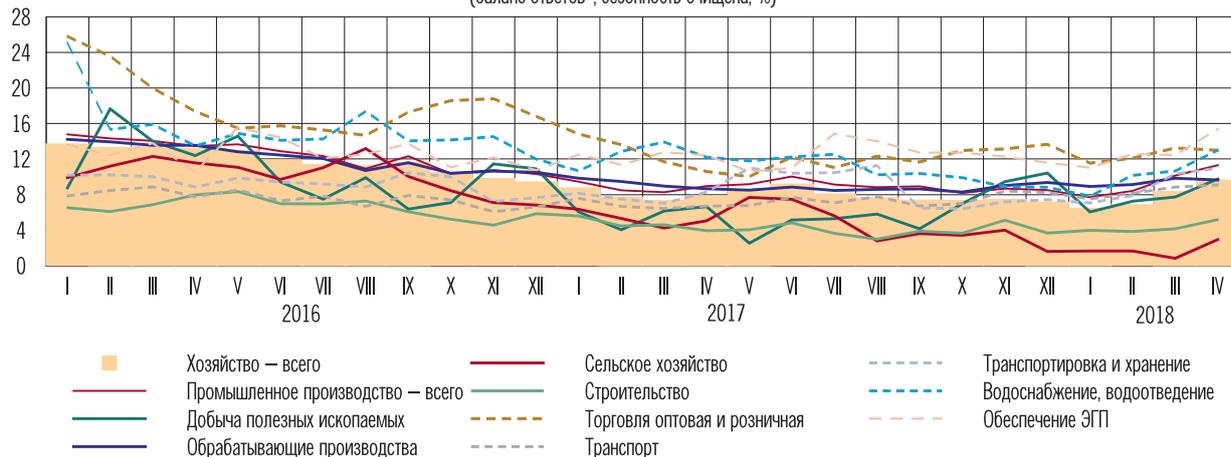
### Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков на конец 2018 г. находятся вблизи цели (инфляция в 2018 г., %)



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Thomson Reuters.

Рисунок 1.13

### Устойчивость ценовых ожиданий предприятий в обрабатывающей промышленности и торговле ограничивает инфляционные риски (баланс ответов\*, сезонность очищена, %)



\* Ответы предприятий на вопрос: «Как изменятся (увеличатся/снизятся) в следующие 3 месяца цены на готовую продукцию?»  
Источники: Банк России, опросы предприятий.

Вместе с тем инфляция в апреле-мае возросла меньше, чем можно было ожидать, исходя из ретроспективного анализа эпизодов курсовой волатильности. Это можно объяснить следующими факторами.

Во-первых, инфляционные ожидания за последнее время заметно снизились и стали более устойчивыми к действию краткосрочных факторов (табл. 1.1). Быстрая нормализация ситуации на финансовых рынках после изменения внешних условий и сохранение последовательной политики Банка России могли поддержать уверенность субъектов экономики в сохранении стабильной ценовой динамики.

Инфляционные ожидания населения, как показали результаты майского опроса, несуще-

ственно изменились относительно уровня марта (рис. 1.12; обзоры «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения»<sup>3</sup> за апрель и май 2018 г.). Ценовые ожидания компаний сохраняли некоторую разнородность в секторальном и региональном разрезе и в марте-апреле несколько возросли по многим секторам, отреагировав на курсовые колебания (рис. 1.13, приложение «Экономическое положение регионов России»). Вместе с тем дополнительный опрос предприятий в рамках Мониторинга Банка России в мае продемонстрировал, что большинство предприятий (от 60 до 70% в разных отраслях) не намерены в бли-

<sup>3</sup> <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/inflation/>.

жайшие три месяца повышать цены. Низкий уровень ценовых ожиданий сохранился в сельском хозяйстве (несмотря на некоторое их повышение). Инфляционные ожидания профессиональных участников финансового рынка, оцениваемые как по результатам опросов, так и на основе косвенных оценок по ценообразованию облигаций федерального займа<sup>4</sup>, на конец года оставались вблизи 4% (рис. 1.14).

Во-вторых, важным фактором, в значительной мере компенсировавшим возросшее проинфляционное давление со стороны ослабления рубля, являлась конъюнктура рынка продовольствия. Динамика цен на продукты питания указывает на высокую насыщенность внутреннего рынка предложением на фоне сдержанного роста спроса. Возможно, спросовые ограничения влияют также и на политику компаний розничной торговли, которые могут растягивать повышение цен во времени или распределять маржу между различными товарными группами. Кроме того, в целом достаточно пролонгированную реакцию на курсовые колебания демонстрируют цены на непродовольственные товары, и отложенные эффекты могут проявить себя в ближайшие месяцы.

Банк России ожидает, что реализовавшееся повышение курса рубля еще продолжит влиять на цены в ближайшие месяцы. С учетом этого сближение инфляции с уровнем 4% будет происходить быстрее, чем ожидалось ранее.

**Высокое предложение продукции сельского хозяйства на внутренних рынках продолжает сдерживать рост продовольственных цен, внося основной вклад в сохранение инфляции ниже 4%. Действие этого фактора в II квартале оставалось более выраженным, чем ожидалось, но в ближайшие месяцы оно должно быть исчерпано.**

Темпы роста цен на продовольственные товары оставались на низком уровне (рис. 1.15).

Ослабление рубля, произошедшее в апреле, внесло вклад в их повышение, однако их динамика осталась более сдержанной, чем ожидал Банк России (см. обзор «Динамика потребительских цен»<sup>5</sup> за апрель 2018 г.). Сдержива-

<sup>4</sup> Облигации федерального займа с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции (ОФЗ-ИН).

<sup>5</sup> <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/dinamic/>.

Рисунок 1.15

**Сдерживающее влияние факторов со стороны продовольственной инфляции доминировало над эффектом ослабления рубля**  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ющее влияние на цены продолжило оказывать сохранение высокого уровня предложения сельскохозяйственной продукции на внутреннем рынке. По оценкам с поправкой на сезонность, в мае овощи и фрукты в основном дешевели. Так, снизились цены на основные овощи «борщевого набора» (включая свеклу, капусту, лук), особенно заметно – на картофель (в значительной мере за счет поступления более дешевого картофеля нового урожая из Египта). На замедлении роста цен овощей в годовом сопоставлении также сказалось действие эффекта базы (в мае 2017 г. произошел скачок цен на картофель, капусту, свеклу, морковь, лук, связанный с ухудшением рыночной конъюнктуры на фоне запоздалого сева) (рис. 1.16). Сдер-

Рисунок 1.16

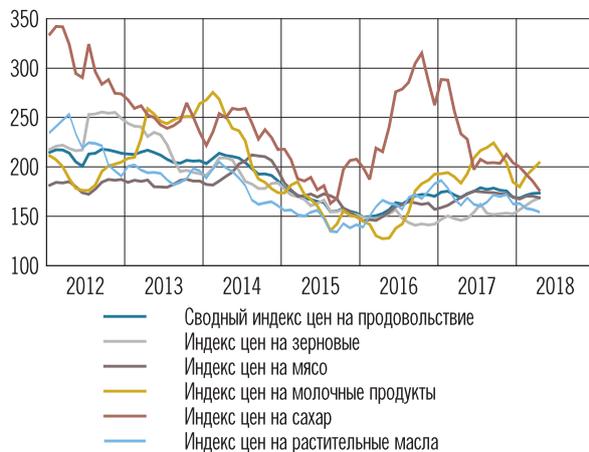
**Темпы роста цен овощей «борщевого набора» в мае снижались, несмотря на разброс**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.17

### Конъюнктура мировых рынков продовольствия не создает дополнительных инфляционных рисков (2002–2004 = 100)



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

живающее влияние на цены отдельных видов овощей (огурцы и помидоры) оказывало также активное наращивание выпуска отечественной тепличной продукции. В среднем в мае подешевели фрукты и цитрусовые: некоторый рост цен на яблоки и груши (с поправкой на сезонность) был компенсирован снижением цен на другие продукты, главным образом на бананы (как результат снижения цен импорта из Эквадора – ключевого поставщика в Россию и в целом на мировой рынок), а также апельсины.

Конъюнктура мировых рынков продовольствия, связанных с внутрироссийским рынком (мяса, растительных масел, сахара), в целом не оказывала дополнительного давления на цены (рис. 1.17). В марте-мае 2018 г. продолжился умеренный рост мировых цен на зерно после их снижения в 2016–2017 гг. на фоне высоких урожаев в странах – основных экспортерах. Он сопровождается повышением цен российских производителей зерна и зернобобовых культур, которые тем не менее остаются ниже, чем годом ранее. Рост цен сдерживается высокими накопленными запасами. Согласно базовому сценарию, в текущем году в России не ожидается повторения рекордного урожая зерна прошлого года, однако его уровень прогнозируется достаточно высоким. С учетом этого ожидается, что цены на зерно и зернобобовые культуры будут расти умеренными темпами, не создающими риски превышения цели по инфляции.

Рисунок 1.18

### Цены производителей в сельском хозяйстве ускорились на фоне ослабления рубля (в % к предыдущему месяцу, с устранением сезонности)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Подстройка предложения продовольственных рынков под уровень спроса уже происходит, но ребалансировка рынка носит постепенный характер. Цены производителей в сельском хозяйстве начали восстанавливаться (рис. 1.18). Тем не менее, несмотря на некоторое оживление текущей ценовой динамики, дешевле, чем годом ранее, оставались в мае мясо и птица, макаронные и крупяные изделия, сахар, подсолнечное масло. Продолжилось замедление годовой инфляции на рынке молочной продукции.

Повышение годовой продовольственной инфляции с учетом действия эффекта базы продолжится и будет происходить летом-осенью по мере сбора нового урожая, который, как прогнозируется с учетом текущих погодных условий и уже имеющихся результатов посевной компании 2018 г., по большинству сельскохозяйственных культур будет несколько ниже предыдущего года (в России и в мире). На траекторию изменения инфляции в годовом сопоставлении в отдельные месяцы также может действовать возможное смещение сроков сбора/реализации продукции с учетом неоднородности климатических условий. С учетом совокупности действия традиционно волатильных факторов со стороны предложения в динамике цен продовольственных товаров может сохраняться разнородность. Вместе с тем в целом Банк России продолжает ожидать постепенного естественного ускорения годовых темпов роста

Рисунок 1.19

### Процентные ставки в основном снижаются на фоне снижения ключевой ставки (% годовых)



\* Данные о процентных ставках по рублевым банковским операциям за апрель 2018 г. – по предварительной оценке.

Источник: Банк России.

продовольственных цен в ближайшие месяцы, которое будет соответствовать сближению инфляции с уровнем 4%.

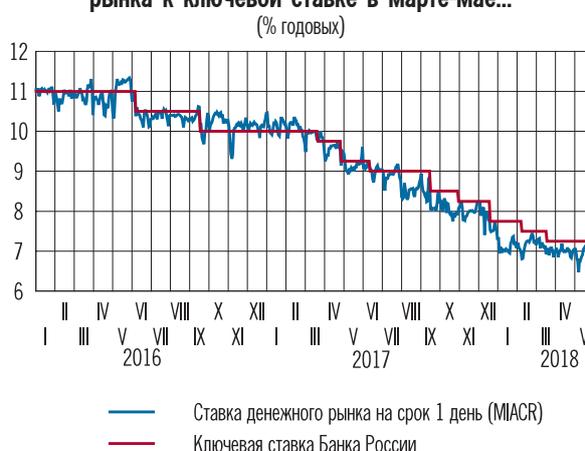
**Денежно-кредитные условия развиваются в рамках ожиданий, постепенно смягчаясь. Они приближаются к нейтральным с точки зрения влияния на инфляцию.**

Реализованное в феврале и марте снижение ключевой ставки в совокупности на 0,5 б.п. продолжило транслироваться в динамику рыночных процентных ставок. Уровень процентных ставок денежного рынка, облигационного рынка и банковских операций в апреле-мае складывался несколько ниже или вблизи уровня начала года (рис. 1.19, 1.20). Факторы, которые ограничивали масштаб снижения рыночных процентных ставок:

- небольшое ожидаемое сокращение спреда ставок денежного рынка к ключевой ставке в марте-мае относительно первых месяцев 2018 г. (с 0,5 до 0,25–0,3 п.п.) по мере сокращения сезонного «навеса» ликвидности, сформированного в начале года, и адаптации банков к ситуации возросшего профицита ликвидности (рис. 1.19; обзоры «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки» за январь-март 2018 г.<sup>6</sup>). В ближайшие кварталы ожидается сохранение спреда ставок денежного рынка к ключевой ставке на уровне 0,2–0,3 п.п.;

Рисунок 1.20

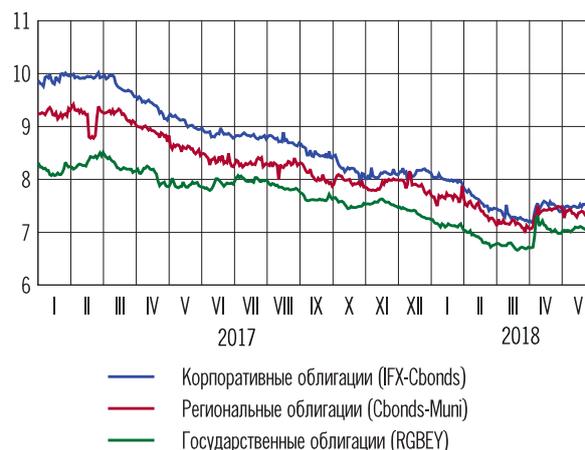
### Масштаб снижения рыночных ставок был ограничен ожидаемым сокращением спреда ставок денежного рынка к ключевой ставке в марте-мае...



Источник: Банк России.

Рисунок 1.21

### ...и повышением премий на рынке облигаций



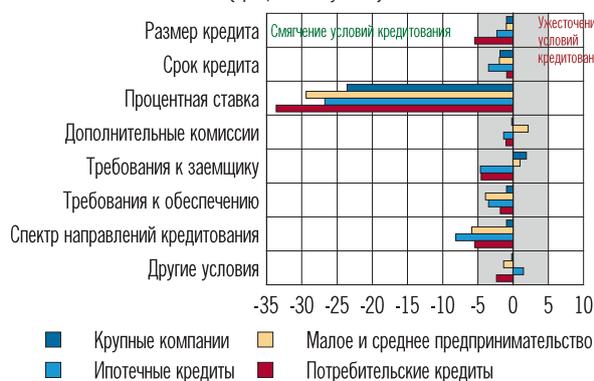
Источник: Банк России.

- повышение риск-премий на рынке облигаций на фоне расширения внешних санкций и роста суверенной риск-премии (на 0,2–0,3 п.п.) (рис. 1.21);
- некоторая переоценка участниками рынка среднесрочного потенциала снижения ставки денежно-кредитной политики (табл. 1.2), соответствующая изменению внешних условий и коммуникации по результатам апрельского и июньского решения Совета директоров Банка России.

Динамика процентных ставок оставалась определяющим компонентом смягчения условий банковского кредитования, в то время как неценовые условия (срок кредитования, требования к обеспечению и другие) также смяг-

<sup>6</sup> <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/liquidity/>.

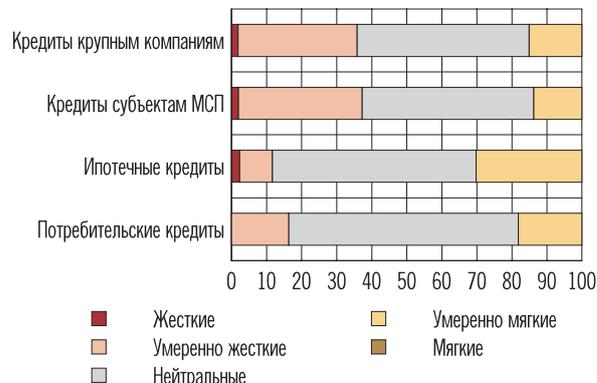
Рисунок 1.22  
Смягчение условий банковского кредитования\*  
происходит постепенно, в первую очередь  
за счет ценовых условий  
(процентных пунктов)



\* Серым цветом обозначена зона незначительных изменений условий кредитования (то есть изменений, отмеченных единичными банками).  
Источник: Банк России.

Рисунок 1.23  
Большинство банков оценивают условия кредитования  
как нейтральные или умеренно мягкие

Оценка банками степени жесткости условий долгосрочного кредитования  
в I квартале 2018 г.\*, %



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

Таблица 1.2

## Ожидания участников рынка по ключевой ставке

Индикатор ожиданий изменения ключевой ставки	2018				
	Июнь	Июль	Сентябрь	Октябрь	Декабрь
<b>Денежный рынок*</b>					
RUONIA futures	7,25 (7,17)	7,25 (7,13)	7,14 (7,06)	7,15	7,14 (7,03)
Кривая RUONIA/ROISfix	7,23 (7,17)	7,14 (7,03)	7,09 (7,03)	6,99	
Спред между FRA 3X6 и Mosprime 3M	6,76 (7,24)	6,85 (7,22)	6,90 (7,21)	6,88	6,76 (7,19)
<b>Рынок ОФЗ*</b>					
ОФЗ-ПК (купон привязан к ставке RUONIA)	7,00 (7,09)	7,04 (7,11)	7,10 (7,12)	7,15	7,20 (7,15)
<b>Ожидания аналитиков**</b>					
Reuters (медиана) на 31.05.18***	7,25 (7,00)		7,00 (7,00)		6,75 (6,75)
Bloomberg (медиана) на 27.04.18	7,25 (7,00)		6,94 (6,75)		6,79 (6,53)
	— снижение				
	— повышение				

\* Последние значения — на 13.06.18, значения в скобках — на 25.04.18.

\*\* Значения в скобках: Reuters — на 27.04.18, Bloomberg — на 27.04.18.

\*\*\* Аналитики Reuters (на 13.06.18): в июне 16 из 25 ожидают сохранения ставки на уровне 7,25%, 9 — снижения до 7,00%; аналитики Bloomberg (на 14.06.18): в июне 20 из 40 ожидают сохранения на 7,25%, 20 — снижения до 7,00%; трейдеры (ACI) (на 14.06.18): в июне 29 из 31 ожидают сохранения на 7,25%, 2 — снижения до 7,00%.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters, расчеты Банка России.

чались, но по-прежнему осторожно и неоднородно (рис. 1.22). Согласно опросам банков, большинство из них уже оценивают текущие условия кредитования по степени жесткости как близкие к нейтральным или умеренно мягкие<sup>7</sup> (рис. 1.23), то есть не ограничивающие для большинства потенциальных заемщиков до-

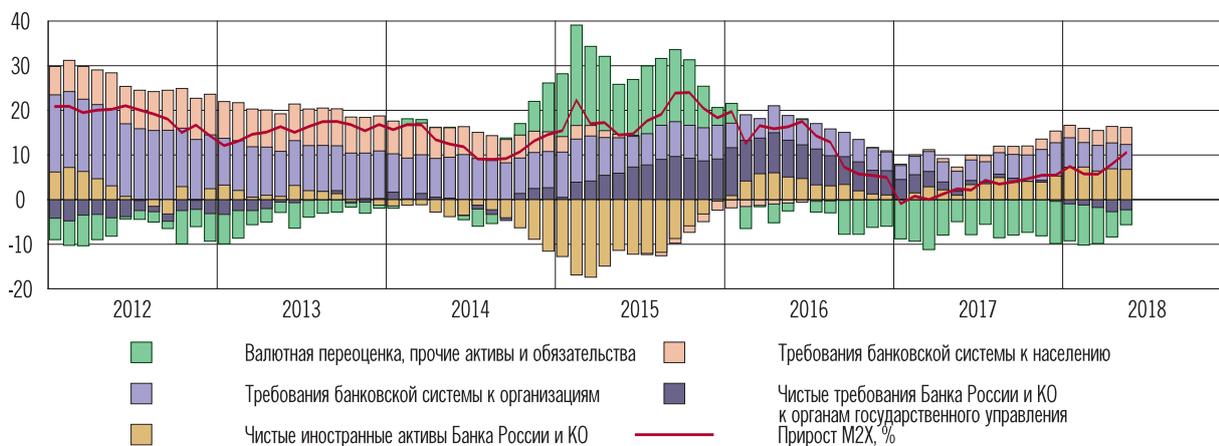
ступ к кредитам и их спрос на кредиты. В целом оценка отражает преобладание более мягких условий кредитования в секторе розничного кредитования и более осторожного подхода банков к корпоративному кредитованию.

Темпы роста денежных и кредитных агрегатов складывались в целом в рамках сценарных прогнозов мартовского Доклада (ближе к альтернативному сценарию с неизменными ценами на нефть). Под влиянием произошедшего в II квартале ослабления рубля они несколько ускорились и приблизились к уровням, сохранение которых прогнозируется до конца 2018 г. в рамках базового прогноза (рис. 1.24). Их рост

<sup>7</sup> Согласно параметрам опроса, нейтральные условия — это условия, которые не ограничивают доступ к кредитам для многих групп потенциальных заемщиков и не оказывают существенного влияния на численность потенциальных заемщиков и их спрос на кредиты; умеренно мягкие — не только не ограничивают доступ к кредитам для большинства потенциальных заемщиков, но и привлекают заемщиков, умеренно стимулируя спрос на кредиты.

Рисунок 1.24

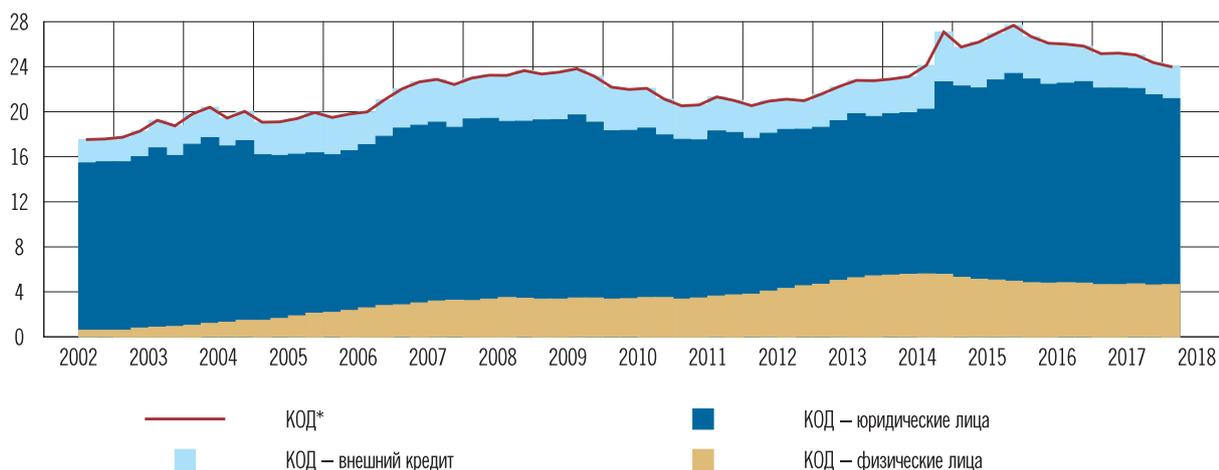
### Темпы роста широкой денежной массы несколько ускорились и будут стабилизироваться вблизи текущих уровней (вклад в годовые темпы прироста агрегата M2X, процентных пунктов)



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

Рисунок 1.25

### Долговая нагрузка\* в экономике остается на нейтральных уровнях (в % ВВП)



\* В качестве индикатора долговой нагрузки 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.  
Источник: расчеты Банка России.

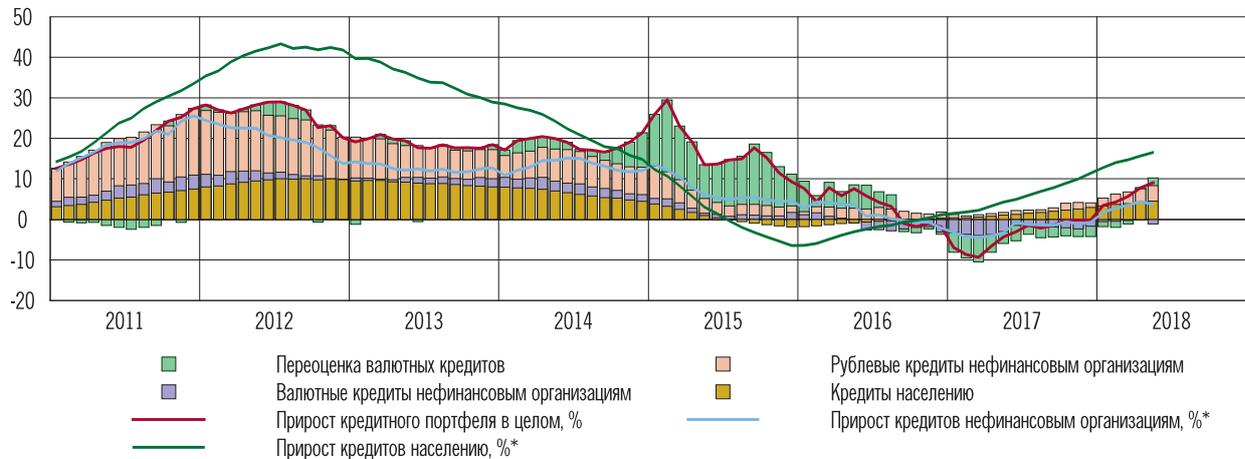
был соразмерен росту доходов заемщиков и смягчению ценовых и неценовых кредитных условий.

Показатель долговой нагрузки оставался вблизи уровней, оцениваемых как нейтральные (рис. 1.25). Наблюдались стабилизация качества портфеля кредитов, предоставленных нефинансовым организациям, и улучшение качества портфеля кредитов, предоставленных физическим лицам. Снижались отчисления кредитных организаций в резервы на возможные потери, что вносило вклад в улучшение финансового положения банков (см. обзор «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки» за апрель 2018 г.).

Банк России продолжил внимательно наблюдать в том числе за развитием сегмента потребительского кредитования, имеющего важное значение для оценки инфляционных и кредитных рисков. В настоящий момент Банк России рассматривает текущий рост розничного кредитования как естественный (соответствующий расширению базы платежеспособных заемщиков по мере роста экономической активности и снижения процентных ставок) и не исключает его небольшого ускорения в ближайшие кварталы. Вместе с тем можно отметить, что, несмотря на рост этого сегмента, доля потребительского кредитования в портфелях банков и собственно изменении совокупной

Рисунок 1.26

### Рост кредитования остается умеренным и не создает рисков для инфляции и финансовой стабильности (вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков, процентных пунктов)



\* С исключением валютной переоценки.  
Источник: Банк России.

кредитной задолженности остается небольшой (рис. 1.26). При этом по-прежнему стабильным является рост депозитов населения, поддерживаемый сохранением привлекательного уровня реальных процентных ставок (рис. 1.27). Это обеспечивает сохранение относительно стабильной динамики чистой финансовой позиции домохозяйств (баланса кредитной и депозитной активности) и устойчивого сберегательного поведения, тем самым определяя отсутствие дополнительного инфляционного давления по этому каналу (рис.1.28).

**Обозначенные ранее Банком России риски, связанные с возможным наращиванием потребительской активности, в текущем периоде не реализовались – в части эффекта**

Рисунок 1.27

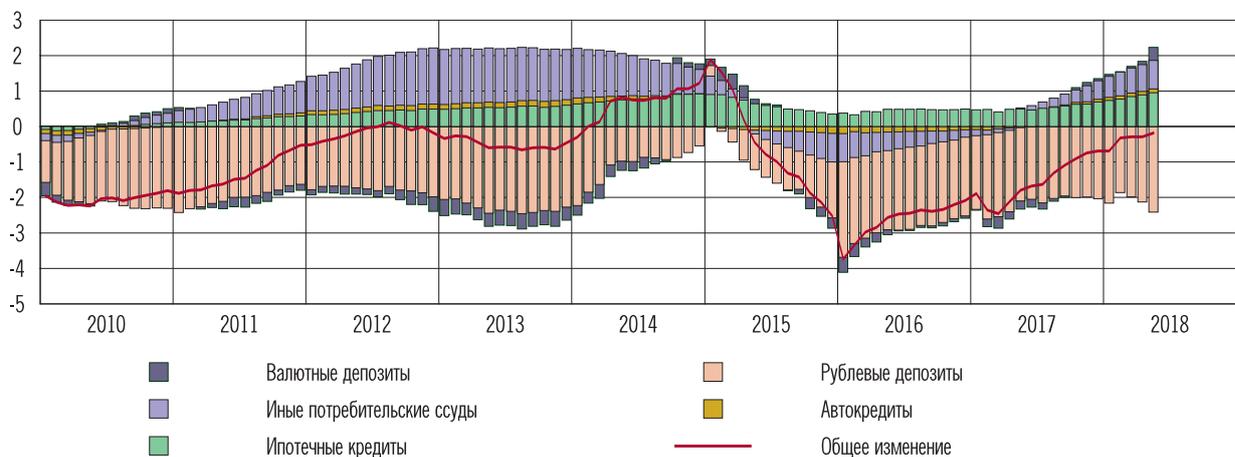
### Рост банковских депозитов остается стабильным (годовой темп прироста, %)



Источник: Банк России.

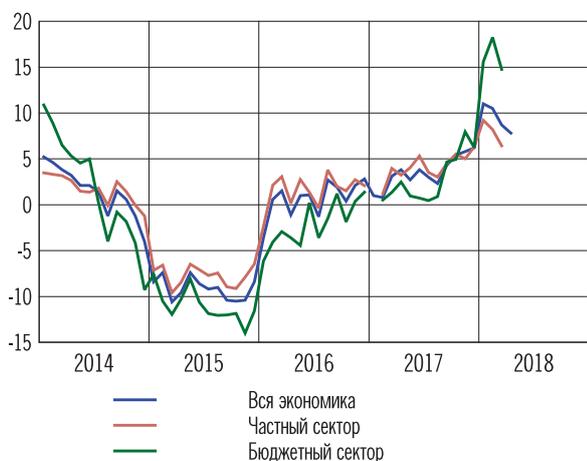
Рисунок 1.28

### Динамика чистой финансовой позиции домохозяйств относительно стабильна (годовое изменение операций банков с населением\*, трлн руб.)



\* Положительные значения — увеличение чистых требований банков к населению.  
Источник: Банк России.

Рисунок 1.29  
Рост реальной заработной платы ожидаемо замедляется  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



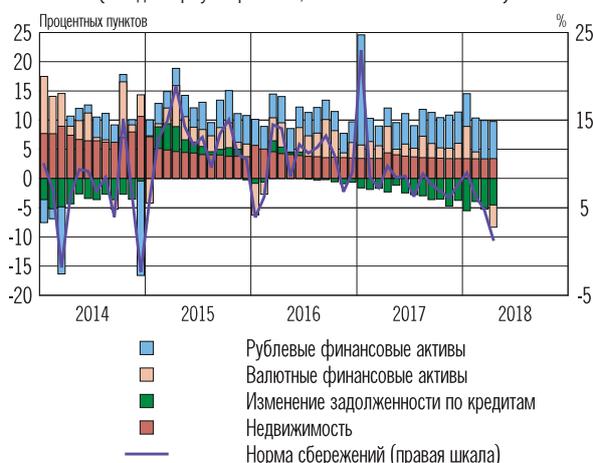
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ускорения роста заработной платы, изменения потребительского поведения, эффекта бюджетных мер. Однако среднесрочная неопределенность сохраняется прежде всего в отношении действия мер бюджетно-налоговой политики.**

Рост реальной заработной платы, существенно ускорившийся в начале года, как и ожидалось, несколько скорректировался (рис. 1.29). В апреле он составил 7,8% в годовом сопоставлении после 8,7% в марте (за I квартал 2018 г. – 10,2%), что соответствовало прогнозу Банка России, сформированному в марте. Можно отметить, что, согласно результатам Мониторинга, доля компаний, запланировавших увеличение заработной платы в 2018 г., существенно снизилась по сравнению с прошлым годом, что подтверждает сохранение умеренных рисков ускорения роста заработной платы. С учетом этого взгляд на развитие ситуации на рынке труда в целом на ближайшие кварталы остался без изменений – ожидается сохранение темпов роста заработной платы вблизи достигнутых уровней при нахождении показателя безработицы на естественном уровне 4,8–5,0% (не создающем дополнительного давления на изменение заработной платы и цен).

Норма сбережений в марте и апреле, по предварительной оценке, снизилась, оказавшись несколько ниже ожидаемого тренда (рис. 1.30). Значительный вклад в это изменение внесло снижение темпа роста валютных активов (сокращение доли прироста валютных активов

Рисунок 1.30  
Снижение нормы сбережений в марте-апреле  
краткосрочно и не несет рисков для инфляции  
(вклад в норму сбережений, с исключением сезонности)



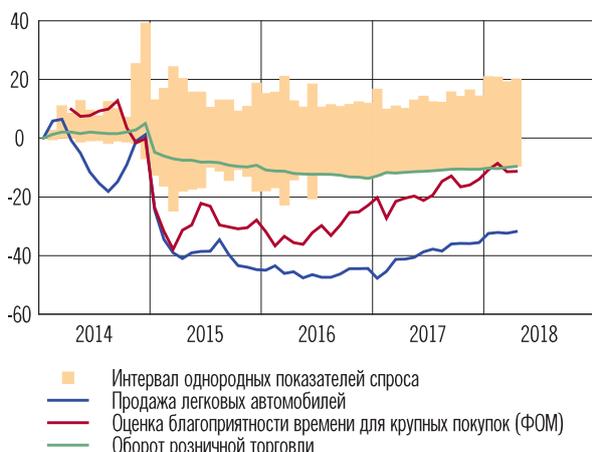
Источник: расчеты Банка России.

к располагаемым доходам). Это было связано с повышением волатильности на валютном рынке и соответствовало реакции на подобные эпизоды, имевшие место на протяжении наблюдений. При этом негативный вклад кредитной задолженности в 2018 г. в изменение нормы сбережений в целом остается стабильным, риски его резкого увеличения оцениваются как невысокие. Как ожидается, с учетом стабилизации курса рубля коррекция вверх нормы сбережений будет происходить уже в ближайшие месяцы с ее дальнейшим выходом на среднесрочный устойчивый уровень 7–9%.

В части бюджетной политики ситуация развивалась в рамках краткосрочного прогноза Банка России. Дефицит консолидированного бюджета продолжил сокращаться значительными темпами, опережая планируемые уровни за счет роста нефтегазовых поступлений на фоне существенного повышения мировых цен на энергоносители. В мае бюджетные проективки на 2018 г. были уточнены с учетом обновления макроэкономического прогноза Правительства Российской Федерации. Изменения в основном коснулись повышения прогноза нефтегазовых доходов бюджета на фоне повышения предполагаемого уровня цен на нефть (прогноз среднегодовой цены на нефть марки Urals пересмотрен в сторону сближения с мартовским базовым сценарием Банка России: в 2018 г. – до \$61 за баррель с \$44 за баррель, в 2019 г. – до \$57 за баррель с \$42 за баррель ранее). При этом объем запланированных бюд-

Рисунок 1.31

### Показатели спроса не достигли уровня 2014 года (прирост в % к январю 2014 г., с исключением сезонности)



Источники: Росстат, ООО «ИНФОМ», расчеты Банка России.

жетных расходов, определяющийся в соответствии с бюджетным правилом при неизменной базовой цене на нефть, был увеличен незначительно. С учетом этого Банк России не изменил взгляд на развитие ситуации в бюджетной сфере и ее влияние на экономику в целом в базовом прогнозе на 2018 год.

В мае был опубликован Указ Президента Российской Федерации «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года», подразумевающий разработку и реализацию широкого круга мер, в том числе, по таким направлениям, как расширение инфраструктурных инвестиций, развитие здравоохранения и образования, повышение качества жизни населения, поддержка несырьевого и высокотехнологичного экспорта. Его реализация может быть основанием для заметного изменения бюджетных проектировок на среднесрочную перспективу. Определенность в отношении дополнительных возможных мер бюджетной политики, скорее всего, появится ближе к концу 2018 г., а их активная реализация начнется уже с 2019 года.

14 июня 2018 г. был анонсирован пакет мер бюджетной политики, реализация которых также намечена со следующего года. Наиболее существенные изменения коснулись повышения пенсионного возраста и увеличения налога на добавленную стоимость в 2019 году. Эффект данных мер на динамику потребительских цен будет реализовываться преимущественно в следующем году, но уже в 2018 г. не исключе-

Рисунок 1.32

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

но наличие некоторого проинфляционного воздействия через изменение инфляционных ожиданий и опережающую подстройку цен.

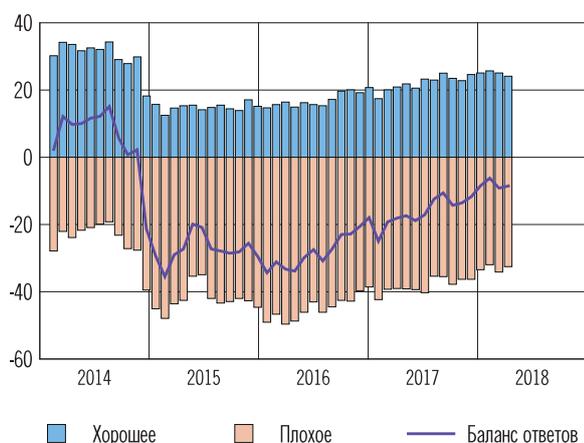
Банк России продолжит внимательно наблюдать за развитием ситуации и по мере появления большей определенности учитывать изменения при формировании макроэкономического прогноза.

**Рост экономической активности происходил в целом в соответствии с ожиданиями, вклад динамики спроса в инфляцию продолжил приближаться к нейтральному, а экономический рост находился вблизи потенциального уровня. В июне-июле дополнительную поддержку экономической активности окажет проведение чемпионата мира по футболу, этот эффект будет краткосрочным и не сопряженным с инфляционными рисками.**

Широкий круг показателей указывает на рост потребительского спроса умеренными темпами, в среднем они находятся вблизи докризисных уровней 2014 г. (рис. 1.31). В апреле оборот розничной торговли продолжил рост как в месячном выражении, так и в годовом сопоставлении (рис. 1.32). Это соответствует ожиданиям Банка России. Данные опроса ООО «ИНФОМ»<sup>8</sup> также указывают на умеренную динамику потребительской активности в мае: оценка благоприятности текущего времени для крупных покупок несколько ухудшилась (рис. 1.33). Од-

<sup>8</sup> <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/inflation/>.

Рисунок 1.33  
Оценка благоприятности времени для крупных покупок  
(в % от всех опрошенных)



Источник: ООО «инФОМ».

нако опрошенные чаще стали говорить о том, что они совершали крупные покупки в последние три месяца. По оценке Банка России, рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств в годовом сопоставлении в I–II кварталах составит 3,5–4,0%.

При сохранении стабильной потребительской активности рост ВВП в целом в I квартале 2018 г., по предварительной оценке, оказался ниже, чем ожидалось ранее. В годовом сопоставлении он составил 1,3% в реальном выражении (оценка – 1,5–2,0% в прогнозе мартовского Доклада) (рис. 1.34). В квартальном выражении темп роста ВВП ускорился относительно IV квартала 2017 г., но в меньшей степени, чем прогнозировалось, – до 0,3 с 0,1% к предыдущему кварталу с учетом сезонной корректировки (в мартовском прогнозе ожидалось ускорение до 0,4–0,6%).

Ниже ожиданий оказался в первую очередь рост инвестиционной активности (рис. 1.35). Замедление роста инвестиций было связано в том числе с краткосрочным фактором – нетипично холодными погодными условиями в марте 2018 г., сказавшимися на активности в строительстве (см. обзор «Экономика»<sup>9</sup> за апрель 2018 г.). Кроме того, на годовых темпах отразилось действие эффекта высокой базы 2017 г. – завершение строительства объектов к чемпионату мира по футболу, а также отдельных крупных инфраструктурных объектов (см. приложение «Экономическое положение регионов

<sup>9</sup> <http://www.cbr.ru/DKP/surveys/ekonomics/>.

Рисунок 1.34  
ВВП в I квартале 2018 г. оказался ниже ожиданий  
за счет влияния разовых факторов  
(структура прироста ВВП по элементам использования,  
к соответствующему периоду предыдущего года)



\* I квартал 2018 г. - оценка Банка России.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.35  
Спад инвестиционной активности в марте обусловлен  
холодной погодой, в апреле началось восстановление  
(прирост в % к январю 2014 г., с устранением сезонности)



Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

России»). Динамика остальных компонентов ВВП оставалась в рамках ранее сложившихся тенденций и находилась вблизи базового прогноза.

В апреле произошло улучшение показателей инвестиционной и производственной активности, что подтверждает временный характер замедления темпов экономического роста в I квартале. Как ожидается, восстановление темпов роста ВВП в квартальном выражении продолжится. Дополнительную поддержку экономической активности окажет проведение чемпионата мира по футболу в июне-июле 2018 года. С учетом анализа потоков расходов и доходов, связанных с проведением мероприятий, текущего состояния экономики России, а так-

же опыта других стран, проводивших аналогичные спортивные мероприятия, положительный вклад данного события в экономический рост, по оценкам Банка России, может достичь 0,1–0,2 п.п. ВВП в 2018 году. Этот эффект может быть реализован преимущественно в II квартале. В первую очередь он будет действовать через повышение объема предоставления услуг в сфере гостиничного и ресторанного бизнеса, услуг транспорта (которые в значительной мере будут реализованы как экспорт услуг), расширение оборота розничной торговли. Действие данного фактора на цены будет кратко-

срочным, локализованным только в отдельных категориях услуг и товаров и в небольшом числе регионов, с учетом этого его влияние на инфляцию в целом будет нейтральным.

Согласно базовому прогнозу, в II и III кварталах рост ВВП к предыдущему кварталу с учетом сезонного и календарного факторов составит 0,2–0,6% (см. обзор «Экономика» за апрель 2018 г.). С учетом действия эффекта базы прошлого года годовой темп роста ВВП в II и III кварталах ожидается на уровне 1,1–1,6%.

## 2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Произошедшие в марте-мае 2018 г. изменения в части внешних и внутренних экономических условий в основном отразились на краткосрочных прогнозах инфляции, компонентов совокупного выпуска, денежно-кредитных показателей и параметров платежного баланса. При этом некоторое изменение Банком России параметров макроэкономического прогноза на среднесрочную перспективу носит скорее уточняющий характер. Основными факторами уточнения прогноза по сравнению с мартовским Докладом стали следующие изменения:

### 1. В части внешних условий:

Как уже отмечено в разделе 1, они привели к некоторой корректировке предпосылок среднесрочного макроэкономического прогноза Банка России, в том числе в части цен на нефть, премии за риск и так далее. Тем не менее влияние этих изменений на краткосрочный прогноз экономической активности и инфляции было в целом небольшим из-за заметного снижения в последнее время чувствительности российской экономики к внешним шокам. Этому способствовали механизм бюджетного правила, снизивший реакцию обменного курса на изменения внешних условий, развитие в последние годы импортозамещения и общее повышение устойчивости российской экономики.

2. В области инвестиционной активности в России в I квартале 2018 г.:

Темпы прироста инвестиций в I квартале 2018 г. оказались несколько хуже ожиданий Банка России, что привело к небольшой корректировке вниз прогноза на 2018 г. валового накопления основного капитала (см. раздел 1).

3. Активное обсуждение в Правительстве Российской Федерации налоговых изменений, в том числе по косвенным налогам на потребление, существенно влияющим на цены.

Банк России учитывал указанные изменения при подготовке макроэкономического прогноза. Однако полностью их эффект будет отражен по мере уточнения информации о параметрах

изменений в будущих выпусках докладов о денежно-кредитной политике.

С учетом корректировки предпосылок в части внешних и внутренних экономических условий **базовый сценарий** развития экономики предполагает постепенное снижение цен на нефть с \$67 за баррель в 2018 г. до 55 и \$50 за баррель в 2019 и 2020 гг. соответственно. Банк России, как и ранее, рассматривает базовый сценарий в качестве основы для принятия решения по ключевой ставке. В дополнение к базовому сценарию пространство вариантов решений формирует сценарий с сохранением цен на нефть вблизи уровней, сложившихся в марте-мае 2018 г. (**сценарий с неизменными ценами на нефть**).

### 2.1. Базовый сценарий

*По уточненным оценкам, годовая инфляция приблизится к целевому уровню Банка России в 2018 г., то есть несколько быстрее по сравнению с прогнозом предыдущего Доклада, и на конец года составит 3,5–4,0%. В 2019 г. возможно ее краткосрочное повышение до 4,0–4,5%, однако уже в начале 2020 г. темпы роста потребительских цен вернутся к 4%.*

*Фактором корректировки вверх прогноза инфляции на 2018 г. и среднесрочную перспективу стало предлагаемое повышение налога на добавленную стоимость в 2019 году. Произошедшее в апреле ослабление рубля, в том числе под действием апрельских санкций в отношении России, окажет влияние на динамику инфляции преимущественно на горизонте 2018 года. В дальнейшем на прогнозном горизонте их влияние на курс будет исчерпано.*

Апрельское расширение внешних санкций в отношении ряда крупных российских компаний реального сектора оказало повышательное

Рисунок 2.1



Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть марки Urals (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежной инфляции).  
Источник: расчеты Банка России.

давление на уровень премии за риск для России и привело к ослаблению рубля. Его масштаб был отчасти компенсирован формированием цен на нефть в марте-мае на более высоком уровне, чем ожидалось. В дальнейшем на горизонте 2018 г. влияние санкций на финансовые рынки, деловые настроения и динамику курса рубля будет нивелировано. Однако потенциал укрепления рубля будет ограничен с учетом ожидаемого снижения цен на нефть, а также в целом роста волатильности на мировых финансовых рынках и чувствительности инвесторов к риску на фоне более активной нормализации денежно-кредитной политики развитых стран и пересмотра перспектив роста отдельных стран с формирующимися рынкам. С учетом этого рубль сложится слабее по сравнению с базовым сценарием мартовского Доклада (рис. 2.1).

Указанные факторы окажут повышательное давление на темп прироста потребительских цен в России в 2018 г., однако не приведут к превышению инфляцией целевого уровня Банка России по ряду причин (рис. 2.2). Во-первых, действие бюджетного правила продолжит сглаживать влияние волатильности внешней конъюнктуры на обменный курс и, как результат, на инфляцию, а также в целом на внутренние экономические показатели России. Во-вторых, к II кварталу 2018 г. сложился достаточно низкий уровень инфляции. Это произошло в значи-

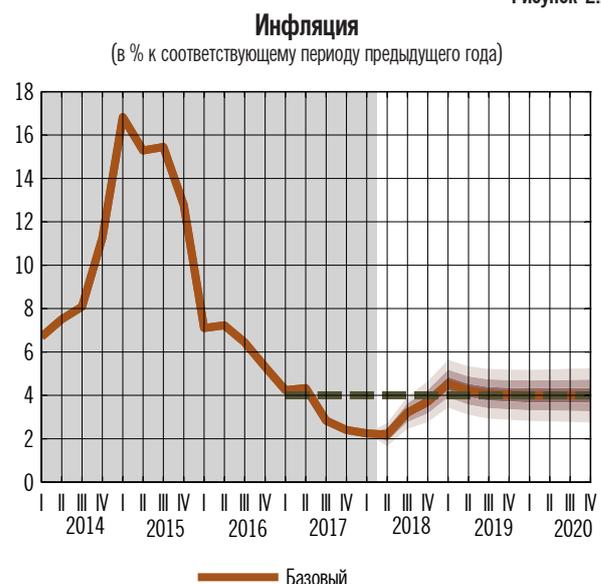
тельной мере под влиянием факторов временного характера, действовавших в 2017 – начале 2018 г. (см. декабрьский Доклад). Сформировавшаяся низкая база обеспечила своего рода «запас» для динамики инфляции: ее повышение в текущих условиях приведет лишь к более быстрому возвращению инфляции к цели.

После 2018 г. заметного влияния внешних условий на курс рубля и инфляцию в России не ожидается. В среднесрочной перспективе совокупное влияние внешних условий на внутренние цены в базовом сценарии оценивается как относительно небольшое, не препятствующее закреплению инфляции вблизи 4%.

**Фактором некоторого повышения прогноза инфляции на 2018 г. стало увеличение в II квартале проинфляционного давления со стороны динамики цен энергоносителей в большем масштабе, чем ожидалось в мартовском Докладе. Действие этого фактора на горизонте 2018 г. будет постепенно ослабевать, в том числе под влиянием введения с июня пониженных ставок акцизов на моторное топливо, и в среднесрочной перспективе нивелируется в условиях постепенного снижения цен на нефть.**

Сложившиеся на более высоком уровне, чем в базовом сценарии мартовского Доклада, цены на нефть в совокупности с более слабым

Рисунок 2.2



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.

рублем способствовали росту как российских экспортных цен на энергоносители, так и внутренних цен на нефть и нефтепродукты, что, в свою очередь, отразилось на увеличении издержек российских предприятий. Действие этого фактора, по оценкам Банка России, придется главным образом на 2018 г. (подробно его влияние на цены рассматривается в разделе 1).

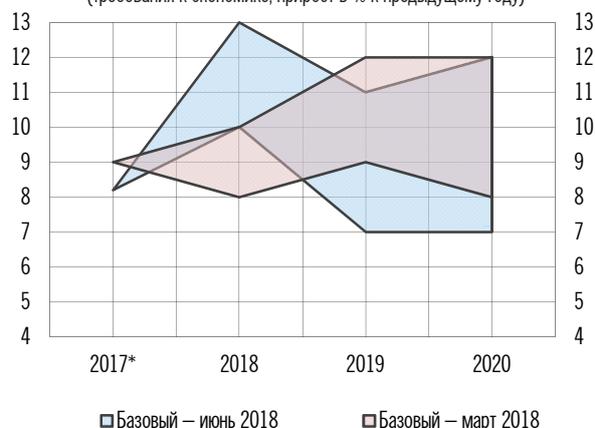
**Денежно-кредитные условия на прогнозном горизонте продолжают постепенно приближаться к нейтральным. Этому будут способствовать принятые Банком России решения по денежно-кредитной политике, направленной на поддержание ценовой стабильности в российской экономике. Окончательный переход к нейтральной денежно-кредитной политике может произойти несколько позже, чем оценивал Банк России, с учетом влияния мер Правительства в области бюджетно-налоговой политики на инфляцию и инфляционные ожидания.**

Внутренние финансовые условия в российской экономике на прогнозном горизонте продолжат формироваться в условиях взвешенного подхода экономических агентов к принятию риска, а также под влиянием принятых Банком России решений по денежно-кредитной политике, включая решения, принятые 28 апреля и 15 июня о сохранении ключевой ставки на уровне 7,25% годовых. С учетом влияния предложенных Правительством Российской Федерации налогово-бюджетных мер на инфляцию и инфляционные ожидания требуется замедление перехода к нейтральной денежно-кредитной политике. Небольшую степень жесткости денежно-кредитных условий необходимо сохранить для ограничения масштаба вторичных эффектов и сохранения годовых темпов роста потребительских цен вблизи 4%. На среднесрочном горизонте изменения ключевой ставки будут определяться динамикой инфляции и экономической активности относительно прогноза.

Под влиянием накопленного эффекта от уже принятых решений по денежно-кредитной политике Банка России ставки в экономике будут постепенно снижаться. С учетом пересмотра прогноза инфляции и внешних условий потенциал снижения ключевой ставки для достижения нейтрального уровня снизился по сравне-

Рисунок 2.3

**Базовый прогноз роста кредита экономике повышен на 2018 г. с учетом вклада курсовой переоценки**  
(требования к экономике, прирост в % к предыдущему году)



\* Фактические данные за 2017 г. в сценариях марта и июня различаются в связи с пересмотром статистики.  
Источник: расчеты Банка России.

нию с оценками в мартовском Докладе. В части неценовых условий кредитования банки, как и ранее, продолжат придерживаться консервативного подхода и руководствоваться прежде всего взвешенной оценкой финансового положения заемщиков. Таким образом, как и в базовом сценарии мартовского Доклада, ожидается, что смягчение неценовых условий кредитования будет постепенным и взвешенным, а переключение банков на более рискованные сегменты кредитного рынка – плавным и осторожным.

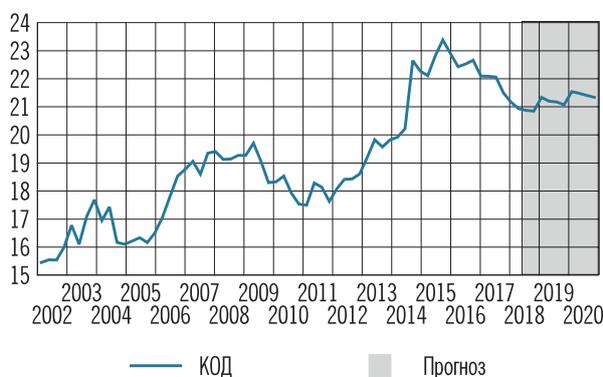
Политика банков по смягчению ценовых и неценовых условий кредитования будет способствовать улучшению доступности кредита и расширению возможностей для использования его в качестве источника финансирования инвестиций и потребления.

Оценки в части динамики кредита<sup>1</sup> экономике в целом были несколько скорректированы вверх по сравнению с мартовским Докладом (рис. 2.3). Наиболее существенная корректировка коснулась оценки на 2018 год. Основанием для нее стало увеличение вклада валютной переоценки в изменение задолженности по кре-

<sup>1</sup> 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 предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевого ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Рисунок 2.4

**Долговая нагрузка экономики\* останется на относительно низких уровнях**  
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



\* На прогнозе долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала.

Источник: расчеты Банка России.

диту под влиянием произошедшего в II квартале ослабления рубля. Его эффект (см. раздел 1), сохранится на горизонте 2018 г., после чего курс рубля хотя и останется слабее, чем предполагалось в мартовском Докладе, его динамика будет сопоставимой. С учетом этого годовой темп прироста кредита экономике в 2018 г. сложится в диапазоне 10–13%, после чего на горизонте 2019–2020 гг. замедлится до 7–12%, приблизившись к оценкам мартовского Доклада. Снижение годовых темпов роста кредитной активности на среднесрочном горизонте обусловлено эффектом высокой базы 2018 года. Аналогичным образом были несколько скорректированы по сравнению с мартовским Докладом оценки динамики кредита по секторам (физическим и юридическим лицам), которые более подробно будут рассмотрены далее.

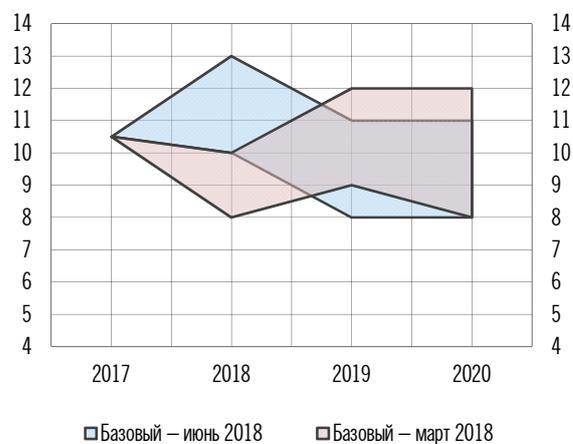
Спрос на кредит в рамках базового сценария, по оценкам Банка России, будет поддерживаться преимущественно динамикой доходов, не приводя к накоплению избыточной долговой нагрузки и способствуя поддержанию сбалансированного роста потребительской и инвестиционной активности. Соответствующая этому росту совокупная долговая нагрузка<sup>2</sup> на прогнозном горизонте стабилизируется на уровне около 20–22% ВВП, что соответствует оценкам

<sup>2</sup> 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 2.5

**Прогноз роста денежной массы повышен в соответствии с уточнением прогноза кредита**

(денежная масса в национальном определении, прирост в % к предыдущему году)



Источник: расчеты Банка России.

мартовского Доклада (рис. 2.4). В случае возникновения рисков и дисбалансов на отдельных сегментах кредитного рынка Банк России будет нивелировать их мерами макропрudenциальной политики.

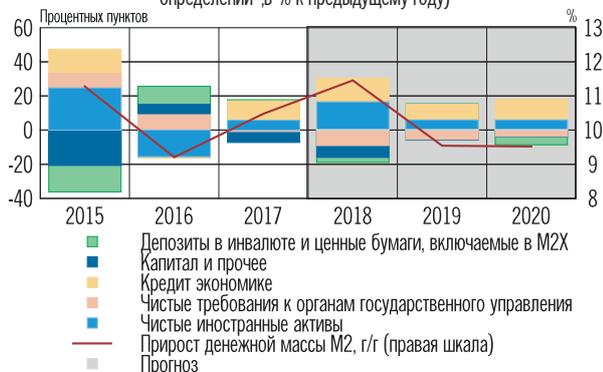
**Динамика денежных агрегатов на прогнозном горизонте будет соответствовать динамике экономической активности, обеспечивая нормальное функционирование финансовой системы без дополнительного проинфляционного давления.**

Темп прироста денежной массы пересмотрен вверх по сравнению с мартовским Докладом – с 8–10 до 10–13% в 2018 г. (рис. 2.5). Главным образом это связано с корректировкой вверх оценки роста кредита экономике, который, как и ранее, будет вносить основной вклад в динамику денежной массы в национальном определении на всем прогнозном горизонте. Оценка вклада изменения чистых иностранных активов банковской системы в рост денежной массы также существенно скорректирована вверх под влиянием более слабого, чем в базовом сценарии мартовского Доклада, рубля. В дальнейшем на прогнозном горизонте эффект курса будет постепенно нивелироваться. В условиях постепенного замедления роста кредита темпы прироста денежной массы приблизятся к оценкам базового сценария мартовского Доклада и составят 8–11% в 2019–2020 годах.

Рисунок 2.6

### Основной вклад в увеличение денежной массы на прогнозном горизонте продолжит вносить кредит экономике

(вклады компонент в темпы прироста денежной массы в национальном определении\*, в % к предыдущему году)



\* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа роста денежной массы в национальном определении, соответствующего середине прогнозного диапазона.  
Источник: расчеты Банка России.

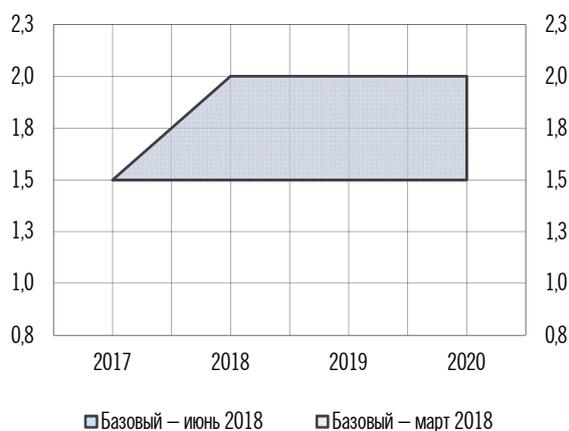
Вклад чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы будет постепенно сокращаться в условиях последовательной реализации Правительством Российской Федерации политики фискальной консолидации и действия механизма накопления фондов в рамках бюджетного правила. В условиях умеренного расходования фондов динамика денежной базы будет соответствовать динамике денежной массы и определяться преимущественно изменением наличных денег в экономике (рис. 2.6).

**Вклад деловой активности в инфляцию останется в рамках мартовского прогноза. Этому продолжит способствовать в том числе формирование денежно-кредитных условий в соответствии с ожиданиями участников экономики в условиях последовательной и открытой денежно-кредитной политики. Некоторая корректировка прогноза возможна по мере уточнения информации о расчете относительно реализации налоговых изменений, обсуждаемых в Правительстве Российской Федерации, а также о ходе реализации структурных и институциональных преобразований в российской экономике.**

Годовой темп прироста ВВП в рамках базового прогноза, по оценкам Банка России, на всем среднесрочном горизонте останется близок к потенциальному с учетом сохранения текущей структуры экономики и составит, как и в мартовском Докладе, 1,5–2,0% (рис. 2.7,

Рисунок 2.7

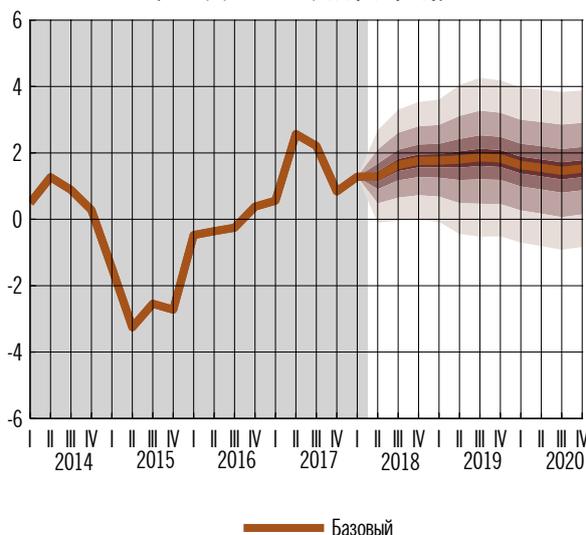
### Прогноз роста ВВП не пересмотрен по сравнению с мартовским Докладом (ВВП, прирост в % к предыдущему году)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.8

### Рост экономической активности близок к потенциальному уровню (ВВП, прирост в % к предыдущему году)



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.

2.8). В 2019 г. есть риск некоторого замедления деловой активности. Однако в случае успешной реализации запланированных мер в среднесрочной перспективе ожидается более быстрый рост экономики по сравнению с текущим прогнозом Банка России.

Среди компонентов использования ВВП наиболее заметно пересмотр коснулся оценок темпов прироста валового накопления основного капитала и валового накопления в целом.

Рисунок 2.9

### Прогноз роста валового накопления основного капитала снижен с учетом уточнения статистики 2017 — начала 2018 г.



\* Фактические данные за 2017 г. в сценариях марта и июня различаются в связи с пересмотром статистики.  
Источник: расчеты Банка России.

Годовой темп прироста валового накопления основного капитала (рис. 2.9), по оценкам в рамках базового сценария, в 2018 г. составит 2,7–3,2% (в мартовском Докладе – 3,5–4,0%). Корректировка оценок валового накопления основного капитала связана с двумя ключевыми факторами:

1. Пересмотр Росстатом компонентов ВВП на 2017 год. Оценка годового темпа прироста валового накопления основного капитала на 2017 г. была пересмотрена с 3,6 до 4,3%. Пересмотр фактических данных в сторону повышения в силу эффекта базы отразился в более низкой оценке годовых темпов прироста валового накопления основного капитала в 2018 г. по сравнению с прогнозом мартовского Доклада.

2. Более слабый, чем ожидалось, рост инвестиционной активности в I квартале 2018 г. также внес вклад в снижение оценки годового темпа прироста валового накопления основного капитала на 2018 год.

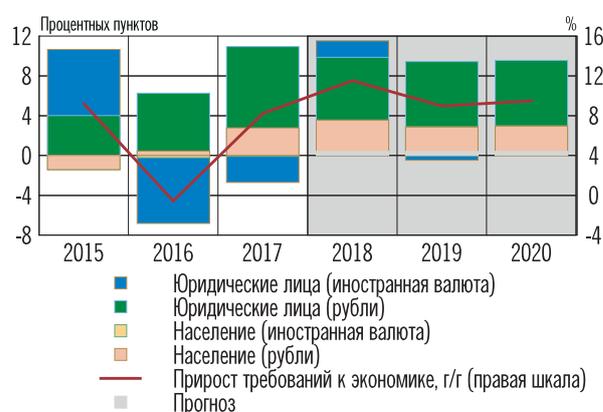
В дальнейшем на прогнозном горизонте она несколько скорректируется вниз и сложится в диапазоне 2,2–2,7% (в мартовском Докладе – 2,5–3,7%)

Поддержку инвестиционной активности в 2018–2020 гг. продолжит оказывать восстановление кредитования корпоративного сектора. Его годовые темпы прироста составят 9–11% в 2018 г. и 6–10% на оставшейся части прогнозного горизонта (в мартовском Докладе – 7–9 и 7–11% соответственно). В корпора-

Рисунок 2.10

### Продолжится расширение кредитования как компаний, так и населения

(вклады в прирост требований\* к экономике, % к предыдущему году)

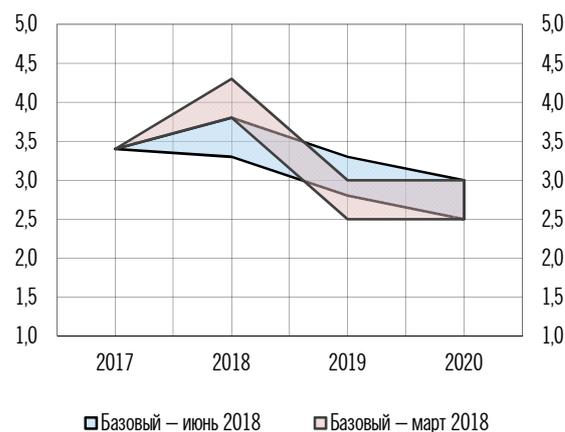


\* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа роста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного диапазона.  
Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.11

### Рост потребления домохозяйств останется устойчивым, несколько пересмотрена траектория по годам

(конечное потребление домашних хозяйств, прирост в % к предыдущему году)



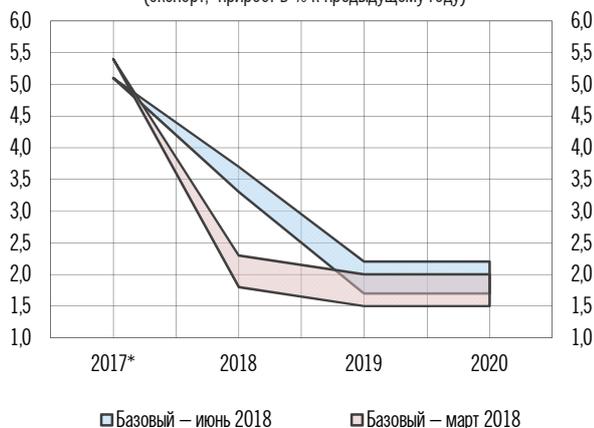
Источник: расчеты Банка России.

тивном секторе, как предполагалось и в мартовском Докладе, ожидается продолжение кредитной разгрузки, в результате которой долговая нагрузка компаний стабилизируется на прогнозном горизонте на уровне около 16% ВВП. Более существенное, чем в базовом прогнозе, расширение инвестиционной активности возможно в случае успешной реализации структурных преобразований в российской экономике (рис. 2.10).

На пересмотр оценки динамики валового накопления в целом оказало влияние также повышение неопределенности в 2018 г. под действием введенных в I квартале санкций в отношении компаний реального сектора – прежде всего через канал ожиданий и опосредованно через ди-

Рисунок 2.12

**В 2018 г. ожидается более высокий рост экспорта  
с учетом уверенной динамики внешнего спроса**  
(экспорт, прирост в % к предыдущему году)

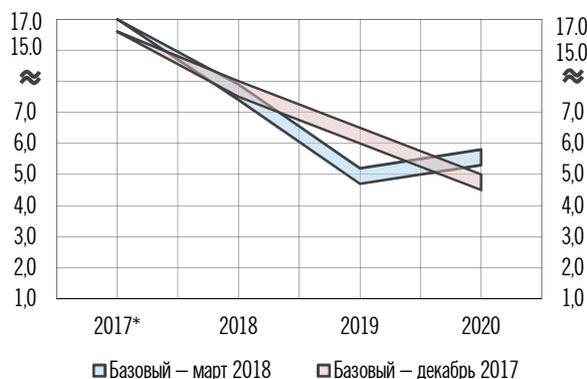


\* Фактические данные за 2017 г. в сценариях марта и июня различаются в связи с пересмотром статистики.

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.13

**Рост импорта будет происходить,  
как и ожидалось, пропорционально росту спроса  
с учетом курсовой динамики**  
(импорт, прирост в % к предыдущему году)



\* Фактические данные за 2017 г. в сценариях марта и июня различаются в связи с пересмотром статистики.

Источник: расчеты Банка России.

намику курса рубля. Указанные факторы, как ожидается, будут способствовать более осторожной оценке компаниями перспектив спроса на их продукцию, что отчасти уже наблюдается в результатах опросов предприятий. Так,

по данным опроса ИЭП им. Е.Т. Гайдара, текущая динамика спроса оценивается как относительно слабая. В этих условиях оценка запасов готовой продукции стагнирует. Данные опроса PMI также указывают на замедление динами-

Таблица 2.1

### Основные параметры прогнозных сценариев Банка России (июнь 2018 г.)

(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2017 (факт)	2018		2019		2020	
		Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизмен- ные цены на нефть	Базовый	Неизмен- ные цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	53	67	69	55	70	50	70
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	2,5	3,5-4,0	3,5-4,0	4,0-4,5	4,0-4,5	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,5	2,5-3,5	2,5-3,5	4,0-4,5	4,0-4,5	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	1,5	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0
Расходы на конечное потребление	2,6	2,5-3,0	2,5-3,0	2,3-2,8	2,5-3,0	2,0-2,5	2,0-2,5
– домашних хозяйств	3,4	3,3-3,8	3,4-3,8	2,8-3,3	3,2-3,6	2,5-3,0	2,5-3,0
Валовое накопление	7,4	0,5-1,5	0,7-1,7	2,2-3,2	3,3-4,3	1,7-2,7	2,0-3,0
– валовое накопление основного капитала	4,3	2,7-3,2	2,7-3,2	2,2-2,7	2,8-3,3	2,2-2,7	2,2-2,6
Экспорт	5,1	3,3-3,7	3,3-3,7	1,7-2,2	1,7-2,2	1,7-2,2	1,7-2,2
Импорт	17,4	7,4-7,9	7,5-8,0	4,7-5,2	6,4-6,9	5,3-5,8	5,7-6,2
Денежная масса в национальном определении	10,5	10-13	11-14	8-11	8-11	8-11	8-11
Кредит нефинансовым и финансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	8,2	10-13	11-14	7-11	7-11	7-12	7-12
– кредит нефинансовым и финансовым организациям в рублях и иностранной валюте, в % прирост за год	7,1	9-11	10-12	6-9	6-9	6-10	7-10
– кредит населению в рублях и иностранной валюте, в % прирост за год	12	13-18	15-19	10-13	11-14	10-13	9-12

ки новых заказов. Запасы готовой продукции опрашиваемых IHS Markit компаний сокращаются.

В части прочих компонентов ВВП коррективировка прогноза была в целом незначительной, в особенности за горизонтом 2018 года.

**Рост потребительского спроса, по оценкам в рамках базового прогноза Банка России, останется умеренным и не будет создавать проинфляционного давления в экономике.**

Оценка темпа прироста расходов домохозяйств на конечное потребление в 2018 г. несколько снижена по сравнению с мартовским Докладом – с 3,8–4,3 до 3,3–3,8%, что связано преимущественно с удорожанием импортной продукции в условиях ослабления рубля (рис. 2.11). В дальнейшем на прогнозном гори-

зонте траектория потребления останется в рамках ожиданий мартовского Доклада. Годовой темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление, по оценкам Банка России, в 2019–2020 гг. будет постепенно замедляться и сложится в диапазоне 2,5–3,3%, что в целом близко к оценкам мартовского Доклада (2,5–3,0%).

Поддержку потребительскому спросу будет оказывать, как и ранее, преимущественно динамика доходов населения. В условиях сохранения сбалансированной ситуации на рынке труда, по оценкам Банка России, продолжится рост заработной платы в реальном выражении. Его темпы будут соответствовать динамике производительности труда, не создавая проинфляционного давления. Помимо доходов, поддержку потребительскому спросу продолжит оказывать также восстановление кредитной

Таблица 2.2

## Показатели платежного баланса России\*

(млрд долл. США)

	2017 (оценка)	2018		2019		2020	
		Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть
<b>Счет текущих операций</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>47</b>	<b>86</b>	<b>32</b>	<b>84</b>
Торговый баланс	115	166	172	129	174	115	174
Экспорт	353	425	435	390	452	384	468
Импорт	-238	-259	-263	-261	-278	-269	-294
Баланс услуг	-31	-31	-31	-31	-33	-31	-33
Экспорт	58	65	65	66	67	69	70
Импорт	-89	-96	-96	-97	-100	-100	-104
Баланс первичных и вторичных доходов	-49	-50	-54	-51	-55	-52	-57
Счет операций с капиталом	0	0	0	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>47</b>	<b>86</b>	<b>32</b>	<b>84</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-16</b>	<b>-26</b>	<b>-25</b>	<b>-12</b>	<b>-24</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	13	4	6	3	5	4	5
Частный сектор	-29	-30	-31	-16	-29	-12	-24
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-23</b>	<b>-60</b>	<b>-62</b>	<b>-35</b>	<b>-63</b>	<b>-24</b>	<b>-65</b>

\* В знаках РПБ5.

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

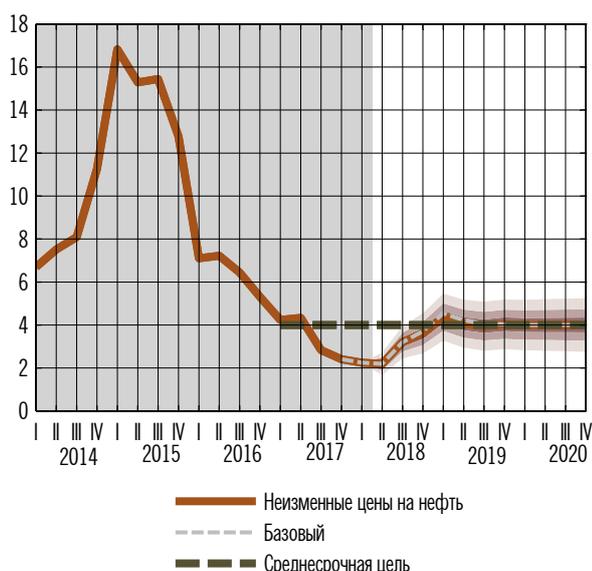
активности годовым темпом 13–18% в 2018 г. и 10–13% на оставшейся части прогнозного горизонта. Рост кредита, как и в рамках мартовского прогноза, будет сопровождаться незначительным по объемам и плавным по динамике накоплением долговой нагрузки. Эти процессы, как ожидается, не создадут значимых рисков для финансовой стабильности. Однако в случае возникновения признаков дисбалансов на отдельных сегментах рынка Банк России будет нивелировать их мерами макропруденциальной политики.

Потребительский и инвестиционный спрос, как и ранее, будет удовлетворяться за счет товаров отечественного и импортного производства. С учетом более слабого рубля и более низкой траектории роста валового накопления основного капитала по сравнению с мартовским Докладом темп прироста импорта в реальном выражении также сложится несколько ниже. В 2018 г. он составит 7,4–7,9% (в предыдущем выпуске Доклада – 7,5–8,0%), в дальнейшем на прогнозном горизонте скорректируется до 4,7–5,8% (рис. 2.13).

В условиях уверенной текущей динамики и сохранения относительно стабильного внешнего спроса ожидается более быстрый рост экспорта в реальном выражении

Рисунок 2.14

**Инфляция сложится вблизи оценок базового прогноза на всем среднесрочном горизонте**  
(ИПЦ, в % соответствующему периоду прошлого 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.

(рис. 2.12). По оценкам Банка России, он сложится в диапазоне 3,3–3,7% (в предыдущем Докладе – 1,8–2,3%). В дальнейшем на прогнозном горизонте годовой темп прироста экспорта в реальном выражении скорректируется до 1,7–2,2%, что соответствует его относительно устойчивому темпу прироста с учетом сохранения ограничений со стороны текущей структуры экономики. В результате вклад чистого экспорта на прогнозном горизонте в рост ВВП останется небольшим отрицательным.

В стоимостном выражении рост экспорта товаров и услуг в 2018 г. будет заметно опережать рост импорта, в результате чего положительное сальдо счета текущих операций расширится до 5% ВВП. В дальнейшем на прогнозном горизонте сокращение стоимостного объема экспорта в условиях снижения цен на нефть и продолжающегося роста импорта приведет к постепенному сокращению сальдо текущего счета до 2% к 2020 г. (см. приложение «Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы»).

**Поддержанию инфляции вблизи 4% на прогнозном горизонте будут способствовать постепенное снижение инфляционных ожиданий и ослабление их чувствительности к факторам временного характера, в том числе под влиянием последовательной политики Банка России, направленной на поддержание макроэкономической стабильности и информационную открытость.**

Для этого Банк России использует в том числе такие инструменты, как материалы и мероприятия по повышению финансовой грамотности населения, с одной стороны, и набор информационно-аналитических материалов, раскрывающих факторы принятых решений по денежно-кредитной политике и параметры прогноза на среднесрочную перспективу, с другой стороны (см. следующие разделы на сайте Банка России: «Денежно-кредитная политика», «Информационно-аналитические материалы» и «Экономические исследования»<sup>3</sup>).

<sup>3</sup> Раздел «Денежно-кредитная политика»: <http://www.cbr.ru/DKP/>; раздел «Информационно-аналитические материалы»: <http://www.cbr.ru/analytics/>; раздел «Экономические исследования»: [http://www.cbr.ru/ec\\_research/](http://www.cbr.ru/ec_research/).

## 2.2. Сценарий с неизменными ценами на нефть

Пересмотр предпосылок по ценам на нефть, как и в рамках мартовского Доклада, не оказал существенного влияния на траектории основных макроэкономических показателей, а также ключевой ставки по сравнению с базовым сценарием. Как и в базовом прогнозе, это является следствием возросшей устойчивости российской экономики к изменению внешних условий, в том числе благодаря действию механизма бюджетного правила.

**Инфляция сложится вблизи оценок базового прогноза на всем среднесрочном горизонте (рис. 2.14), однако баланс факторов, определяющих ее динамику, будет несколько другим.**

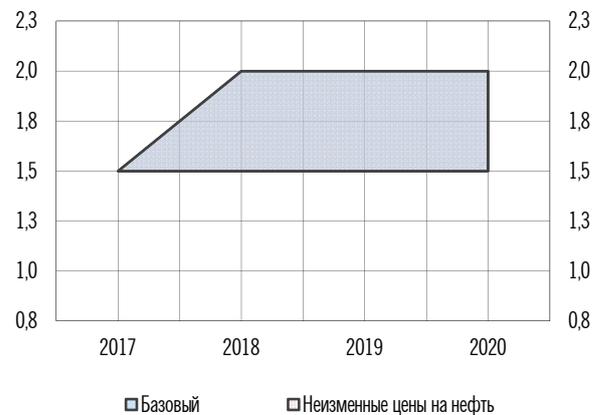
В условиях отсутствия в данном сценарии понижающей динамики цен на нефть на горизонте 2018 г. рубль будет крепче, чем в базовом сценарии, что будет способствовать некоторому смягчению инфляционного фона.

Более существенным, чем в базовом сценарии, будет вклад в инфляцию изменения деловой активности. Сохранение относительно высоких цен на нефть поддержит производство сырьевых товаров, а также окажет повышающее давление на ожидания и настроения участников экономики. В этих условиях темп прироста ВВП на прогнозном горизонте будет близок к базовому сценарию и будет расти темпом, близким к потенциальному с учетом сохранения текущей структуры экономики, который оценивается Банком России в 1,5–2,0% (рис. 2.15, 2.16). В среднесрочной перспективе могут происходить колебания темпа прироста ВВП в указанном диапазоне. Достижение более высоких темпов возможно в случае успешной реализации структурных реформ и институциональных преобразований в российской экономике.

Поддержку росту ВВП на горизонте 2018–2019 гг. окажет ускорение роста как потребительских, так и инвестиционных расходов по сравнению с базовым сценарием (рис. 2.17, 2.18).

Годовой темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление в 2018 г. сло-

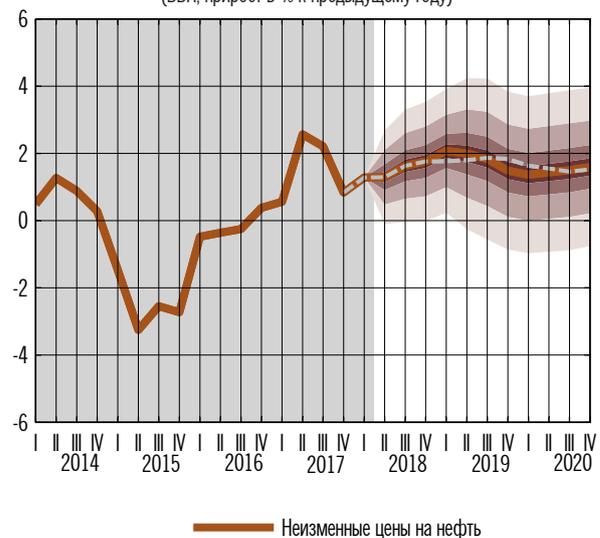
Рисунок 2.15  
Интервальный прогноз роста ВВП в базовом и альтернативном сценариях совпадает (ВВП, прирост в % к предыдущему году)



Источник: расчеты Банка России.

жится ближе к верхней границе интервала базового сценария и, по оценкам Банка России, составит 3,4–3,8%. В дальнейшем на прогнозном горизонте годовые темпы прироста потребления будут постепенно приближаться к оценкам базового сценария. Поддержку потреблению, как и в базовом сценарии, будет оказывать прежде всего рост доходов (в частности, заработной платы) в реальном выражении, а также расширение кредитной активности – несколько более интенсивное, чем

Рисунок 2.16  
Рост ВВП при сохранении текущего уровня цен на нефть в 2018 г. будет несколько выше базового сценария (ВВП, прирост в % к предыдущему году)

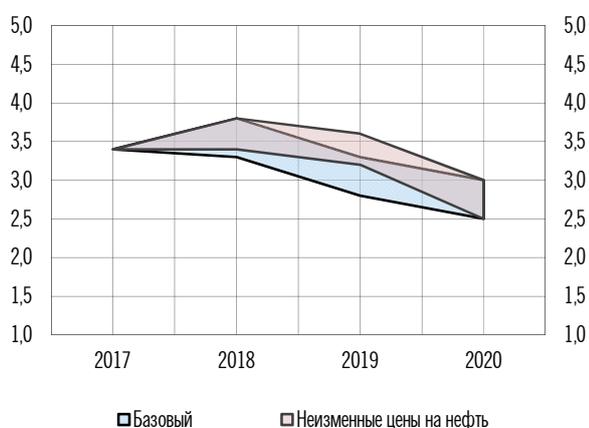


Примечание: затененные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП.  
Источник: расчеты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

Рисунок 2.17

**Рост потребления окажется немного выше  
за счет динамики доходов и настроений...**

(конечное потребление домашних хозяйств, прирост в % к предыдущему году)

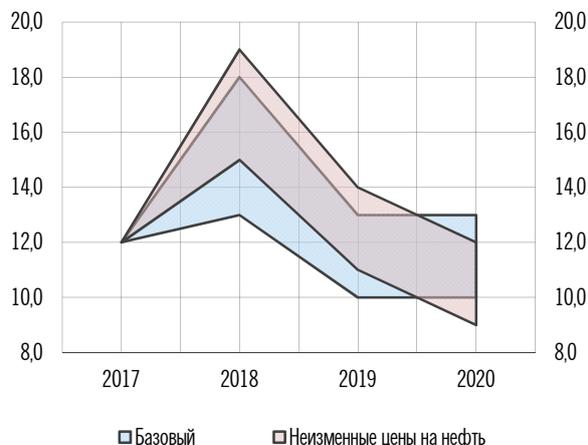


Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.19

**...на фоне несколько более активного роста  
кредитования как домохозяйств...**

(требования к населению, прирост в % к предыдущему году)

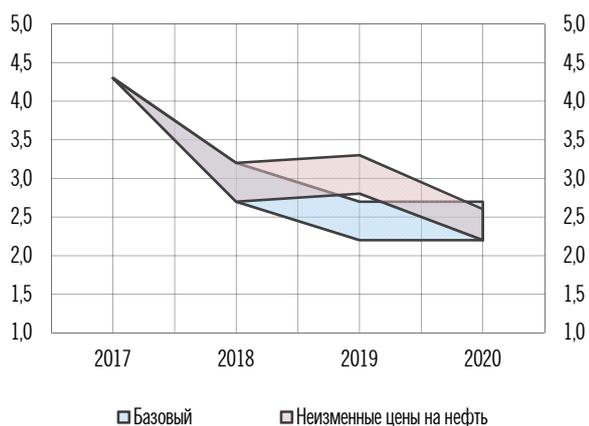


Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.18

**...как и рост инвестиций...**

(валовое накопление основного капитала, прирост в % к предыдущему году)

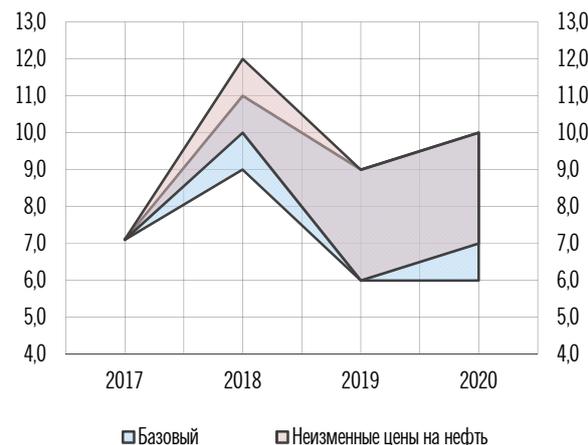


Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.20

**...так и компаний**

(требования к компаниям, прирост в % к предыдущему году)



Источник: расчеты Банка России.

в базовом сценарии (рис. 2.19). Годовой темп прироста кредита населению в 2018 г. составит 15–19%, после чего постепенно замедлится в среднесрочной перспективе до 11–14 и 9–12% в 2019 г. и 2020 г. соответственно. Ускорение роста заработной платы и денежных агрегатов, по оценкам Банка России, останется умеренным и не будет оказывать проинфляционного давления.

Рост валового накопления основного капитала будет устойчиво превышать по темпам оценки базового сценария на всем прогнозном горизонте. Преимущественно это связано с более стабильными, чем в базовом сценарии, внешними условиями, что отражается на настроениях реального сектора и, соответственно, инвестиционных планах компаний. Годовой темп

прироста валового накопления основного капитала составит 2,7–3,3% в 2018–2019 гг., после чего в среднесрочной перспективе скорректируется к 2,2–2,6%. Как и в базовом сценарии, расширение инвестиций будет происходить как за счет собственных, так и заемных средств. По оценкам Банка России, годовой темп прироста требований к корпоративному сектору в целом будет близок к оценкам базового сценария на всем прогнозном горизонте и составит 10–12% в 2018 г. и 6–10% в среднесрочной перспективе (рис. 2.20).

С учетом незначительных корректировок параметров макроэкономического прогноза в данном сценарии по сравнению с базовым денежно-кредитная политика в нем будет близка к оценкам базового прогноза.

### 2.3. Риски среднесрочного прогноза

С учетом изменения внешних и внутренних условий баланс рисков несколько больше, чем в марте, сместился в сторону проинфляционных. В части источников возникновения рисков для инфляции и экономики преобладают факторы, связанные с эффектом принятых налогово-бюджетных решений и внешним фоном для России. В части внутренних экономических условий основным фактором повышения инфляционных рисков является возможное изменение параметров бюджетной политики как в части расходов, так и налоговых изменений, в том числе по косвенным налогам на потребление, существенно влияющим на формирование цен. Банк России продолжит внимательно следить за развитием ситуации и по мере появления большей определенности учитывать изменения при формировании макроэкономического прогноза.

По сравнению с мартом несколько повысилась неопределенность с точки зрения изменения в среднесрочной перспективе макроэкономической политики крупнейших экономик. Она усилилась в апреле-мае под влиянием уже введенных и возможных в будущем санкций в отношении России.

В части крупнейших экономик, как и ранее, по-прежнему не исключено проведение более быстрой, чем заложено в предпосылках прогноза Банка России, нормализации денежно-кредитной политики. В случае реализации это окажет повышательное давление на ставки на мировых финансовых рынках, что может негативно сказаться на привлекательности для иностранных инвесторов активов развивающихся рынков, в том числе российских. Кроме того, усилившиеся риски торговых войн могут способствовать замедлению роста мировой экономики, что также может транслироваться в динамику курса рубля, инфляции и инфляционных ожиданий в России.

Банк России, как и ранее, продолжит следить за ситуацией на мировых финансовых рынках, а также учитывать изменения геополитических условий и риторику мировых центральных банков при построении прогнозов макроэкономических

показателей и принятии решений по денежно-кредитной политике.

В части внутренних экономических условий основным фактором повышения инфляционных рисков является возможное изменение параметров бюджетной политики как в части расходов, так и налоговых изменений, в том числе по косвенным налогам на потребление, существенно влияющим на формирование цен. Банк России продолжит внимательно следить за развитием ситуации и по мере появления большей определенности учитывать изменения при формировании макроэкономического прогноза.

Остальные риски в целом не претерпели существенных изменений по сравнению с мартовским Докладом и остаются умеренными.

Во-первых, в условиях роста экономики и повышения оптимизма участников рынка относительно его продолжения в среднесрочной перспективе возможен более интенсивный, чем заложено в прогнозах Банка России, рост заработной платы на прогнозном горизонте, превышающий по темпам увеличение производительности труда. Условия для ускоренного роста создает в том числе сохранение дисбаланса спроса и предложения на отдельных сегментах рынка труда (например, в отдельных регионах или видах деятельности), ограниченной мобильности трудовых ресурсов, недостатка предложения труда квалифицированных работников и так далее. Это может привести к отклонению инфляции вверх от целевого уровня 4%. В марте-апреле ситуация на рынке труда соответствовала ожиданиям Банка России (см. раздел 1). В дальнейшем Банк России продолжит регулярно отслеживать динамику заработной платы и производительности труда в экономике.

Во-вторых, по мере повышения оптимизма участников экономики в отношении перспектив ее роста возможно более уверенное, чем ожидается в рамках прогноза, ускорение роста не только заработной платы, но и потребительских расходов домашних хозяйств, что, в свою очередь, может сопровождаться более активным ростом необеспеченного потребительского кредитования. Ускоренное по сравнению с параметрами прогноза и устойчивое увеличение потребительского спроса может привести

к дополнительному проинфляционному давлению в среднесрочной перспективе. Кроме того, в случае если активизация спроса на кредит будет превышать рост доходов населения и компаний, не исключено накопление избыточной долговой нагрузки, что на прогнозном горизонте может быть риском и для финансовой стабильности. Оба эти фактора Банк России, как и ранее, продолжит регулярно оценивать и учитывать в рамках среднесрочного макроэкономического прогноза. В случае актуализации риска избыточного роста потребительского кредитования Банк России не исключает возможности применения на отдельных сегментах кредитного рынка мер макропруденциальной политики, включая повышение коэффициентов риска для отдельных категорий заемщиков или пересмотр всей шкалы коэффициентов риска в зависимости от значимости потенциального влияния на финансовую стабильность.

В-третьих, динамика инфляционных ожиданий хотя и демонстрирует заметно большую,

чем ранее, устойчивость к действию разовых факторов, но по-прежнему подвержена реакции на изменение внешних условий и колебания цен на отдельных рынках. Кроме того, уровень инфляционных ожиданий населения все еще высок относительно целевой инфляции, что в том числе обусловлено их высокой инерционностью и необходимостью длительной подстройки к новой реальности с относительно низкими темпами роста цен. Банк России продолжит не только анализировать и учитывать в прогнозе динамику инфляционных ожиданий, но и способствовать их конвергенции к целевой инфляции и повышению устойчивости к внешним шокам посредством проведения последовательной информационной политики, а также мероприятий по повышению финансовой грамотности населения.

Банк России будет принимать решение по ключевой ставке, оценивая инфляционные риски, динамику инфляции и развитие экономики относительно прогноза.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Динамика основных статей платежного баланса России в I квартале 2018 года

В I квартале 2018 г. профицит счета текущих операций увеличился примерно на треть<sup>1</sup> за счет улучшения условий внешней торговли: экспортные цены повысились в среднем существенно, чем импортные.

Стоимостный объем экспорта вырос значительно, чем прогнозировалось, в связи с более высокими ценами на нефть. Помимо роста мировых цен на многие сырьевые товары, сохранению высоких темпов расширения экспорта способствовало усиление внешнего спроса: наблюдалось увеличение физического объема поставок за рубеж природного газа, алюминия, черных металлов. Поддержку экспорту также оказали обильный урожай и запасы зерновых прошлого года.

При этом экспорт сдерживало сокращение добычи нефти в России в связи с договоренностями стран ОПЕК и вне ОПЕК. По данным ФТС России, физический объем экспорта нефти и нефтепродуктов уменьшился примерно на 2% в основном за счет поставок в страны Евросоюза. В то же время Россия увеличила на 23% объем поставок в Китай в связи с выполнением межправительственного соглашения. По соглашению, поставки Россией нефти ESPO Blend<sup>2</sup> в Китай должны вырасти в 2018 г. на 50%, до 30 млн т, после расширения пропускной способности отвода от трубопроводной системы «Восточная Сибирь – Тихий океан» (ВСТО) в 2017 году<sup>3</sup>.

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

<sup>2</sup> Смесь нефти, которую добывают в Восточной Сибири и транспортируют по нефтепроводу ВСТО.

<sup>3</sup> По данным ФТС России, совокупный экспорт нефти и нефтепродуктов России в Китай в 2017 г. – 59 млн тонн.

Введенные в конце марта дополнительные пошлины США на сталь и алюминий в I квартале 2018 г. еще не отразились на экспорте. В 2017 г. доля товаров, на которые распространяются данные пошлины, составила менее 1% экспорта товаров и услуг России, что ограничивает потенциальное влияние данной меры на динамику внешнеторговых операций в целом.

Импорт товаров и услуг в I квартале 2018 г. продолжил демонстрировать уверенный и превзошедший ожидания рост в условиях оживления деловой и потребительской активности в России. Однако темпы его расширения уменьшились на фоне ослабления рубля. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 6% по сравнению с I кварталом 2017 года. Увеличение импорта по-прежнему обеспечивалось в большей степени за счет инвестиционных, чем потребительских товаров. Вырос физический объем импорта таких инвестиционных товаров, как бульдозеры, вычислительные машины и телефонные аппараты для сотовых сетей связи или других беспроводных сетей связи. Почти вдвое увеличилось количество импортированных тракторов. В части импорта потребительских товаров можно отметить динамичное расширение спроса россиян на фрукты, томаты и другие товары.

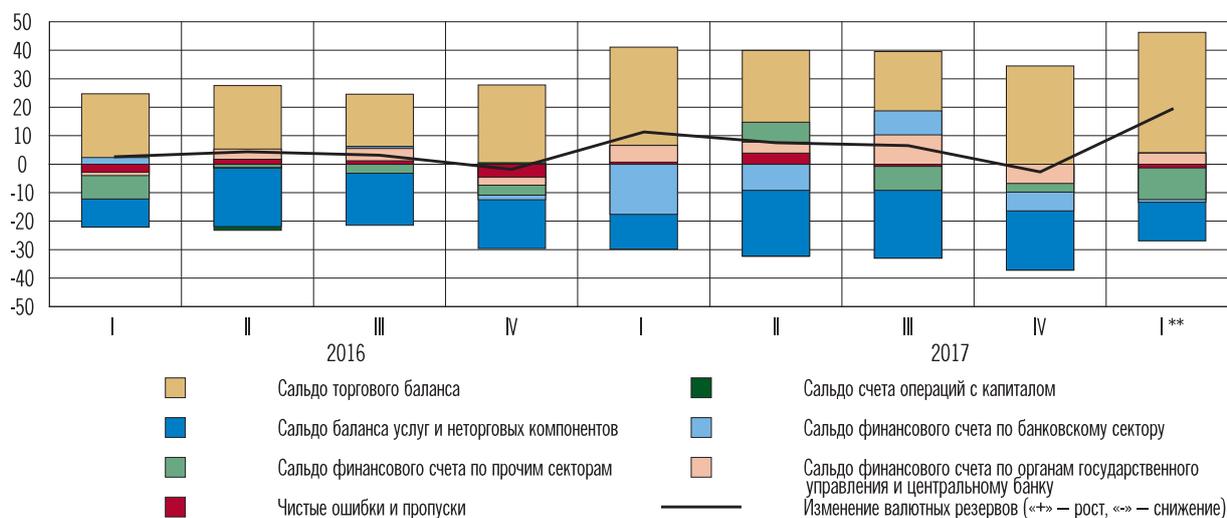
В увеличении стоимостного объема импорта вырос вклад изменения цен. В долларовом выражении заметно подорожали такие импортные товары, как телефонные аппараты, вычислительные машины, лекарства.

Вместе с тем стоимостный объем экспорта товаров и услуг вырос значительно, чем объем импорта, что отразилось в увеличении положительного сальдо внешней торговли. Баланс неторговых компонентов счета текущих операций в I квартале 2018 г. существенно не изменился (рис. 1).

Рост цены нефти определял увеличение резервов в I квартале 2018 г. за счет более ин-

Рисунок 1

**Динамика основных компонентов платежного баланса\***  
(млрд долл. США)



\* В знаках РПБ.  
\*\* Оценка.  
Источник: Банк России.

тенсивных покупок иностранной валюты Минфина России в рамках бюджетного правила. Заметный вклад в прирост резервов в I квартале 2018 г. также внес возврат Банку России средств в иностранной валюте в рамках операций «валютный своп».

Чистое кредитование частным сектором России остального мира в I квартале 2018 г. сформировалось в основном в форме наращи-

вания иностранных активов прочими секторами. Более значительные поступления от экспорта расширили возможности компаний для зарубежных инвестиций. Вместе с тем по сравнению с I кварталом 2017 г. чистое кредитование частным сектором<sup>4</sup> уменьшилось, в том числе за счет менее значительного сокращения иностранных обязательств банков.

<sup>4</sup> С учетом корректировки на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп».

## Экономическое положение регионов России

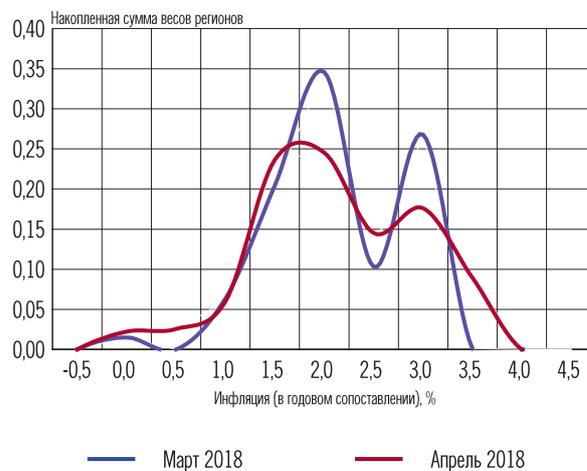
В апреле 2018 г. годовая инфляция оставалась на низком уровне во всех регионах, при этом распределение регионов по вкладу в инфляцию оказалось менее однородным (рис. 1): стали более выраженными «хвосты», которые составляют регионы с наиболее заметным замедлением (левый хвост) и ускорением (правый хвост) инфляции. Замедление роста цен отмечалось в небольших регионах с более низким уровнем дохода. В этих регионах, где выше доля сельского населения, из-за разницы в структуре потребления наиболее выражено действовал эффект расширения предложения сельхозпродукции (с учетом хорошего урожая прошлого года, а также эффекта роста тепличного производства).

Максимальное замедление годовой инфляции отмечалось в Республике Дагестан, Республике Калмыкия, Карачаево-Черкесской и Чеченской республиках, где также наблюдалась более сдержанная динамика потребления на фоне продолжающегося снижения темпов роста денежных доходов в реальном выражении.

При этом ускорение инфляции отмечалось в регионах с высоким уровнем доходов (г. Москва, Московская и Нижегородская области). Это было обусловлено в том числе снижением обменного курса рубля, которому сопутствует удорожание импортной продукции – ее доля в структуре потребления развитых регионов традиционно выше среднероссийской. Механизм влияния обменного курса на инфляцию в регионах меняется: с одной стороны, продолжается процесс импортозамещения в продовольственных товарах, что делает развивающиеся регионы менее чувствительными к колебаниям курса, а с другой – растет оборот интернет-торговли с крупными зарубежными площадками, что увеличивает чувствительность высокодоходных регионов к курсовым колебаниям. В целом, по данным Мониторинга предприятий, проводимого Банком России, ценовые ожидания предприятий розничной торговли в 2018 г. практически не увеличились под влиянием изменения валютного курса (рис. 2).

Рисунок 1

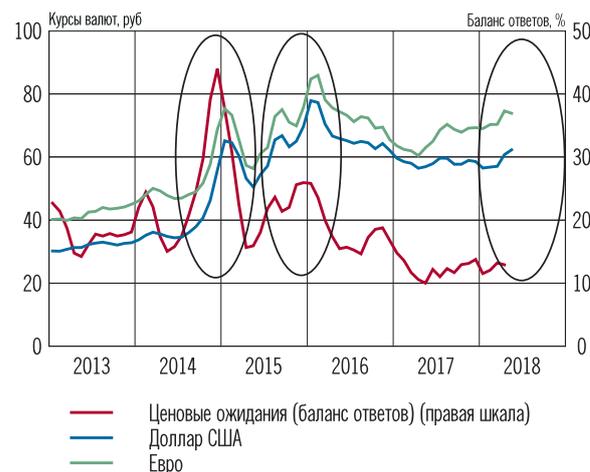
### Распределение регионов по вкладу в инфляцию



Источник: Банк России.

Рисунок 2

### Ценовые ожидания предприятий торговли



Источник: Банк России.

Региональная статистика подтверждает, что влияние краткосрочных факторов на инфляцию остается высоким (табл. 1). При этом влияние факторов, сдерживающих цены, преобладает: если при расчете инфляции исключить регионы, где потребительские цены наиболее подвержены временным факторам (волатильны), уровень инфляции будет выше в подавляющем большинстве федеральных округов.

В среднесрочной перспективе сохранение сдержанного инфляционного давления в регионах будет обусловлено соотношением динамики спроса и предложения. По состоянию на I квартал 2018 г. индекс потребительской уверенности<sup>5</sup> достиг докризисных уровней (рис. 3). Это

<sup>5</sup> По данным Росстата.

Таблица 1

**Инфляция в апреле 2018 г. без волатильных регионов**

Усеченные показатели инфляции	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО
Инфляция, уоу % (апрель 2018 г.)	3,1	2,5	2	1,7	2	2,3	2	2,1
Без 10% волатильных регионов	3,1	2,6	2	1,6	2,3	1,9	2,7	2,4
Без 20% волатильных регионов	3,2	2,6	2	2,1	2,3	1,9	2,4	2,4

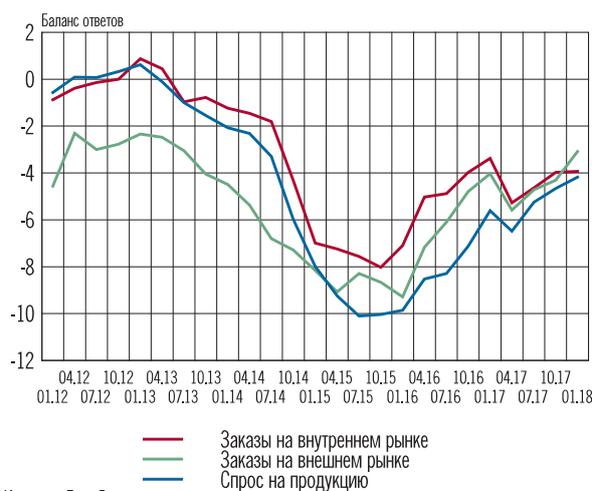
Источник: Росстат, расчеты Банка России.

**Рисунок 3**  
Индекс потребительской уверенности



Источник: Банк России.

**Рисунок 4**  
Заказы на внутреннем рынке и спрос на продукцию



Источник: Банк России.

указывает на то, что потребители воспринимают сложившуюся ситуацию как нормальную и не ожидают резкого улучшения. Вместе с тем, по данным Мониторинга, предприятия все еще ощущают сокращение спроса (рис. 4), что создает условия для более активной конкуренции за потребителя, которая поддерживает сдерживающее влияние на цены.

По текущим данным, наблюдается постепенное восстановление потребительского спроса: в большинстве регионов темпы роста оборота розничной торговли сохраняются положительными, но низкими. В разрезе округов лидирует ЦФО с приростом 3,6% в годовом сопоставлении в апреле. Умеренные темпы роста торговли обусловлены динамикой заработной платы и потребительского кредитования.

С учетом постепенного смягчения денежно-кредитных условий номинальные темпы прироста кредитования в начале 2018 г. были значительно выше, чем годом ранее. Однако около половины данного прироста составляет рефинансирование ранее выданных займов. Более того, рост кредитования отмечается преимущественно в тех регионах, где данный сегмент

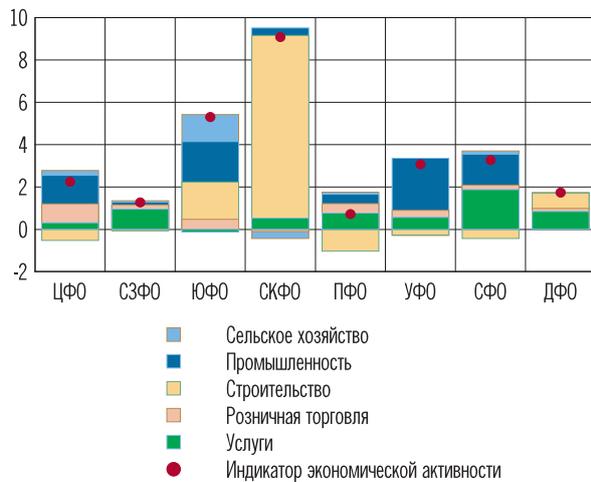
кредитного рынка развит слабо и доля кредитов в обороте розницы невелика, что свидетельствует об отсутствии существенных рисков для инфляции со стороны потребительского кредитования.

Темпы роста заработной платы в регионах преимущественно замедлялись после ускорения в начале года. По сравнению с предыдущим годом, по данным Мониторинга, снизилась доля предприятий, которые планируют провести индексацию заработной платы в текущем году. Также необходимо учитывать умеренный темп роста производительности труда, который в среднесрочной перспективе будет сдерживать рост заработной платы.

Экономическая активность в регионах России демонстрировала в целом устойчивую динамику в марте-апреле. Значимый вклад в ее рост в большинстве округов вносила промышленность, а также сектор услуг (рис. 5). При этом наиболее ощутимый рост производства отмечается на Урале, где значительный вклад вносит выполнение работ по госзаказу и кон-

Рисунок 5

## Индикатор экономической активности в апреле



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

трактам с крупнейшими федеральными потребителями (ТЭК, РЖД, Минобороны). По данным Мониторинга, предприятия положительно оценивают бизнес-климат, что на фоне роста количества позитивных инвестиционных сигналов позволяет ожидать сохранения стабильного роста экономической активности.

Вместе с тем сохраняется неоднородность динамики в строительной отрасли, объем выпуска которой снижался на протяжении нескольких лет и пока не перешел к устойчивому росту. Высокие темпы прироста строительства в Северо-Кавказском и Южном округах обусловлены ходом реализации крупных строительных объектов (рис. 5): дорог в республиках Дагестан и Адыгея, г. Севастополе, крупных жилых комплексов в Республике Адыгея, Чеченской Республике и Республике Крым, а также крупных промышленных комплексов в республиках Ингушетия и Калмыкия. При этом в крупнейших по масштабам экономики Приволжском и Центральном округах сохраняются отрицательные годовые темпы прироста в строительстве.

Рисунок 6

## Количество инвестиционных сигналов по основному источнику финансирования



Источник: расчеты Банка России.

Помимо актуальной для строительных предприятий проблемы низкого спроса, наблюдаемая на годовых данных слабая динамика в отрасли связана с эффектом высокой базы прошлого года: наиболее существенный спад в регионах Приволжского федерального округа связан с завершением строительства стадионов к чемпионату мира по футболу, а также крупных проектов, включая мост через Волгу в Нижегородской области, реконструкцию крупнейшей магистрали в Самарской области. Тем не менее количество негативных инвестиционных сигналов в отрасли постепенно сокращается, и в феврале-марте их количество среди частных проектов (по основному источнику финансирования) сравнялось с позитивными, что указывает на вероятность смены тенденции в отрасли. Помимо сокращения негативных инвестиционных сигналов, растет количество позитивных, однако пока они обеспечены в основном проектами, финансируемыми государством (рис. 6).

## Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы

По сравнению с мартовским выпуском Доклада несколько пересмотрены вверх предпосылки по цене на нефть и немного скорректированы параметры прогноза ряда макроэкономических показателей<sup>6</sup>. Эти изменения, а также уточнение оценок после выхода фактических данных по платежному балансу за I квартал 2018 г. оказали влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса.

В базовом сценарии в 2018 г. теперь ожидается более высокая цена нефти (в среднем – \$67 за баррель), чем в предыдущем Докладе (\$61 за баррель), в связи с более благоприятным балансом на рынке, чем предполагалось ранее. Запасы нефти значительно сократились в условиях перевыполнения ОПЕК договоренностей о сокращении добычи и уверенного роста мирового спроса. Кроме того, более высоким ценам на нефть способствовали геополитическая напряженность на Ближнем Востоке и сообщения о возврате санкций США против Ирана. Вместе с тем по-прежнему предполагается, что среднегодовая цена нефти снизится до \$50 за баррель в 2020 г. по мере ослабления ограничений в рамках соглашения стран – членов ОПЕК и государств вне ОПЕК.

По сравнению с базовым сценарием мартовского Доклада прогноз профицита счета текущих операций повышен на всем прогнозном горизонте за счет экспорта. Пересмотр вверх прогноза стоимостного объема экспорта связан в том числе с более высокой ценой нефти в 2018 г., небольшим повышением оценки внешнего спроса, а также с быстрым расширением ненефтегазового экспорта в I квартале 2018 года.

Ожидается, что в 2018 г. экспорт товаров и услуг в целом продолжит демонстрировать внушительный рост – около 20%. Поддержку экспорту окажут повышение мировых цен на сырьевые товары, усиление внешнего спроса, а также чемпионат мира по футболу в России. Вместе с тем приток валюты в связи с проведением чемпионата в текущем году

будет носить умеренный характер. Отчасти эффект от данного мероприятия уже реализован. В 2019–2020 гг. предполагается сокращение стоимостного объема экспорта: расширение физического объема поставок нефти будет лишь частично компенсировать снижение цены в условиях ослабления ограничений добычи в рамках соглашения.

Согласно прогнозу в базовом сценарии, импорт товаров и услуг в 2018 г. вырастет почти на 10% и продолжит увеличиваться на протяжении всего прогнозного горизонта на фоне усиления внутреннего спроса в условиях роста российской экономики. В то же время в 2019–2020 гг. ожидается замедление роста импорта на фоне ослабления рубля, связанного со снижением цен на нефть.

Дефицит баланса неторговых компонентов счета текущих операций в 2018–2020 гг., как ожидается, незначительно расширится за счет выплат, связанных с привлечением иностранных инвестиций. Вместе с тем предполагается, что он останется на низком уровне в результате произошедшего существенного снижения внешнего долга и расходов по его обслуживанию.

В результате при опережающем росте экспорта по сравнению с импортом в 2018 г. положительное сальдо счета текущих операций увеличится до 5% ВВП, а затем снизится до 2% ВВП в 2020 г. за счет сокращения экспорта при продолжающемся расширении импорта (рис. 1).

Сальдо финансового счета по частному сектору в базовом сценарии тоже снизится с 2% ВВП (2018 г.) до 1% ВВП (2019–2020 гг.) за счет меньшего сокращения иностранных обязательств банков. График предполагает уменьшение выплат частного сектора России по внешнему долгу. Компании, в отличие от банков, продолжают наращивать иностранные обязательства. Вместе с тем в условиях расширения санкций ожидается более слабое привлечение компаниями иностранных инвестиций, чем в базовом сценарии в мартовском Докладе, и, соответственно, более значительное чистое кредитование частным сектором России остального мира (рис. 2).

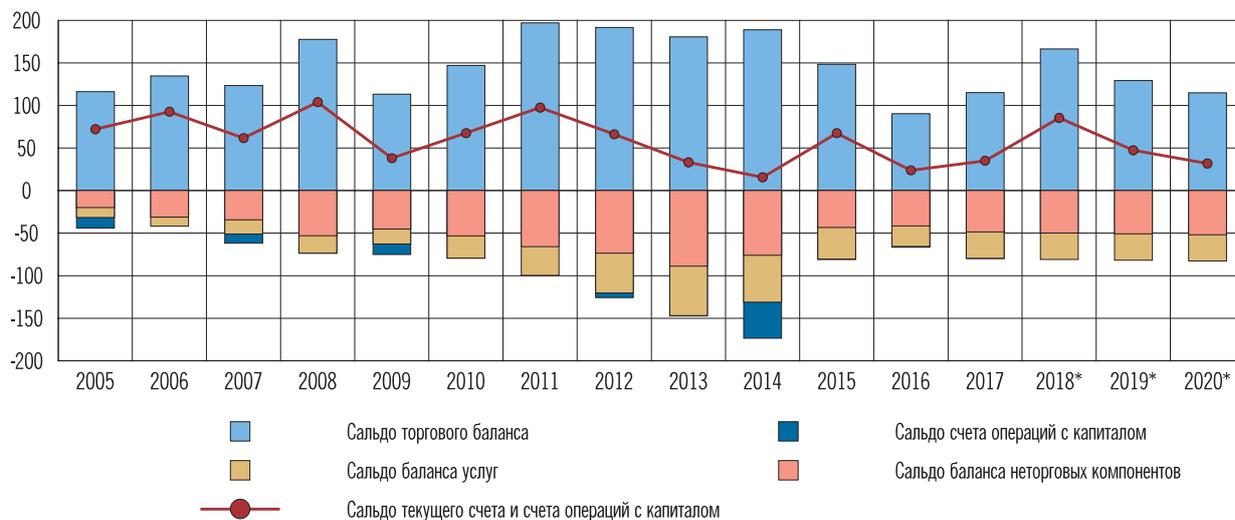
Основной вклад в чистое кредитование будет вносить расширение иностранных активов частного сектора в условиях увеличения дохо-

<sup>6</sup> См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации».

Рисунок 1

### Динамика основных компонентов счета текущих операций\*

(млрд долл. США)



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

дов компаний на фоне роста российской экономики. Вместе с тем в 2019 г. ожидается ослабление спроса на зарубежные активы и его сохранение в 2020 г. на невысоком уровне: снижение цен на нефть будет ограничивать возможности российских компаний для зарубежного инвестирования.

В государственном секторе, в отличие от частного, ожидается чистый приток капитала на всем прогнозном горизонте на фоне продолжающихся государственных заимствований. Вместе с тем риски введения санкций

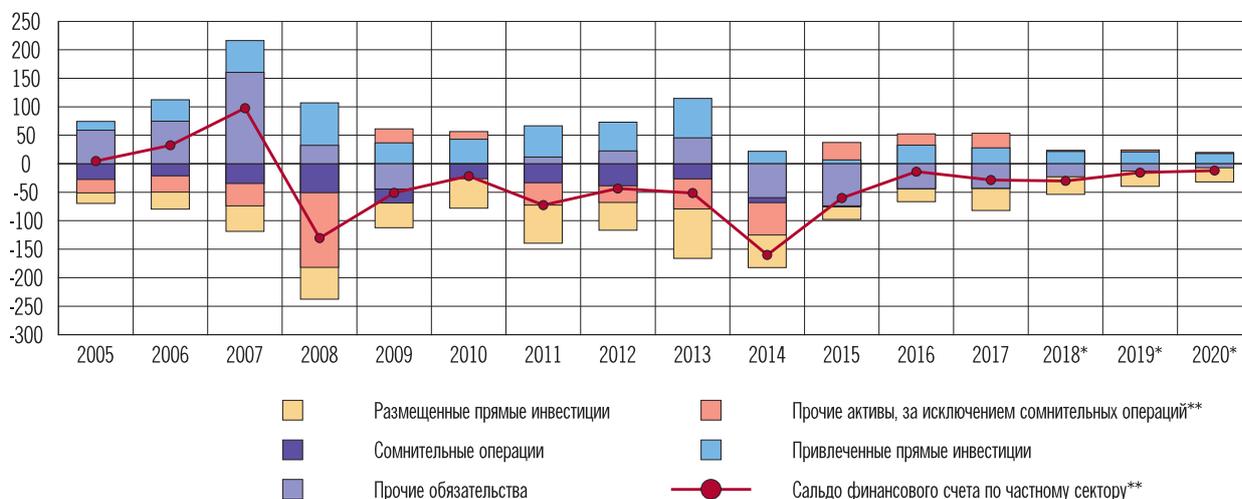
в отношении российских гособлигаций негативно отразились на настроениях инвесторов. С учетом уменьшения в I квартале 2018 г. объема покупок нерезидентами гособлигаций России на вторичном рынке теперь ожидается более слабый приток капитала по госсектору в 2018–2020 годах.

В то же время прогноз роста резервов повышен, причем наиболее существенно в 2018 году. Пересмотр связан с более значительными покупками иностранной валюты Министерством финансов Российской Федерации на фоне бо-

Рисунок 2

### Динамика основных компонентов финансового счета по частному сектору\*

(млрд долл. США)



\* Прогноз по базовому сценарию. В знаках РГБ5.

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

Источник: Банк России.

лее высоких цен на нефть. В 2018 г., в отличие от последующих лет, в расширении резервов также учитывается возврат ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России в рамках операций «валютный своп» в конце 2017 года.

В сценарии с неизменными ценами на нефть предполагается среднегодовая цена на нефть около \$70 за баррель на протяжении всего прогнозного горизонта. Ожидается, что в условиях более высоких цен на энергоносители и более сильного внешнего спроса стоимостный объем экспорта окажется более значительным, чем в базовом сценарии. В то же время более быстрый рост российской экономики и более крепкий рубль будут способствовать большему росту импорта. В итоге за счет опережающего по сравнению с импортом расширения экспорта положительное сальдо торгового баланса, а также счета текущих операций заметно увеличится в 2018 г. и впоследствии стабилизируется на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием.

В то же время чистое кредитование частным сектором России остального мира также окажется значительнее, чем в базовом сценарии. В условиях более высоких цен на нефть частный сектор может располагать большим объемом средств для наращивания зарубежных активов. Вместе с тем более благоприятные перспективы в отношении цен на нефть будут способствовать повышению инвестиционной привлекательности России, что создаст условия для увеличения внешних заимствований компаниями. В результате при опережающем росте иностранных обязательств по сравнению с иностранными активами сальдо финансового счета по частному сектору в данном сценарии уменьшится.

Рост резервных активов ожидается более существенным по сравнению с базовым сценарием за счет большего объема покупок иностранной валюты для Министерства финансов Российской Федерации на фоне более высоких цен на нефть в рамках бюджетного правила.

## 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

<p>Банк России изменил порядок проведения депозитных операций с кредитными организациями</p>	<p>Механизм проведения депозитных операций был обновлен с 17 мая 2018 г. в целях повышения их технологичности и удобства использования для кредитных организаций. В линейке депозитных продуктов остались только депозитные аукционы и депозитные операции постоянного действия овернайт. Отменен обмен заявками при проведении депозитных операций овернайт и продлено время их проведения. Изменена нормативная база, регламентирующая проведение Банком России депозитных операций: новый порядок проведения депозитных операций закреплен в Условиях проведения Банком России депозитных операций. Упрощена процедура заключения с кредитными организациями договоров об общих условиях проведения депозитных операций. С 17 мая 2018 г. обмен документами между кредитными организациями и Банком России при проведении депозитных аукционов осуществляется только в электронном виде</p>
<p>Банк России принял решение изменить подход к установлению минимальной цены купонных облигаций Банка России (КОБР) при их размещении (доразмещении)</p>	<p>Минимальная цена КОБР устанавливается для каждого аукциона по их размещению (доразмещению) на уровне ниже 100% от номинальной стоимости, что предполагает наличие премии за срочность к ключевой ставке Банка России. Информация о минимальной цене КОБР будет доводиться до участников рынка совместно с иными параметрами аукционов по их размещению (доразмещению)</p>
<p>Банк России принял решение установить размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями в виде спредов к ключевой ставке</p>	<p>Решение определяет общий подход к установлению размера ставок по операциям Банка России в зависимости от уровня ключевой ставки как основного инструмента денежно-кредитной политики Банка России</p>
<p>Банк России принял решение об изменении подходов к установлению процентных ставок по ряду специализированных инструментов рефинансирования</p>	<p>Решение принято в рамках реализации стратегии поэтапного выхода из применения специализированных инструментов с учетом принципа соблюдения взятых на себя ранее обязательств Банком России и приближения ключевой ставки к нейтральному уровню. Процентные ставки по специализированным инструментам рефинансирования, направленным на поддержку МСП, лизинга и несырьевого экспорта, с 26 марта 2018 г. устанавливаются равными минимальной из двух величин: 6,50% годовых или ключевая ставка Банка России; по специализированному инструменту рефинансирования, направленному на поддержку военной ипотеки, – равной ключевой ставке; по специализированным инструментам рефинансирования, направленным на поддержку крупных инвестиционных проектов, – минимальными из двух величин: 9,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1 процентный пункт</p>
<p>Банк России расширил Ломбардный список</p>	<p>В соответствии с решениями Совета директоров Банка России в Ломбардный список 30 марта и 7 мая 2018 г. было дополнительно включено 25 выпусков облигаций</p>

Таблица 2

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

(% годовых)

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

<sup>1</sup> С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спредов к ключевой ставке.  
<sup>2</sup> 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).  
<sup>3</sup> Операции, которые проводятся по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.  
<sup>4</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.  
<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523if2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm).  
<sup>6</sup> Операции «тонкой настройки».

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

Таблица 3

**Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования<sup>1</sup>**  
(% годовых)

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	На	С	С	С
Крупные инвестиционные проекты <sup>2</sup>	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	4.06.18 <sup>2</sup>
		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, уменьшенная на 1,00 п.п.
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	6,75	6,50	6,50	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСПАР»	6,50	6,50	6,50	Меньшая из двух величин: 6,50% годовых или ключевая ставка
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>4</sup>	6,50	6,50	6,50	
	До 3 лет	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

<sup>1</sup> 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.

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

<sup>3</sup> 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».

<sup>4</sup> 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 лизинговым компаниям – партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления 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 1.10.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.05.18	На 1.06.18	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	2,6	
		Ломбардные кредиты			0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Сделки «валютный своп»			37,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Операции репо			593,9	43,9	3,6	6,5	8,4	5,1	
	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно <sup>1</sup>	410,7	57,8	5,5	30,1	7,7	5,4	
			Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами		3 месяца	Нерегулярно <sup>2</sup>	215,6	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	18 месяцев	Еженедельно <sup>3</sup>	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			1 неделя		Нерегулярно <sup>4</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней			Еженедельно <sup>3</sup>	396,9	886,1	2 124,9	2 520,6	2 499,8
			Аукционы «валютный своп»		От 1 до 2 дней		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>3</sup>	-	151,3	357,4	1 139,1	1 053,8	1 216,8	
		Аукционы по размещению ОБР	3 месяца								388,3
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно							

<sup>1</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.<sup>2</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.<sup>3</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>4</sup> Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.

Таблица 2

## Нормативы обязательных резервов

(%)

Вид обязательств	Отчетные периоды				
	С 1.01.16	С 1.04.16	С 1.07.16	С 1.08.16	С 1.12.17
<b>Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации</b>					
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00	5,00
По иным обязательствам в рублях					
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях					
Перед физическими лицами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00	7,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте					
По иным обязательствам в иностранной валюте					
<b>Банки с базовой лицензией</b>					
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00	1,00
По иным обязательствам в рублях					
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях					
Перед физическими лицами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00	7,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте					
По иным обязательствам в иностранной валюте					

Источник: Банк России.

Таблица 3

## Коэффициент усреднения обязательных резервов

Виды кредитных организаций	С 1.01.16
Банки	0,8
НКО	1,0

Источник: Банк России.

Таблица 4

## Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота <sup>1</sup>	Минимальная ставка на аукционах и ставка по долларовой части сделок «валютный своп» <sup>2</sup> (как спред к ставке LIBOR <sup>3</sup> , п.п.)	Требования Банка России, млн долл. США <sup>4</sup>				
				С 23.12.16	На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.05.18
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	3,25	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней			3,25	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	0,0	0,0

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

<sup>2</sup> Ставка по рублевой части соответствует ключевой ставке Банка России, уменьшенной на 1 процентный пункт.

<sup>3</sup> В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

<sup>4</sup> По сделкам репо – требования к кредитным организациям по второй части сделок.

Источник: Банк России.

Таблица 5

Специализированные механизмы рефинансирования Банка России<sup>1</sup>

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.					Лимит на 1.03.18, млрд руб.
			На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.05.18	На 1.06.18	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	43,4	47,4	46,4	48,7	49,0	75,00
Крупные инвестиционные проекты <sup>2</sup>	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	104,7	105,4	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» <sup>3</sup>	43,1	18,3	14,7	13,6	12,5	175,00
	До 3 лет	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	80,5	80,5	
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	21,9	21,7	30,00

<sup>1</sup> 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 продолжают 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.

<sup>2</sup> 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 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 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

<sup>3</sup> 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 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	1,7	-0,20
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	0	2,3	0,10
Чехия	Репо (2 недели)	0,75	01.02.2018	0,50	0,25	3	1,9	-0,10
Румыния	Базовая ставка	2,50	07.05.2018	2,25	0,25	3	5,2	4,61
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	0	2,0	-0,60
Сербия	Ключевая политическая ставка	3,00	12.04.2018	3,25	-0,25	4	1,1	-2,90
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	0,4	-0,31
Бразилия	Целевая ставка	6,50	21.03.2018	6,75	-0,25	6	2,8	-1,32
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	2,50	18.05.2017	2,75	-0,25	0	1,9	-0,80
	Ориентир – кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0		
Китай	Ориентир – депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0	1,8	0,60
	Норматив резервов	16,00	25.04.2018	17,00	-1,00	1		
Индия	Обратное репо	6,00	02.08.2017	6,25	-0,25	1	4,6	1,59
	Репо	5,75	02.08.2017	6,00	-0,25	1		
Индонезия	Целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	0	3,2	-1,10
Корея	Базовая ставка	1,50	30.11.2017	1,25	0,25	1	1,5	-0,50
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,25	25.01.2018	3,00	0,25	1	1,4	-3,00
Мексика	Целевая ставка	7,50	08.02.2018	7,25	0,25	3	4,6	-1,27
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	3,25	11.05.2018	3,00	0,25	1	4,6	1,70
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	7,25	26.03.2018	7,50	-0,25	6	2,4	-1,70
ЮАР	Ставка репо	6,50	28.03.2018	6,75	-0,25	2	4,5	-0,80
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	1,5	1,53
Турция	Репо (7 дней)	16,50	28.05.2018	8,00	8,50	1	12,2	0,43
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	2,00	13.06.2018	1,75	0,25	3	2,5	0,30
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	16.03.2016	0,05	-0,05	0	1,9	0,50
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,50	02.11.2017	0,25	0,25	1	2,4	-0,30
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,6	0,20
Канада	Целевая ставка – овернайт	1,25	17.01.2018	1,00	0,25	3	2,2	0,60
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	0	1,9	-0,20
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	0	1,1	-1,10
Дания	Ориентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	0,7	-0,30
	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	0,8	0,40
	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	1,8	-0,19
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	0	2,4	0,20

Примечание: по данным на 13.06.2018, цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (21.03.2018).

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 растёт.

### **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 нефтегазовый 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
- РПБ6** – 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)

