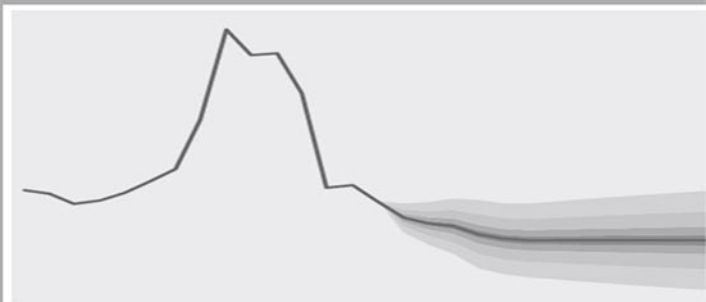




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 1
МАРТ 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 19.03.2018.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 9.03.2018 (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.

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	6
<i>Внешние условия</i>	<i>6</i>
<i>Внутренние финансовые условия</i>	<i>12</i>
<i>Внутренние экономические условия и инфляция</i>	<i>19</i>
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ.....	30
ПРИЛОЖЕНИЯ	47
<i>Динамика основных статей платежного баланса России в IV квартале 2017 года.....</i>	<i>47</i>
<i>Инфляция в регионах России</i>	<i>49</i>
<i>Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы.....</i>	<i>51</i>
<i>Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России.....</i>	<i>54</i>
<i>Статистические таблицы</i>	<i>57</i>
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	61
ГЛОССАРИЙ	62
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	69

РЕЗЮМЕ

Развитие ситуации в российской экономике во второй половине декабря 2017 – марте 2018 г. в целом соответствовало прогнозу Банка России, представленному в декабрьском Докладе о денежно-кредитной политике (далее – Доклад). С учетом этого Банк России в целом сохранил свое видение развития ситуации в российской экономике на среднесрочную перспективу. Основные изменения среднесрочного прогноза были связаны с пересмотром предпосылок по внешним условиям в части траектории цен на энергоносители. С учетом совокупности факторов предпосылки по ценам на нефть были скорректированы вверх в рамках всей линейки сценариев, рассматриваемых Советом директоров Банка России при принятии решений по ключевой ставке.

В рамках обновленного базового сценария предполагается сохранение нефтяных цен вблизи уровня \$60 за баррель в 2018 г. и их плавное снижение до \$50 за баррель к концу прогнозного горизонта. Сценарий, на который Банк России ранее ориентировался как на базовый при принятии решений по денежно-кредитной политике, предполагал, во-первых, более низкие уровни цен на нефть и, во-вторых, их более быстрое снижение – с \$55 за баррель в 2018 г. до около \$45 за баррель в среднесрочной перспективе. Данный сценарий сохранен в качестве консервативного варианта развития экономики на прогнозном горизонте.

Инфляционное давление во второй половине декабря – марте оставалось небольшим. Формирование темпов роста цен на низких уровнях носило достаточно однородный характер как в разрезе групп товаров и услуг, так и в региональном разрезе, все больше приобретая признаки устойчивости. Годовая инфляция в январе-феврале 2018 г. обновила исторический минимум, составив 2,2%. Показатели базисной инфляции, отражающие динамику потребительских цен за исключением наиболее волатильных компонентов, находятся в основном в диапазоне 2–3%. Уровень средней инфляции за скользящий год снизился с 3,5% в январе до 3,2% в феврале, наряду с другими индикаторами ценового давления отражая планомерное снижение темпов роста цен.

Поддержанию низкого инфляционного давления в экономике во многом способствовала последовательная умеренно жесткая денежно-кредитная политика, создающая предпосылки для дальнейшего снижения инфляционных ожиданий, взвешенного смягчения денежно-кредитных условий, восстановления кредитной активности и здорового, подкрепляемого динамикой доходов увеличения внутреннего спроса в экономике.

Инфляционные ожидания. Инфляционные ожидания населения устойчиво снижались, хотя их уровень все еще оставался заметно выше 4%, что объясняется присущей им инерционностью. Ожидания компаний сохраняли определенную разнородность по секторам, однако в целом оставались заметно ниже уровней предыдущих лет. Согласно результатам проведенного Банком России исследования, более половины опрошенных предприятий закладывают в бизнес-планы на 2018 г. уровень инфляции не выше 4%. Ожидания профессиональных участников финансового рынка стабилизировались вблизи уровня 4%. Снижение ожиданий к уровню, близкому к фактической инфляции, и устойчивое закрепление вблизи него требуют времени. Реализации этого процесса способствует в том числе последовательная и непротиворечивая информационная политика Банка России.

Денежно-кредитные условия. Снижение степени жесткости денежно-кредитной политики, происходившее на протяжении 2016–2017 гг., продолжило отражаться в смягчении внутренних денежно-кредитных условий в российской экономике. Рыночные процентные ставки во второй половине декабря – марте продолжили снижаться вслед за снижением ключевой ставки Банка России.

При этом на формирование рыночных процентных ставок на длительные сроки оказывало влияние не только уже реализованное, но и ожидаемое в дальнейшем снижение ключевой ставки, в том числе с учетом ожиданий относительно уровня и горизонта достижения нейтральной ставки денежно-кредитной политики, сформированных в значительной мере под влиянием информационных сигналов Банка России. Неценовые условия банковского кредитования также в целом смягчались, однако существенно медленнее ценовых, отражая тем самым сохранение консервативного подхода банков к оценке кредитных рисков. Кредитная активность восстанавливалась пропорционально росту доходов, не сопровождаясь накоплением избыточной долговой нагрузки в реальном секторе экономики. В дальнейшем на прогнозном горизонте рост кредита экономике будет поддерживать потребительскую и инвестиционную активность. При этом Банк России продолжит внимательно наблюдать за развитием ситуации как в потребительском, так и в корпоративном кредитовании для недопущения перегрева и своевременного выявления признаков необоснованного повышения склонности к риску банков и заемщиков.

Предложение продовольственных товаров. Замедление темпов роста цен на продовольственные товары оказалось несколько более продолжительным и существенным, чем ожидалось ранее. В текущей понижательной динамике продовольственных цен отражается не только воздействие благоприятных погодных условий, но и структурное расширение предложения за счет реализованных инвестиций и технологического развития, в том числе поддерживаемых государственными мерами. В II квартале 2018 г. продовольственная инфляция в годовом сопоставлении, как ожидается, несколько снизится за счет эффекта высокой базы. Начиная с III квартала по мере поступления нового урожая темпы роста цен на продовольствие будут сближаться с темпами роста по другим компонентам потребительской корзины. Это внесет вклад в возвращение инфляции к 4%.

Валютный курс. Относительно благоприятные внешние условия, наряду с умеренно жесткой денежно-кредитной политикой и действием бюджетного правила, способствовали сохранению достаточно стабильного обменного курса рубля. С учетом этого влияние динамики валютного курса на инфляцию в конце 2017 – начале 2018 г. было практически нейтральным.

Инфляция. В первом полугодии 2018 г. годовая инфляция останется низкой, прежде всего за счет динамики продовольственных цен. Во втором полугодии она будет возвращаться к 4%, чему будет способствовать продолжающееся оживление спроса при поддержке последовательного снижения сдерживающего эффекта денежно-кредитной политики. В соответствии с базовым прогнозом, годовая инфляция составит 3–4% в 2018 г. и будет находиться вблизи 4% в 2019 году.

Экономическая активность. Рост экономики после некоторого замедления в IV квартале 2017 г. под действием временных факторов восстановился до уровней, ожидаемых Банком России. В 2018–2020 гг. годовой темп прироста ВВП при сохранении текущей структуры экономики сложится вблизи потенциального уровня, оцениваемого Банком России в 1,5–2,0%. Более значительный рост возможен в случае успешной реализации структурных и институциональных преобразований в российской экономике, что требует времени и совместной работы министерств и ведомств экономического профиля.

Устойчивый рост потребительской и инвестиционной активности, наблюдавшийся в российской экономике в декабре-феврале, сохранится и в среднесрочной перспективе. Дополнительную поддержку ему на прогнозном горизонте будут оказывать умеренно позитивные настроения участников экономики, а также смягчение денежно-кредитных условий.

Среднесрочные риски. Взгляд Банка России на ключевые риски и их влияние на параметры среднесрочного прогноза в целом не претерпели существенных изменений по сравнению с декабрьским выпуском Доклада, за исключением рисков со стороны рынка труда. Более быстрый, чем ожидалось, рост заработной платы, в случае его сохранения в среднесрочной перспективе, может послужить предпосылкой для заметного увеличения потребительской активности и оказать

повышательное давление на инфляцию. Для учета влияния данного фактора на параметры прогноза Банк России продолжит осуществлять мониторинг динамики заработной платы и ситуации на рынке труда в целом, в том числе для определения того, в какой мере наблюдаемый в начале года рост оплаты труда был связан с разовыми факторами. Кроме того, происходящие на фоне нормализации денежно-кредитной политики в других странах эпизоды повышенной волатильности на мировых рынках, а также усиление неопределенности в сфере торговой политики могут оказать влияние на динамику потоков капитала в страны с формирующимися рынками и отразиться на параметрах внутренних финансовых рынков. В числе рисков для прогноза инфляции на среднесрочном горизонте остаются также сохранение повышенных инфляционных ожиданий, ускоренный рост кредитования, поддерживающий потребительскую активность, повышенная волатильность продовольственной инфляции и колебания цен на нефть.

С учетом указанных факторов Совет директоров Банка России 23 марта 2018 г. принял решение снизить ключевую ставку на 25 б.п., до 7,25% годовых. В течение 2018 г. Банк России продолжит снижение ключевой ставки и завершит переход к нейтральной денежно-кредитной политике.

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Внешние условия

Внешние условия в конце 2017 – начале 2018 г. развивались в целом в рамках ранее сложившихся тенденций и были близки к предполагаемому в базовом сценарии макроэкономического прогноза Банка России, представленного в декабрьском Докладе, но оказались несколько более позитивными в части внешнего спроса и динамики сырьевых цен. При этом в части формирования инфляции в России внешние факторы действовали преимущественно благоприятно.

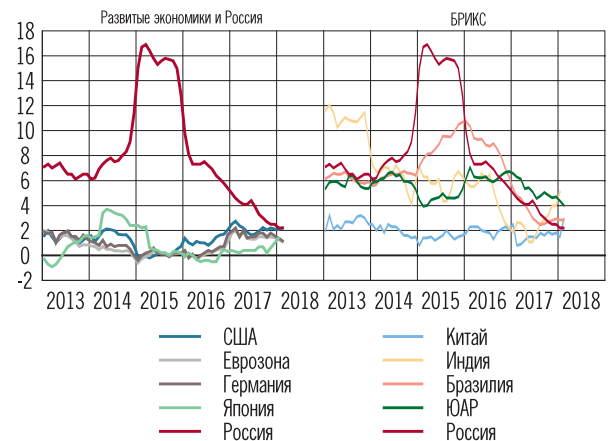
По итогам 2017 г. рост мировой экономики сложился на относительно высоком уровне, заметно ускорившись по сравнению с предыдущим годом и оказавшись несколько выше ожиданий участников рынка, сформированных в течение года. В начале 2018 г. показатели деловой активности также указывали на сохранение уверенного глобального роста. Наблюдавшееся ускорение роста продолжало носить преимущественно восстановительный характер, что в том числе подтверждалось отсутствием существенного инфляционного давления в крупнейших странах с развитыми и развива-

ющимися рынками (рис. 1.1, 1.2). Вместе с тем для большинства из них темпы роста приближаются к долгосрочным устойчивым уровням и потенциал их дальнейшего ускорения в 2018 г. сокращается. С учетом этого прогноз темпа роста выпуска стран – торговых партнеров России на 2018 г. близок к показателям 2017 года.

Пространство для безинфляционного ускорения роста сохраняется в основном за счет

Рисунок 1.2

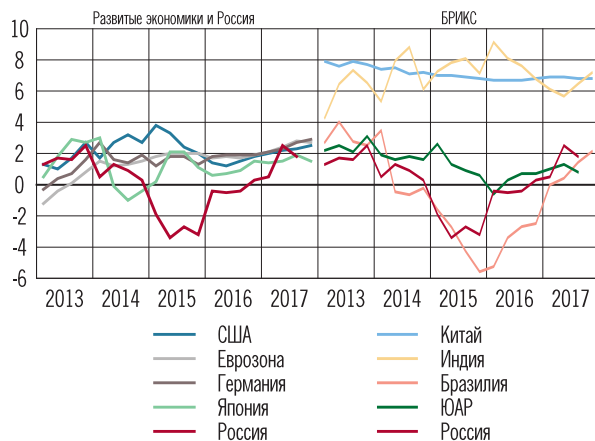
Темпы инфляции в ключевых развитых и развивающихся экономиках
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.1

Темпы прироста ВВП в ключевых развитых и развивающихся экономиках
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.3

Мировые фондовые индексы
(январь 2013 г. = 100)

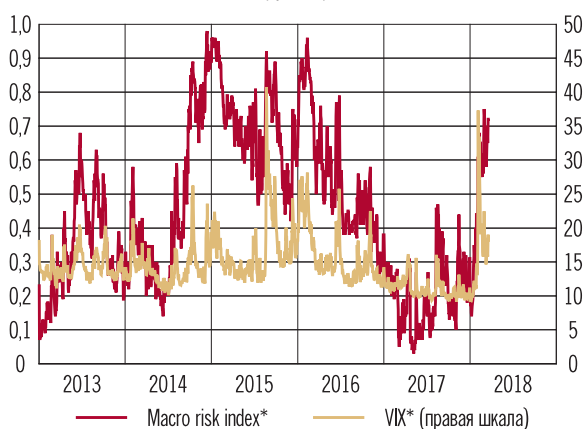


* См. Глоссарий

Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.4

Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках (пунктов)



* См. Глоссарий.
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.5

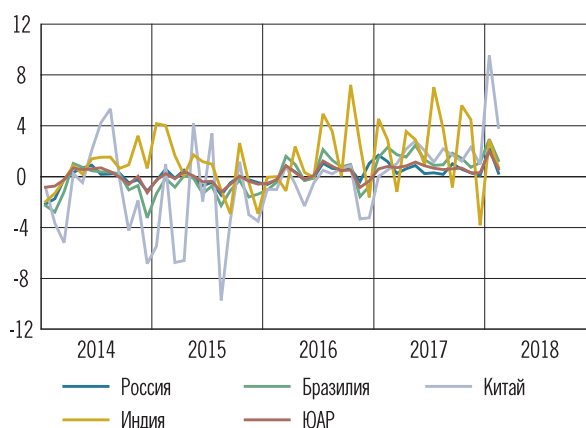
Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками* (базисных пунктов)



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

Рисунок 1.6

Динамика потоков портфельных иностранных инвестиций в страны БРИКС* (млрд долл. США)



* За февраль 2018 г. — оценка по недельным значениям.
Источник: EPFR Global.

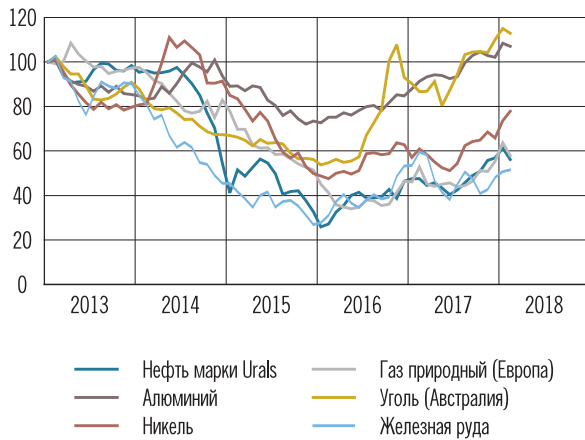
отдельных стран с формирующимися рынками, в частности некоторых сырьевых экономик, продолжающих восстанавливаться после эпизода рецессии, последовавшего за спадом на глобальных сырьевых рынках в 2014–2015 годах. В этих странах сохраняются возможности для некоторого дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики (подробнее – см. врезку «Бразилия: опыт таргетирования инфляции в сложных экономических условиях») в отличие от большинства стран с развитыми рынками, где, напротив, усиливаются предпосылки для нормализации (снижения мягкости) денежно-кредитных условий.

Настроения участников мировых финансовых рынков в начале 2018 г. были несколько менее стабильны, чем ранее. Пересмотр ожиданий инвесторов относительно развития ситуации, в первую очередь в части реализации мер макроэкономической политики в США, а также усиления неопределенности в сфере международной торговой политики, отразился в росте доходностей государственных облигаций США, локальной коррекции на фондовых рынках и повышении индикаторов волатильности и чувствительности к риску (рис. 1.3, 1.4). Вместе с тем с учетом достаточно устойчивой позитивной динамики глобальной экономики интерес инвесторов к рискованным активам сохранялся, в том числе в части вложений в страны с формирующимися рынками, включая Россию (рис. 1.5, 1.6).

Уверенный рост глобального спроса поддерживал сохранение среднесрочного восходящего тренда в динамике цен на мировых товарных рынках. В конце 2017 – начале 2018 г. продолжился рост цен на мировых рынках энергоносителей и металлов (рис. 1.7). На мировом рынке нефти дополнительную поддержку росту цен продолжали оказывать факторы со стороны предложения – продление соглашения о совместном ограничении добычи ОПЕК и других стран – экспортеров нефти на 2018 г. и превысившая ожидания рекордная степень выполнения этого соглашения в конце 2017 – начале 2018 г., а также временное сокращение поставок из отдельных регионов под действием ло-

Рисунок 1.7

Динамика мировых цен на основные товары российского экспорта (январь 2013 г. = 100)



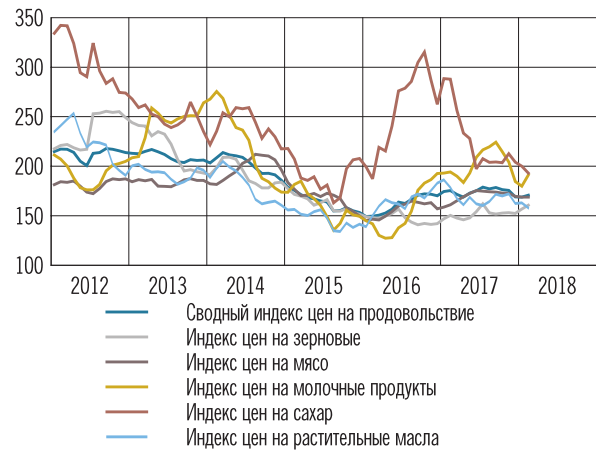
Источники: Всемирный банк, данные Reuters (цена на нефть марки Urals).

кальных политических и техногенных факторов. В результате уровень цен на нефть марки Urals сложился несколько выше предполагаемого в предыдущем Докладе, составив \$61 и \$65 за баррель в IV квартале 2017 г. и I квартале 2018 г. соответственно (при ожидавшихся \$59 и \$57 за баррель). На фоне постепенного исчерпания действия временных факторов со стороны предложения в ближайшее время ожидается некоторое снижение цен на нефть марки Urals – до \$62 за баррель в среднем в II квартале 2018 года. Вместе с тем более выраженная, чем ожидалось ранее, текущая и прогнозируемая активность мирового спроса на нефть вместе со складывающейся динамикой предложения и запасов определяли повышение среднесрочного прогноза уровня цен на нефть участниками финансового рынка. Банк России также уточнил свой среднесрочный взгляд на изменение цен на нефть, являющихся сценарным параметром для формирования среднесрочного макроэкономического прогноза (см. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации»).

На мировых рынках продовольственных товаров фактор предложения, напротив, в последние месяцы 2017 – начале 2018 г. в основном оказывал сдерживающее воздействие на рост цен (рис. 1.8). Относительно высокие результаты сельскохозяйственного года определяли стабилизацию или даже снижение цен в осенние и зимние месяцы на большинстве

Рисунок 1.8

Динамика мировых цен на продовольствие (2002–2004 гг. = 100)



Источники: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

значимых для России сегментов мирового рынка продовольствия, включая рынки зерна, растительных жиров (товары российского экспорта), молочных продуктов, мяса (российский импорт), сахара.

Сложившаяся мировая конъюнктура отражалась на условиях функционирования российской экономики и формировании инфляции по нескольким каналам.

Во-первых, с точки зрения внешнеторговых операций и экономической активности сохранение устойчивого роста глобальной экономики определяло устойчивое расширение спроса на российский экспорт – как сырьевой, так и несырьевой (рис. 1.9). По итогам 2017 г. его рост оказался выше, чем ожидалось ранее, и в номинальном, и в реальном выражении. В совокупности с повышательной динамикой сырьевых цен это создавало поддержку экономической активности – напрямую, через выпуск экспортно ориентированных секторов, и косвенно, через формирование деловых настроений и ожиданий, инвестиционной привлекательности российских активов. Вместе с тем сдерживающим фактором для добычи и экспортных поставок нефти оставалось действие международного соглашения об ограничении добычи нефти стран ОПЕК и вне ОПЕК.

Во-вторых, в части финансовых потоков сохранение интереса международных инвесторов к России нашло отражение прежде всего в продолжении притока вложений нерезидентов в го-

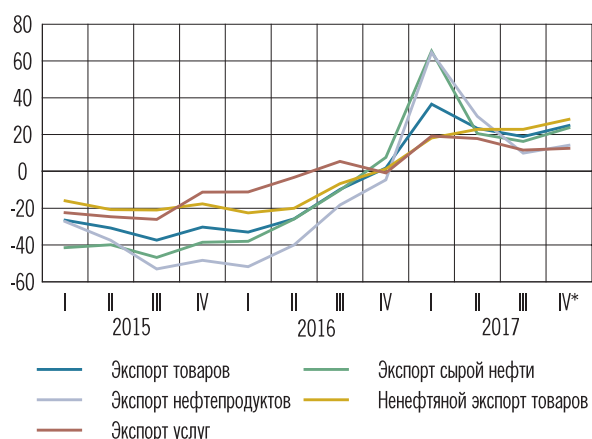
сударственные облигации, преимущественно через вторичный рынок. Это обеспечило чистый приток капитала по государственному сектору по итогам 2017 года. В начале 2018 г. интерес нерезидентов к российскому государственному долгу сохранился, поддерживаемый сохранением привлекательного уровня доходностей, повышением суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня международным агентством Standard & Poor's, а также решением США не расширять в настоящий момент санкции в отношении государственных облигаций. Вместе с тем режим плавающего валютного курса ограничивал воздействие внешних кредитных условий на российскую экономику. Кроме того, на формирование внешних финансовых потоков продолжало влиять действие ранее введенных международных санкций в отношении отдельных российских компаний и банков.

В целом при сохранении умеренно жестких внутренних денежно-кредитных условий и притока средств по внешнеторговым операциям Россия оставалась чистым кредитором внешнего мира. По итогам 2017 г. чистое кредитование частным сектором России остального мира в большой степени сохранило структуру, сложившуюся в 2016 г. (рис. 1.10). В отношении банков и прочих секторов без учета прямых инвестиций по результатам 2017 г., по предварительной оценке, наблюдалось одновременное сокращение внешних финансовых активов

и (более выражено) обязательств. Это можно трактовать как снижение интенсивности участия на внешних финансовых рынках субъектов российской экономики, в том числе с учетом действия внешних финансовых санкций, а также баланса внешних и внутренних доходностей и рисков, влиявших на относительную привлекательность внешних сбережений и заимствований. Дополнительно банки осуществляли возврат привлеченных средств по операциям в иностранной валюте с Банком России, что отражало комфортную ситуацию с погашением внешнего долга и управлением валютной ликвидностью. По прямым инвестициям прочих секторов также наблюдалось чистое кредитование. При этом, в отличие от портфельных инвестиций, как и в предыдущие периоды, по этой статье происходило одновременное увеличение внешних активов и обязательств частного сектора, и рост активов происходил более интенсивно.

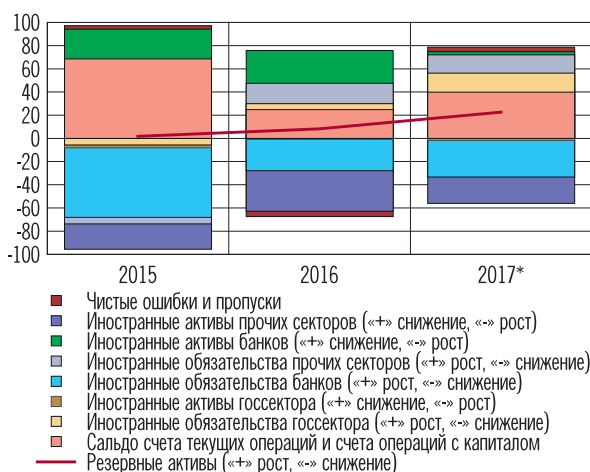
В-третьих, в части курсовой динамики сочетание состояния внешней деловой активности, сырьевой конъюнктуры и внешних финансовых условий в целом обеспечивало поддержку рубля в конце 2017 – начале 2018 года. Динамика национальной валюты находилась в рамках общих тенденций для сопоставимых стран с формирующимися рынками и стран – экспортеров сырья (рис. 1.11). Вместе с тем традиционно высокую чувствительность курсовой динамики к росту цен на нефть продолжало ограничивать

Рисунок 1.9
Годовые темпы прироста экспорта России (%)



* Оценка.
Источник: Банк России.

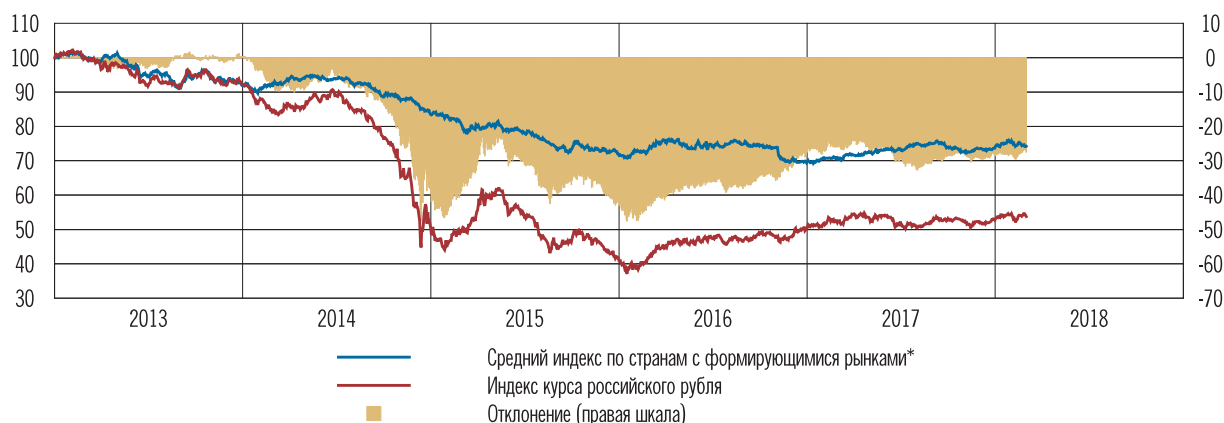
Рисунок 1.10
Динамика основных счетов платежного баланса России (млрд долл. США)



* Оценка.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.11

Изменение курса российского рубля и курсов валют стран с формирующимися рынками* к доллару США (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.

действие бюджетного правила (включая механизм операций Минфина России на внутреннем валютном рынке), переход к новому формату которого был окончательно завершён в начале 2018 года. Это, в свою очередь, снижало действие внешней сырьевой конъюнктуры на формирование показателей бюджета и экономической активности в целом.

В-четвертых, в части формирования инфляции со стороны внешних условий действовала комбинация факторов. С одной стороны, отсутствие признаков перегрева внешнего спроса, несмотря на его устойчивый рост, обеспечивало низкий уровень внешнего инфляционно-

го давления. Благоприятным фактором также оставалась отмеченная выше динамика мировых продовольственных цен. Действие курсовой динамики на инфляцию в конце 2017 – начале 2018 г., по оценкам, было практически нейтральным. Вместе с тем рост цен на мировых рынках энергоносителей был источником повышения давления на издержки и цены российских производителей. Однако действие этого фактора на уровень потребительской инфляции в целом, как ожидается, будет иметь ограниченный масштаб (см. подраздел «Внутренние экономические условия и инфляция»).

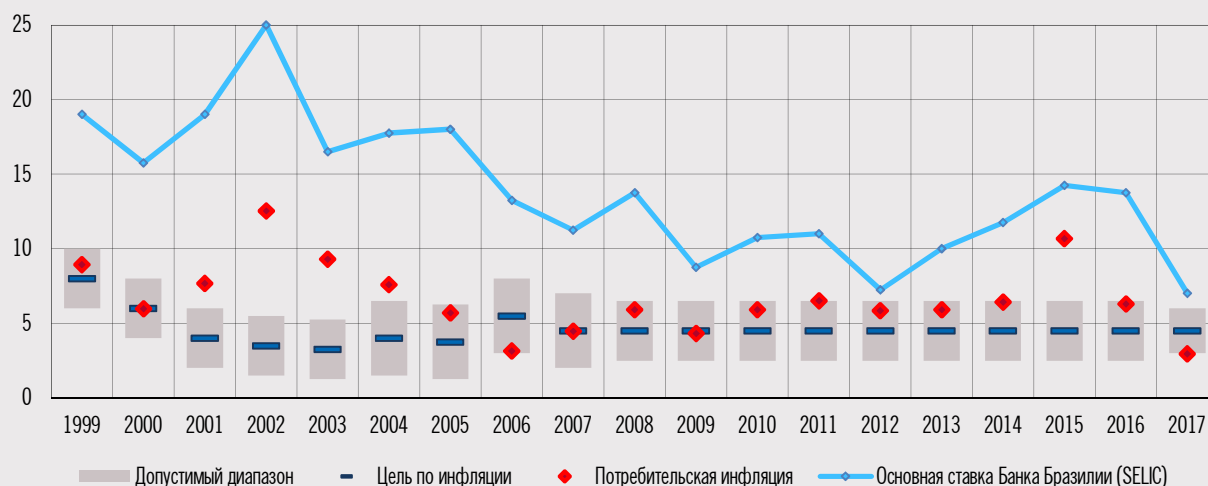
Бразилия: опыт таргетирования инфляции в сложных экономических условиях

Банк Бразилии перешел к режиму инфляционного таргетирования в 1999 г., и после периода адаптации экономических агентов и населения в начале 2000-х гг. ему удалось добиться устойчивого снижения инфляционных ожиданий, стабильно удерживая показатели инфляции в границах допустимого диапазона.

Вместе с тем в 2014–2015 гг. Бразилия, как и многие другие страны с сырьевой экономикой, столкнулась с существенным неблагоприятным изменением внешней конъюнктуры, которое выражалось в падении цен на сырьевые товары и росте волатильности финансовых рынков. Ухудшение внешней конъюнктуры оказало значительное понижательное давление на курс реала и существенно повысило инфляционные риски в экономике. При этом Бразилия также сталкивалась с внутренними проблемами, среди которых одна из самых существенных – бюджетный кризис, вызванный решениями, принятыми в 2011–2014 годах. В результате мер бюджетной политики, включавших в том числе принятие бюджетом дополнительных пенсионных обязательств и предоставление налоговых каникул для ряда отраслей при отсутствии возможности подстройки других статей бюджета, дефицит бюджета вырос с 2% ВВП в 2010 г. до 10% ВВП в 2015 г., расходы на пенсионное обеспечение достигли 11% ВВП. Как следствие, в Бразилии одновременно наблюдались замедление

Рисунок 1.12

Историческая динамика инфляции, цели по инфляции и ставки денежно-кредитной политики в Бразилии (% годовых)



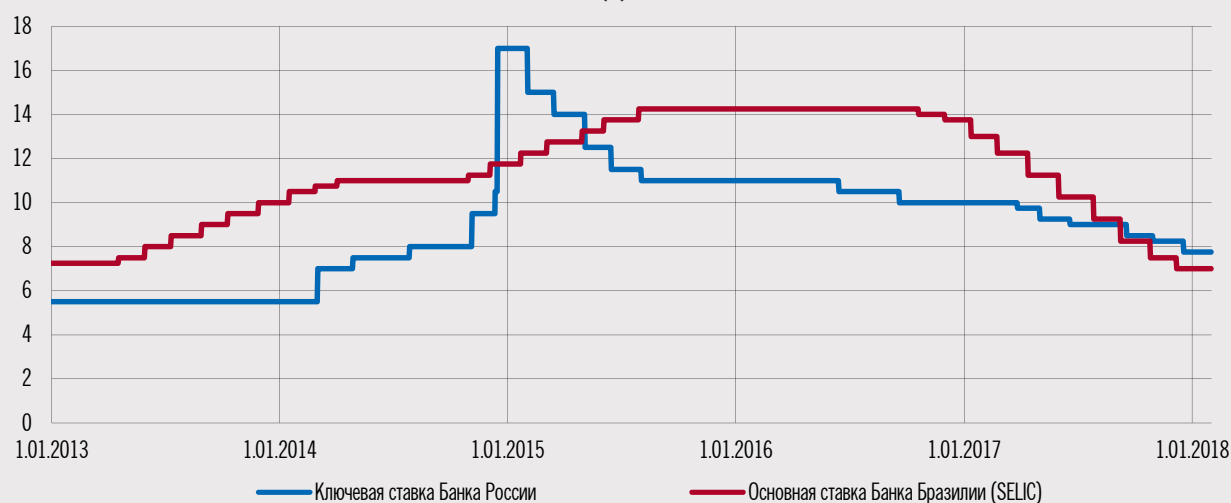
Источник: Банк Бразилии.

кредитной и экономической активности, повышенное инфляционное давление и рост рисков для финансовой стабильности.

В таких трудных экономических условиях Банк Бразилии принял решение о необходимости ужесточения денежно-кредитной политики (рис. 1.12), что помогло нормализовать инфляционное давление и позволило сохранить устойчивость финансовой системы. Нормализации ситуации также способствовало принятие плана бюджетной консолидации, предполагающего сокращение отдельных направлений бюджетных расходов и восстановление некоторых налогов. Однако фундаментально бюджетный кризис не разрешен до сих пор, что послужило причиной снижения суверенного рейтинга Бразилии агентством Standard & Poor's в январе и агентством Fitch в феврале 2018 года. После периода спада 2015–2016 гг. экономическая динамика восстановилась. По итогам 2017 г. показатели инфляции оказались чуть ниже границы целевого диапазона, что прежде всего связано с рекордным урожаем.

Рисунок 1.13

Динамика ключевой ставки Банка России и основной ставки денежно-кредитной политики Банка Бразилии (%)



Источники: Банк России, Банк Бразилии.

Бразилия – характерный пример малой открытой экономики с высокой долей сырьевых отраслей в экспорте. Бразилия, как и многие развивающиеся страны, после периода нестабильной динамики с двумя эпизодами спада на протяжении последнего десятилетия, перешла в фазу восстановительного роста, ускорение которого пока возможно без развития сопутствующих инфляционных процессов (рис. 1.1, 1.2).

Бразилии присущ ряд отличительных особенностей – регулируемые цены на ряд услуг и товаров (электричество, медицинские услуги, топливо и другие); высокая доля кредитов, выданных по сниженным нерыночным ставкам, не привязанным к ключевой ставке денежно-кредитной политики (около 50% совокупного кредитного портфеля) при высоких по международным меркам рыночных ставках (средний уровень рыночных ставок составил 41,1% в январе 2018 г. по сравнению с 9,5% в нерыночном сегменте¹); специфическая направленность сырьевых отраслей. Высокая доля нерыночных кредитов отражается на действии трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и влияет на решения по уровню и характеру изменения основной ставки денежно-кредитной политики. В соответствии с рекомендациями международных экспертов в 2017 г. в Бразилии началась реализация мер, направленных на снижение влияния нерыночного кредитования на денежно-кредитные условия, включающих как изменение формулы определения нерыночных ставок, так и сокращение объемов нерыночного кредитования. Однако эти особенности не влияют на общую картину экономики, и опыт Бразилии для России интересен тем, что обе страны имеют схожие фундаментальные факторы экономической динамики, при этом у Бразилии существенно более длительная практика инфляционного таргетирования.

Сходства экономической динамики, формирующейся с учетом действия глобальных факторов, определяют сходство траекторий денежно-кредитной политики Бразилии и России в последние годы. 2017 г. был периодом восстановительного роста и постепенного перехода от умеренно жесткой денежно-кредитной политики, который может завершиться в текущем году (рис. 1.13). Стоит отметить, что Банк Бразилии и Банк России весьма похоже оценивают долгосрочный нейтральный уровень ставки денежно-кредитной политики. В сентябре 2017 г. Банк Бразилии давал оценки нейтральной реальной ставки на уровне около 3%².

Важным условием дальнейшего устойчивого развития экономик обеих стран является реализация структурных реформ, которая может способствовать преодолению структурных ограничений для ускорения роста и снижению чувствительности к внешней конъюнктуре. Как и Банк России, Банк Бразилии отмечает это в своих информационных материалах³.

¹ Информационная система Банка Бразилии (<https://www.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>).

² Банк Бразилии, *Inflation Report*, декабрь 2017 г. (<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/ing/2017/12/ri201712b1i.pdf>).

³ Банк Бразилии, *Заявление по итогам заседания 6.12.2017* (<http://www.bcb.gov.br/en/#!/c/copomstatements/184>).

Внутренние финансовые условия

В конце 2017 – начале 2018 г. ситуация в российской финансовой системе оставалась стабильной и внутренние финансовые условия складывались в целом в соответствии с базовым прогнозом Банка России. При этом в характеристике денежно-кредитных условий можно отметить ряд основных моментов.

Во-первых, продолжилось плавное смягчение внутренних денежно-кредитных условий, в первую очередь за счет переноса снижения

степени жесткости денежно-кредитной политики в рыночные процентные ставки. Краткосрочные процентные ставки денежного рынка оставались вблизи ключевой ставки (рис. 1.14), но, как и в предыдущие месяцы, формировались в нижней половине процентного коридора Банка России. В отдельные периоды спред ставок МБК к ключевой ставке Банка России увеличивался на фоне значительного притока бюджетных средств в банки, проведения операций по предоставлению ликвидности отдельным кредитным организациям в рамках мер по повышению их финансовой устойчивости, роста оборотов по проводимым банками клиентским

Рисунок 1.14

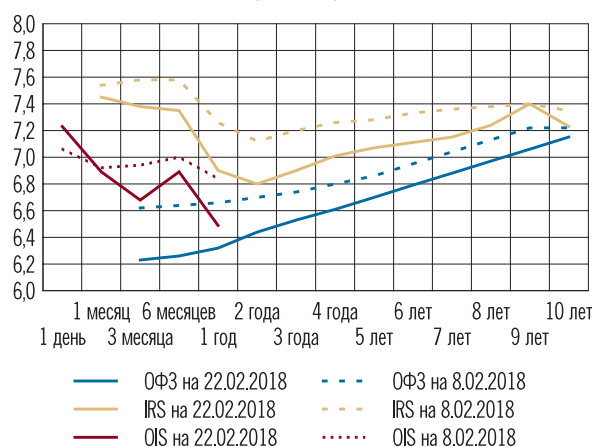
Ключевая ставка и ставка МІАСР (% годовых)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.16

Кривые доходности на облигационном и денежном рынках (% годовых)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.15

Процентные ставки по рублевым банковским операциям и ключевая ставка Банка России (% годовых)



Источник: Банк России.

операциям (подробнее – см. аналитический материал Банка России «Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки» за январь и февраль 2018 г.). Перераспределение поступивших средств между банками происходило не сразу, что создавало неопределенность для участников рынка относительно их собственной позиции по ликвидности. В дальнейшем по мере адаптации банковского сектора к росту профицита ликвидности ожидается сужение спреда рыночных ставок к ключевой ставке Банка России. По прогнозам Банка России, в ближайшие месяцы спред может сохраниться на уровне 25–50 базисных пунктов. Банк России будет принимать это во внимание при принятии решений по ключевой ставке.

Во-вторых, на формирование рыночных процентных ставок на более длительные сроки оказывало влияние как уже реализованное, так и ожидаемое в дальнейшем снижение ключевой ставки (рис. 1.15). При этом динамика процентных ставок по инструментам с различной срочностью свидетельствовала о том, что участники финансовой системы учитывали транслируемую Банком России информацию об оценке долгосрочного нейтрального уровня процентной ставки денежно-кредитной политики, оцениваемом на уровне 6–7%¹, и вероятном горизонте выхода на него в 2018 г. (рис. 1.16). Несмотря на то, что ожидаемое в 2018 г. смягчение денежно-кредитной политики в значительной мере уже отразилось в ожиданиях участников рынка, потенциал дальнейшего снижения рыночных кредитных ставок за счет переноса динамики ключевой ставки в ближайшие месяцы пока сохраняется.

В-третьих, неценовые условия кредитования (в том числе срок кредитования, требования к обеспечению и другие) смягчались, но в значительно меньшей степени, чем ценовые (рис. 1.17). Это отражало сохранение оправданно консервативного подхода банков к оценке кредитных рисков. В 2017 – начале 2018 г. их уровень постепенно снижался по мере снижения экономической неопределенности, улучшения финансового положения заемщиков и нор-

¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов.

Рисунок 1.17

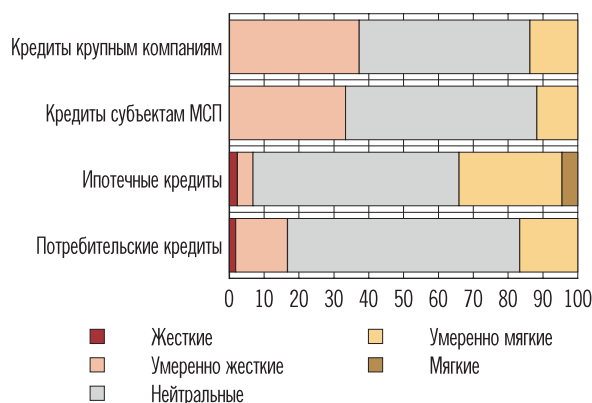
Индексы изменения отдельных условий кредитования заемщиков в IV квартале 2017 года (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.19

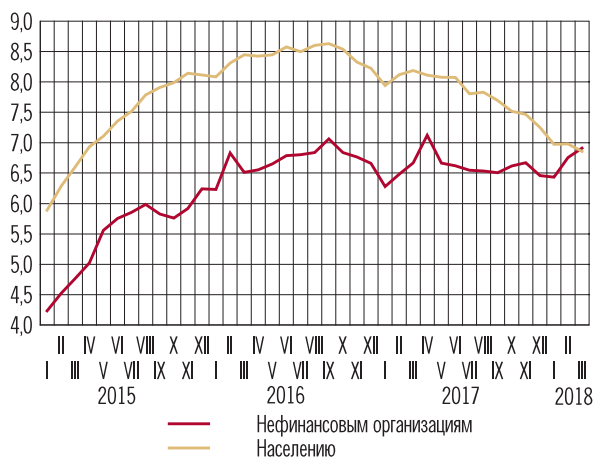
Оценка банками степени жесткости условий долгосрочного кредитования в IV квартале 2017 года*



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

Рисунок 1.18

Доля просроченной задолженности по кредитам, предоставленным банками (%)



Источник: Банк России.

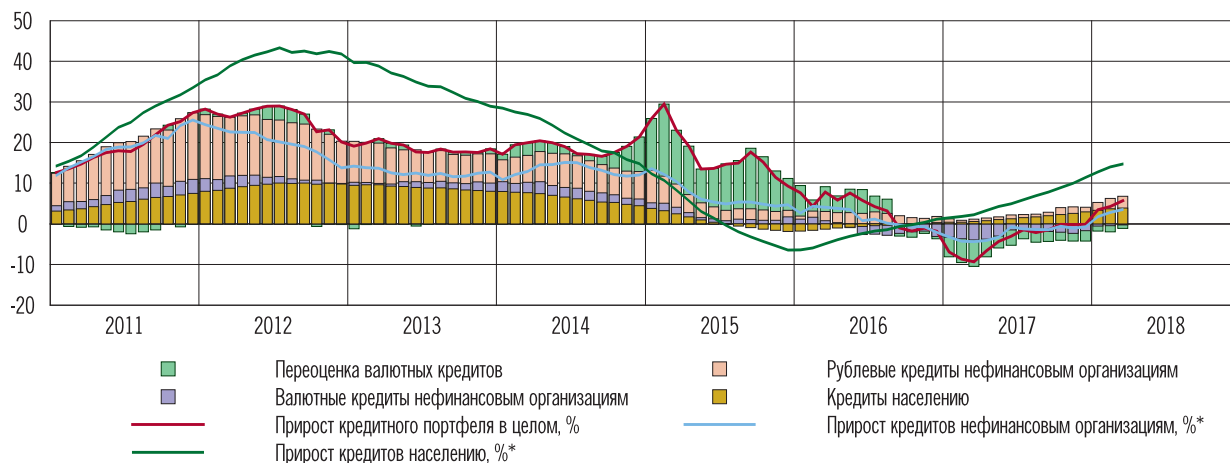
мализации уровней кредитной нагрузки. Пока он остается несколько выше, чем до эпизода повышения в 2014–2015 гг., что, в частности подтверждается динамикой показателей просроченной задолженности (рис. 1.18). Вместе с тем, согласно опросам банков, большинство из них уже оценивает текущие условия долгосрочного кредитования по степени жесткости как нейтральные (рис. 1.19), то есть не ограничивающие доступ к кредитам для многих групп потенциальных заемщиков и не оказывающие существенного влияния на численность потенциальных заемщиков и их спрос на кредиты. Для юридических лиц кредитные условия, в том числе неценовые, в большей мере оста-

ются сдерживающими. При этом риск-премии, закладываемые банками в процентные долгосрочные и краткосрочные ставки по кредитам компаниям, в 2017 г. последовательно снижались и на начало 2018 г., по оценкам, приблизились к своим долгосрочным устойчивым уровням. С учетом этого вклад изменения риск-премий в формирование ставок в дальнейшем будет снижаться. При этом неценовые условия кредитования в текущем году, как ожидается, могут еще несколько смягчиться. Происходить это будет так же плавно, как и ранее, что ограничит риски для финансовой и ценовой стабильности и поддержит устойчивую реализацию трансмиссии денежно-кредитной политики.

В-четвертых, по мере постепенного смягчения кредитных условий и повышения экономической активности рост кредитной активности продолжил восстанавливаться (рис. 1.20). По итогам 2017 г. прирост кредита компаниям и населению сложился в рамках базового прогноза, представленного в предыдущем Докладе. В конце 2017 – начале 2018 г. его ускорение оставалось пропорциональным росту доходов заемщиков и их спроса на кредит с учетом смягчения (реализовавшегося и ожидаемого) ценовых и неценовых кредитных условий. При этом можно отметить интенсификацию спроса на рефинансирование ранее привлеченного средне- и долгосрочного долга по более низким ставкам. Этот тренд будет способствовать более интенсивному переносу

Рисунок 1.20

Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (процентных пунктов)



* С исключением валютной переоценки.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.21

Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.22

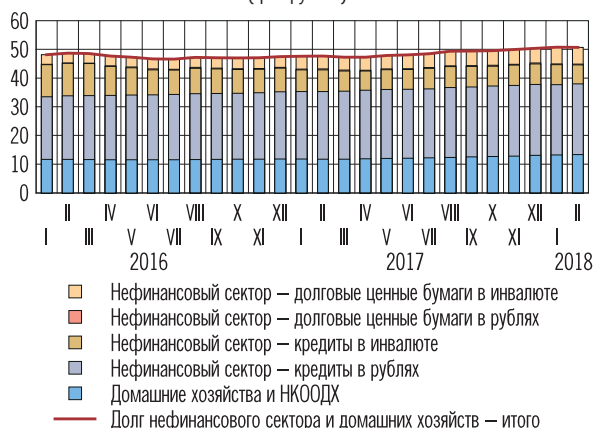
Годовой прирост кредитов реальному сектору (%, исключая валютную переоценку)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.23

Долг нефинансового сектора и домашних хозяйств по банковским кредитам и выпущенным долговым ценным бумагам (трлн рублей)



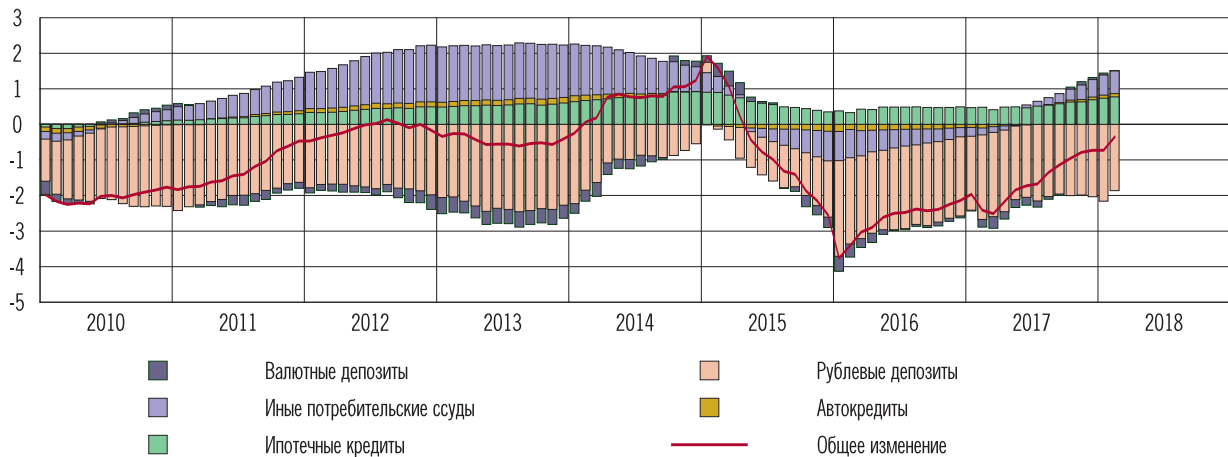
Источник: Банк России.

влияния текущей денежно-кредитной политики на кредитную и экономическую активность. В течение года ожидается продолжение ускорения сбалансированного роста кредита экономике по большинству сегментов рынка, что будет соответствовать реализации воздействия постепенного перехода к нейтральной денежно-кредитной политике на динамику спроса и экономической активности.

Структура годового роста кредита по отдельным сегментам отражала соотношение складывающихся на них условий кредитования, спроса со стороны платежеспособных заемщиков, а также различия предшествующей динамики (рис. 1.21, 1.22). Рост заимствований домашних хозяйств, продолживший восстанавли-

Рисунок 1.24

Годовое изменение операций банков с населением* (трлн рублей)



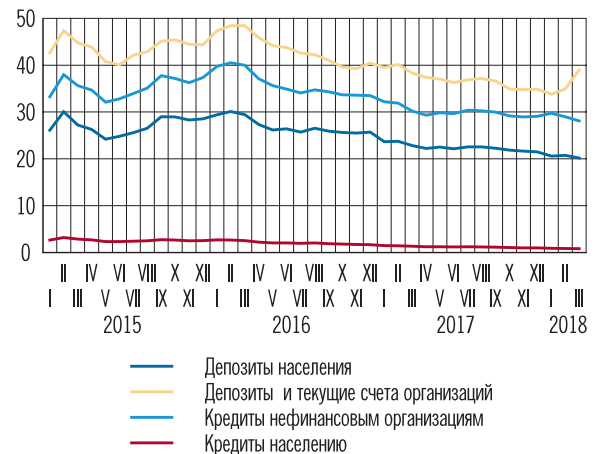
* Положительные значения — увеличение чистых требований банков к населению.
Источник: Банк России.

ливаться с низкой базы, по-прежнему опережал рост кредита компаниям нефинансового сектора. При этом в динамику корпоративного долга значительный вклад продолжал вносить прирост долговых ценных бумаг, размещение которых оставалось привлекательным инструментом привлечения финансирования с учетом складывающегося соотношения процентных ставок в сравнении с условиями банковского кредита (рис. 1.23).

Активно росло ипотечное кредитование, рассматриваемое банками как одно из наименее рискованных направлений. Расширилось также необеспеченное потребительское кредитование. Ускорение роста в этом сегменте свидетельствует о готовности банков увеличивать присутствие в сегментах кредитного рынка, сопряженных с относительно большим риском, и о расширении базы платежеспособных заемщиков по мере роста экономической активности и снижения процентных ставок. При этом в целом доля данного вида операций в кредите экономике остается умеренной, а изменение баланса операций населения с банковским сектором с учетом и депозитной, и кредитной активности пока указывает на сохранение умеренно консервативного отношения к заимствованиям (рис. 1.24). Это также подтверждают результаты опросов домохозяйств и динамика показателя нормы сбережений населения (см. подраздел «Внутренние экономические условия и инфляция»). В совокупности текущий рост ипотечного и необеспеченного потреби-

Рисунок 1.25

Долларизация банковских кредитов и депозитов (%)



Источник: Банк России.

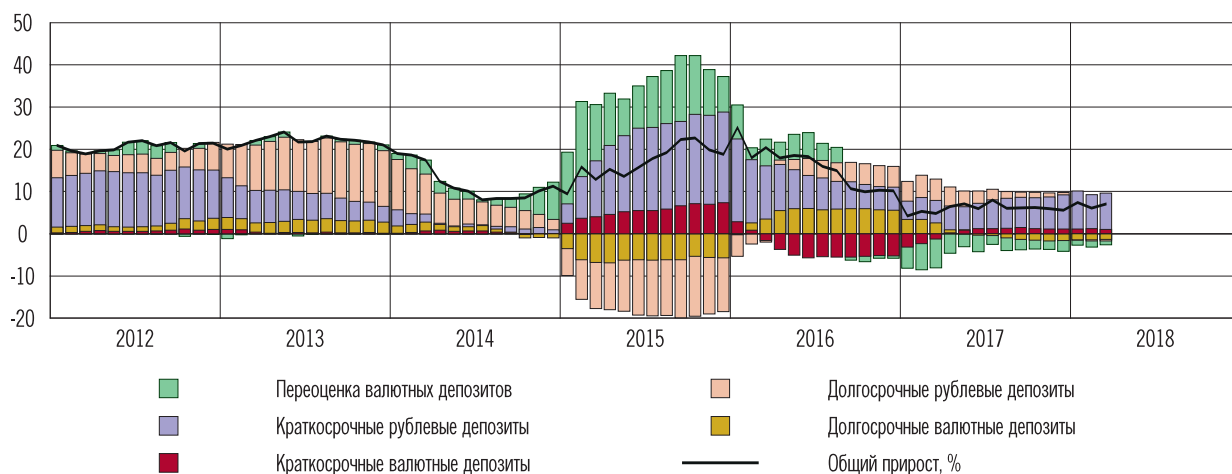
тельского кредитования населения не создает рисков превышения инфляцией 4%.

В базовом сценарии Банк России ожидает в течение ближайших кварталов некоторого дальнейшего ускорения роста розничного кредитования, пропорционального росту доходов и смягчению кредитных условий. Вместе с тем Банк России продолжит внимательно наблюдать за развитием ситуации в данном сегменте для недопущения его перегрева и выявления признаков необоснованного изменения отношения к риску банков и заемщиков, способного создать риски для ценовой и финансовой стабильности.

Наконец, в-пятых, следует отметить, что в целом структура формирования денежной

Рисунок 1.26

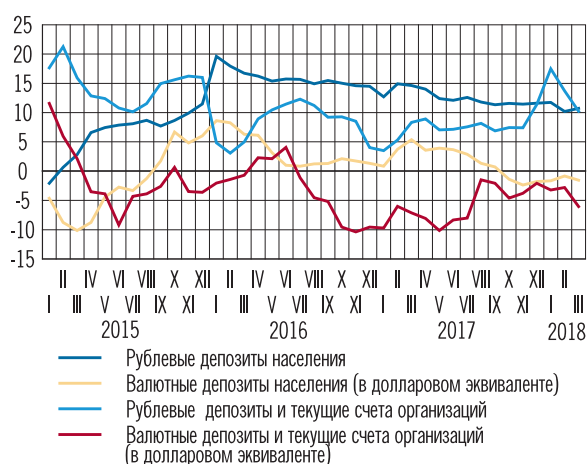
Вклад отдельных элементов в годовой прирост депозитов населения (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.27

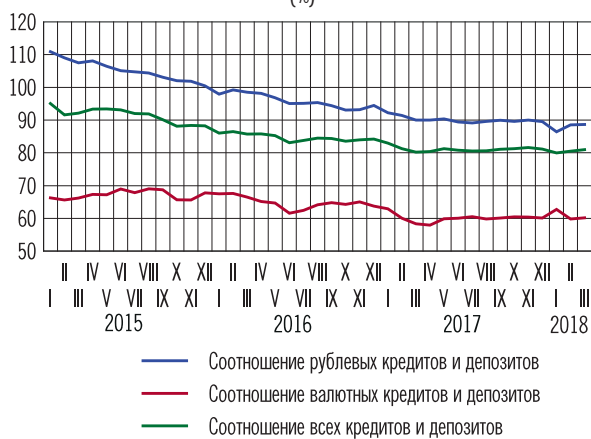
Годовые темпы прироста банковских депозитов (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.28

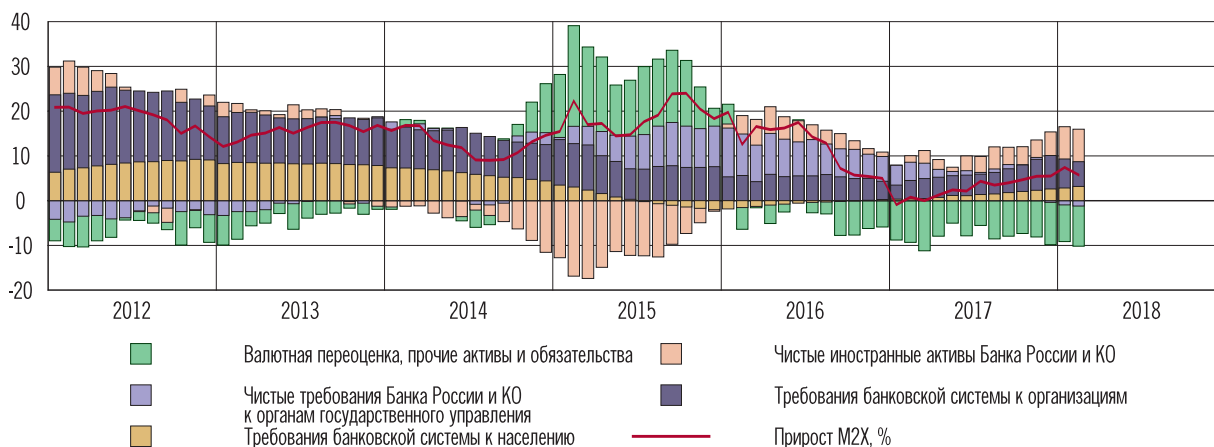
Отношение банковских кредитов населению и нефинансовым организациям к депозитам и текущим счетам населения и организаций (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.29

Динамика источников формирования широкой денежной массы* (вклад в годовые темпы прироста агрегата M2X, процентных пунктов)



* С 1.01.2015 введена новая методология расчета показателей денежно-кредитной статистики.

Источник: Банк России.

массы на текущий момент и в краткосрочной перспективе выглядит сбалансированной, соответствующей возвращению к долгосрочным устойчивым характеристикам формирования баланса банковского сектора с учетом происходящего восстановления деловой активности. Долларизация депозитов снижается, приближаясь к предкризисным уровням (рис. 1.25). В рост депозитов ключевой вклад вносит динамика краткосрочных рублевых депозитов (рис. 1.26). Темпы роста депозитов компаний и населения при этом, как ожидается, продолжат сближаться на устойчивых положительных уровнях (рис. 1.27). Отношения величины предоставленных кредитов к депозитам в целом

по банковскому сектору и по отдельным сегментам находятся на уровнях, соответствующих долгосрочным устойчивым и традиционно оцениваемым в мировой практике как нормальные (рис. 1.28).

Рост денежной массы остается на стабильном уровне, соответствующем оцениваемому естественному росту монетизации экономики (рис. 1.29). При этом увеличивается вклад роста кредита экономике в структуре роста денежной массы, что компенсирует снижение вклада изменения чистого кредита расширенному правительству на фоне последовательной реализации бюджетной консолидации (подробнее – см. врезку «Бюджетная политика»).

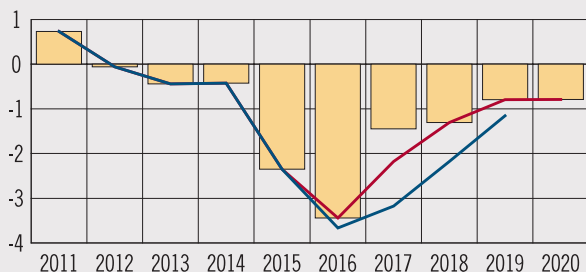
Бюджетная политика

Согласно предварительным данным Федерального казначейства, консолидированный бюджет за январь–декабрь 2017 г. исполнен с дефицитом $\text{R}1349$ млрд (1,5% ВВП), что существенно меньше ожидаемого Минфином России, согласно опубликованным «Основным направлениям бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов» (далее – ОНБНТП), уровня в $\text{R}2093$ млрд (2,3% ВВП). Федеральный бюджет исполнен с дефицитом $\text{R}1331$ млрд (1,4% ВВП), что также ниже ожидаемого в соответствии с бюджетными проектировками уровня в $\text{R}2008$ млрд (2,2% ВВП). Более низкий уровень дефицита бюджета был обеспечен недоисполнением расходов и повышенным поступлением доходов по сравнению с прогнозируемым уровнем на фоне улучшения внешнеэкономической конъюнктуры и восстановления экономической активности в России.

Значительное сокращение дефицита бюджетной системы (на 2,2 п.п. ВВП) и дефицита федерального бюджета (на 2,0 п.п. ВВП) в 2017 г. обеспечило опережающие темпы реализации фискальной консолидации по сравнению с планировавшейся Минфином России траекторией «3–2–1% ВВП» в 2017–2019 гг., обозначенной в «Основных направлениях бюджетной политики на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов»

Рисунок 1.30

Корректировка траектории фискальной консолидации (по сальдо федерального бюджета) в 2016–2020 годах

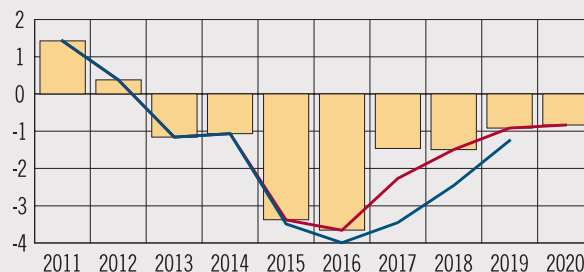


- Сальдо федерального бюджета (% ВВП, фактическое исполнение в 2011–2017 гг., прогноз на 2018–2020 гг. по ОНБНТП)
- Сальдо федерального бюджета (% ВВП, фактическое исполнение в 2011–2016 гг., прогноз на 2017–2020 гг. по ОНБНТП)
- Сальдо федерального бюджета (% ВВП, фактическое исполнение в 2011–2015 гг., прогноз на 2016–2019 гг. по ОНБП)

Источники: Минфин России, Федеральное казначейство, Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.31

Корректировка траектории фискальной консолидации (по сальдо бюджетной системы) в 2016–2020 годах



- Сальдо бюджетной системы (% ВВП, фактическое исполнение в 2011–2017 гг., прогноз на 2018–2020 гг. в соответствии с ОНБНТП)
- Сальдо бюджетной системы (% ВВП, фактическое исполнение в 2011–2016 гг., прогноз на 2017–2020 гг. в соответствии с ОНБНТП)
- Сальдо бюджетной системы (% ВВП, фактическое исполнение в 2011–2015 гг., прогноз на 2016–2019 гг. в соответствии с ОНБП)

Источники: Минфин России, Федеральное казначейство, Росстат, расчеты Банка России.

(далее – ОНБП). Траектория фискальной консолидации корректируется за счет фактического исполнения в 2017 г. и корректировки бюджетных параметров в 2018–2019 гг. (рис. 1.30, 1.31), что характеризует постепенное ужесточение фискальной политики. Этим изменениям способствовало улучшение внешнеэкономической конъюнктуры, в том числе успешное исполнение и продление соглашений о сокращении добычи нефти между странами ОПЕК и Россией, повлекшее за собой рост цен на нефть в 2017–2018 гг., а также росту экономической активности в России.

Изменение формулы интервенций в размере дополнительных нефтегазовых доходов будет способствовать увеличению удельного объема интервенций в расчете на \$1 за баррель изменения цены нефти марки Urals. Сохранение цены нефти марки Urals выше базового уровня позволит в среднесрочной перспективе нарастить объем Фонда национального благосостояния. В 2018 г. ожидается перечисление накопленных в 2017 г. на валютных счетах федерального бюджета средств от проведенных интервенций (более ₪829 млрд), в 2019 г. – от проведенных в 2018 г. интервенций. Проведение интервенций позволило снизить чувствительность курса рубля и экономики России к изменениям внешних сырьевых цен.

В 2018 г. за счет продолжающегося улучшения внешнеэкономических условий и восстановления экономической активности в России ожидается переход бюджетной системы и федерального бюджета к профициту. Вместе с тем в 2018 г. возможно повышение планов по расходам бюджета в 2018–2020 гг. относительно параметров, заложенных в ОНБНТП. Планы по расходам федерального бюджета и бюджетной системы могут быть скорректированы, в частности, с учетом ожидающегося уточнения макроэкономического прогноза Правительства Российской Федерации. Кроме того, дополнительные предложения по корректировке расходов могут возникнуть после формирования нового Правительства во II квартале 2018 года. Вместе с тем инфляционные риски со стороны бюджетной политики в результате пересмотра бюджетных проектировок Минфина России на фоне улучшения макроэкономического прогноза ограничены, поскольку за счет функционирования бюджетного правила повышение расходов на федеральном уровне лимитируется повышением доходов. Значительное увеличение расходов бюджетной системы ограничено возможностями других звеньев бюджетной системы (региональных бюджетов и внебюджетных фондов) финансировать дефицит.

Внутренние экономические условия и инфляция

Со стороны внутренних экономических условий ключевым фактором принятия решений по денежно-кредитной политике оставалось сохранение сдержанного инфляционного фона. При этом для Банка России ключевое значение имело формирование представления о том, какими факторами обуславливается текущее замедление инфляции и насколько устойчивый характер оно носит. Важным при этом было то, как в целом развивается экономическая активность и в какой мере на нее и на инфляционную динамику влияет реализуемая денежно-кредитная политика.

С точки зрения характеристики ценовой динамики можно отметить следующие моменты. Выход темпов роста цен на более низкий уровень, чем в предыдущие годы, носит систематический, широкий и, уже можно сказать, устой-

чивый характер. Низкими темпами растут цены на основную часть потребительских товаров и услуг. Темпы роста потребительских цен (месяц к предыдущему месяцу с коррекцией на сезонность) замедлились с середины 2017 г.

Рисунок 1.32

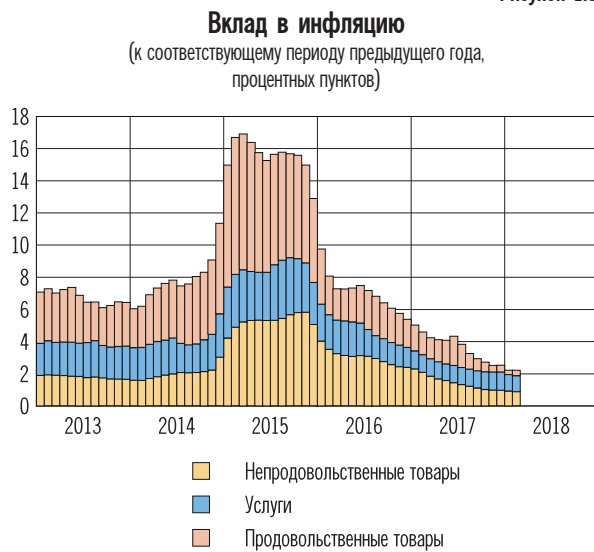
Динамика цен на потребительские товары и услуги

(месячный прирост цен с исключением сезонности, в среднем за три месяца в годовом выражении)



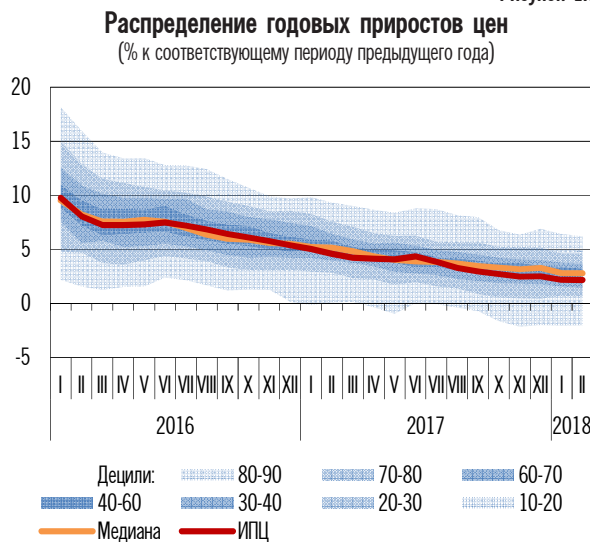
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.33



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

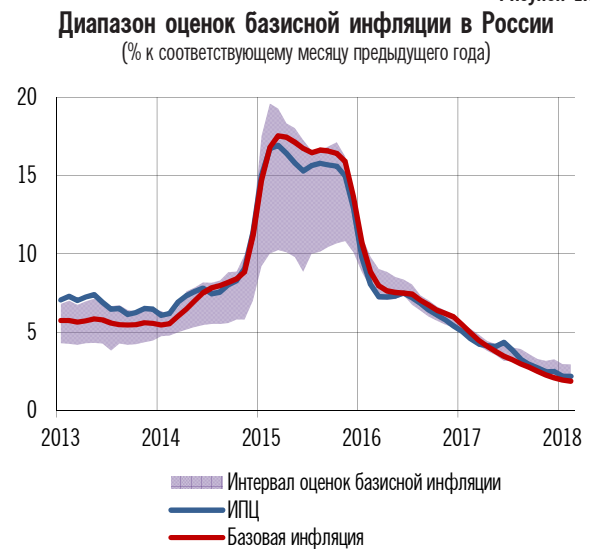
Рисунок 1.34



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

до аннуализированного уровня менее 4% (рис. 1.32). Годовая инфляция в январе-феврале 2018 г. находилась на минимальном уровне за период наблюдений – 2,2% (рис. 1.33). Наиболее плотная концентрация годовых темпов прироста цен на потребительские товары и услуги сохраняется в интервале 3–4% (рис. 1.34). При этом для около трех четвертей категорий потребительской корзины годовые темпы прироста цен находятся ниже 4%, тогда как разница между максимальными темпами роста цен и средним в корзине сокращается. Показатели базисной инфляции, отражающие динамику потребительских цен, за исключением наиболее волатильных компонентов, находятся ниже уровня 4%, в основном в диапазоне 2–3% (рис. 1.35). Динамика показателей инфляции

Рисунок 1.35



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.36



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

по отдельным товарным группам (рис. 1.36) и в региональном разрезе (подробнее – см. приложение «Инфляция в регионах России») также подтверждает однородный характер снижения темпов роста цен.

Устойчивый выход инфляции на низкие уровни объясняется факторами постоянного действия – снижением инфляционных ожиданий и умеренной динамикой спроса. Денежно-кредитная политика поддерживает замедление инфляции, влияя на эти факторы. В конце 2017 – начале 2018 г. их действие складывалось следующим образом.

В динамике инфляционных ожиданий различных категорий экономических агентов сохранялись благоприятные тенденции (табл. 1.1). Инфляционные ожидания насе-

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
Инфляционные ожидания (абсолютные), %																			
Население																			
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	12,4	11,2	10,3	9,6	8,7	8,9	8,4
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	2,8	2,4	2,1	2,2
Профессиональные аналитики																			
Вloomberg	2018														4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Интерфакс	2018													4,2	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8
Рейтер	2018														4,1	4,0	4,1	3,8	3,8
Финансовые рынки																			
ОФЗ-ИН	следующие 7 лет							6,4	5,8	5,4	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	3,9	3,7	3,7	
ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)	следующие 7 лет							8,1	7,3	6,9	6,0	5,3	5,4	4,9	4,7	4,3	4,1	4,1	
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	4,5	3,3		
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	3,7	3,4	2,5		
Инфляционные ожидания (баланс ответов*)																			
Население																			
ФОМ	следующие 12 месяцев	84	85	84	83	76	72	80	83	84	78	82	80	79	80	82	78	78	75
ФОМ	следующий месяц	79	82	76	77	68	60	71	78	72	68	70	76	68	68	73	73	69	61
Предприятия																			
РЭБ	следующие 3 месяца	26	26	32	70	32	20	28	48	14	38	36	46	22	20	14	52		
Банк России		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	9,4	7,1	
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	42	41	41	43	31	28	30	29	32	29	28	27	27	24	24	22		
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	6	5	2	5	7	6	2	2	5	5	0	0	4	3	0	0		

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

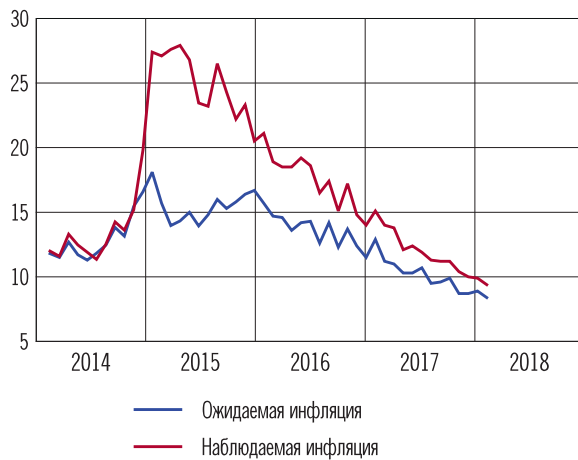
- инфляционные ожидания улучшились (более 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (менее 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания не изменились ($\pm 0,2$ стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (менее 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания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

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

Источники: данные опроса ФОМ/инФОМ, Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Tomson Reuters, расчеты Банка России, Российский Экономический Барометр.

Рисунок 1.37

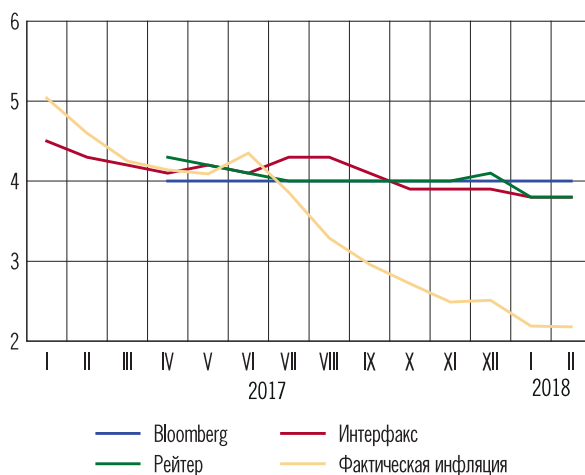
Медианная оценка ожидаемой и наблюдаемой инфляции (%)



Источник: ООО «ИНФОМ».

Рисунок 1.38

Консенсус-прогнозы профессиональных аналитиков: инфляция в 2018 году



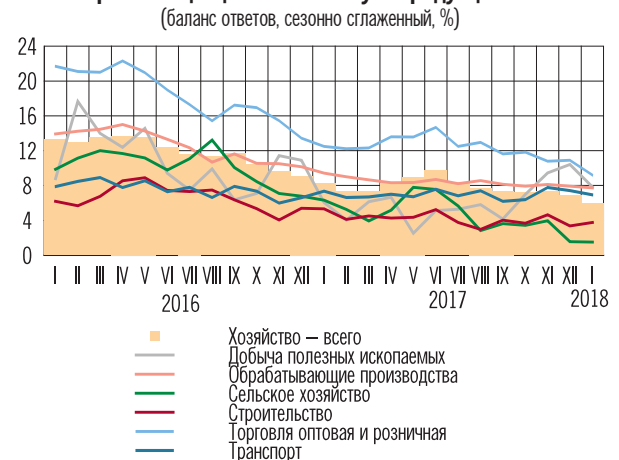
Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Thomson Reuters.

ния продолжили снижаться, обновляя исторически минимальные значения, хотя их уровень все еще оставался повышенным относительно целевого уровня инфляции (рис. 1.37). Ожидания профессиональных участников финансового рынка, в свою очередь, стабилизировались на уровне вблизи 4% (рис. 1.38). Это подтверждали как результаты опросов, так и косвенные оценки, основанные на ценообразовании облигаций федерального займа с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции (ОФЗ-ИН).

Ценовые ожидания производителей были более разнородны, в том числе по отдельным секторам (рис. 1.39), однако оставались ниже уровней предыдущих лет. Согласно результа-

Рисунок 1.39

Ответы предприятий на вопрос: «Как изменятся (увеличатся/снизятся) в следующие три месяца цены на готовую продукцию?»



Источники: Банк России, опросы предприятий.

там проведенного Банком России специально-го выборочного опроса, около 60% предприятий² закладывают в свои финансовые планы на 2018 г. инфляцию, не превышающую 4% (преимущественно от 3,1 до 4,0%). Предприятия формируют свои оценки инфляции, в основном исходя из текущей и будущей динамики издержек, которые связывают в первую очередь с эксплуатацией основных фондов, индексацией заработных плат, ожидаемой динамикой закупочных цен. Кроме того, ими учитывались изменения государственного регулирования тарифов естественных монополий и спроса населения на их продукцию. В ряде регионов предприятия разных видов экономической деятельности³ ожидали замедления инфляции до уровня ниже 1% (Республика Хакасия, Владимирская область, Республика Бурятия, Челябинская область, Камчатский край) или дефляции (Камчатский край, Пензенская область). В то же время в таких отраслях, как производство машин и оборудования, обработка древесины и производство изделий из дерева, вы-

² Выборка составила 1680 предприятий по всей стране. Предприятия промышленного производства составили 43,1% исследуемой выборки, оптовой и розничной торговли – 12,4%, сельского хозяйства – 11,2%, транспортировки и хранения – 8,3%.

³ Предприятия по производству пищевых продуктов, химических веществ и химических продуктов, прочих транспортных средств и оборудования, металлургии, оптовой и розничной торговли, транспортировки и хранения, а также сельского хозяйства.

Рисунок 1.40

Структура прироста оборота розничной торговли (вклад в темп прироста, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

делялась небольшая группа промышленных предприятий, прогнозирующая инфляцию 10%.

Снижению ожиданий способствует рост доверия к политике Банка России, которая уже внесла вклад в снижение инфляции, остается последовательной и становится более прозрачной и понятной для общества за счет активной информационной политики. Инфляционные ожидания формируют основу для изменения цен – через индексацию заработных плат, среднесрочное планирование производства, продаж, расходов на потребление. Их снижение и стабилизация на более низком уровне вносит существенный вклад в обеспечение ценовой стабильности.

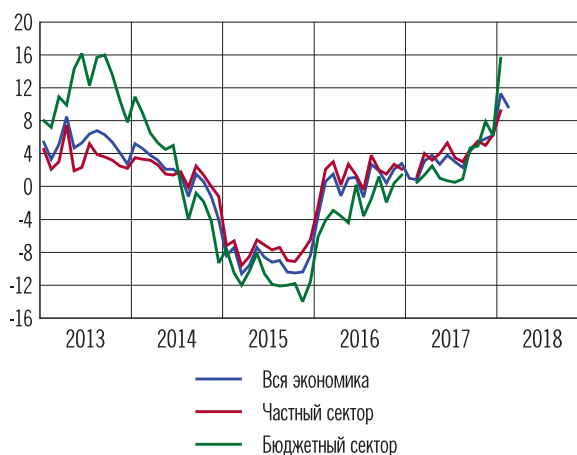
С точки зрения внутреннего спроса можно отметить сохранение его устойчивого роста в конце 2017 г. и начале 2018 года. Как ожидается, в первые кварталы 2018 г. темпы роста потребительского спроса останутся вблизи уровней, сложившихся на начало года. Денежно-кредитная политика в числе других факторов влияла на формирование спроса на нескольких уровнях.

Во-первых, на уровне компаний умеренное смягчение условий кредитования создавало более благоприятные условия для расширения их производственной активности, поддержания стабильного спроса на трудовые ресурсы, умеренного увеличения инвестиционного спроса при сохранении сбалансированного повышения оплаты труда работникам. Безработица в конце 2017 – начале 2018 г. немного снизи-

Рисунок 1.41

Реальная заработная плата

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



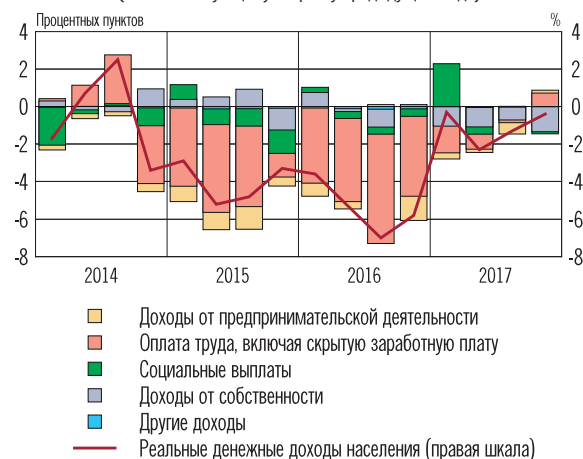
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

лась, но осталась вблизи уровня, который с учетом структуры рынка труда оценивается Банком России как естественный (не создающий дополнительного давления на изменение заработной платы и цен). С другой стороны, значимыми факторами формирования заработной платы, действующими в сторону ускорения ее роста, были повышение конкуренции работодателей за квалифицированные кадры, а также увеличение заработной платы в бюджетном секторе за счет категорий работников, попадающих под действие «майских указов». В результате в январе-феврале 2018 г. рост реальной заработной платы в годовом сопоставлении существенно ускорился, заметно превысив ожидания (рис. 1.41). Темпы прироста реальных

Рисунок 1.42

Структура прироста реальных денежных доходов населения

(к соответствующему кварталу предыдущего года)



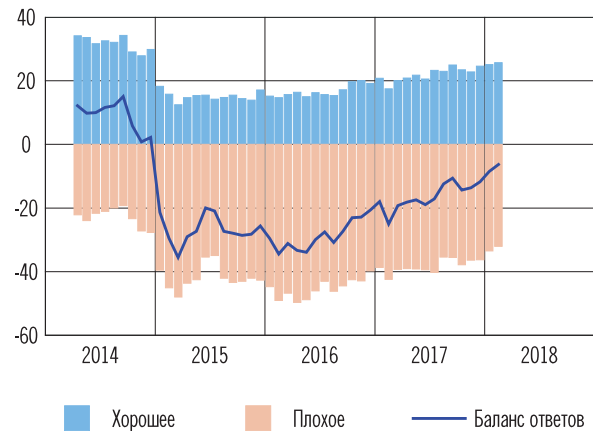
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

располагаемых доходов населения, в состав которых помимо оплаты труда входят социальные выплаты, доходы от предпринимательской деятельности и финансовых операций (рис. 1.42), также повышались, но оставались на более низких уровнях, что сдерживало ускорение наращивания потребительской активности (рис. 1.40).

Во-вторых, на фоне смягчения денежно-кредитных условий последовательно повышался спрос домохозяйств на кредит при сохранении стабильной активности вложений в рублевые финансовые активы. В результате норма сбережений, в течение 2017 г. демонстрировавшая тренд на снижение, в начале 2018 г. была близка к уровню, соответствующему долгосрочному среднему значению (подробнее – см. врезку «О формировании сберегательного поведения домохозяйств»). Опросы свидетельствуют, что домохозяйства сохраняют относительно консервативный взгляд на свои доходы, условия для осуществления сбережений и крупных покупок (рис. 1.43). Как ожидается, в дальней-

Рисунок 1.43

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



Источник: опросы ООО «ИНФОМ».

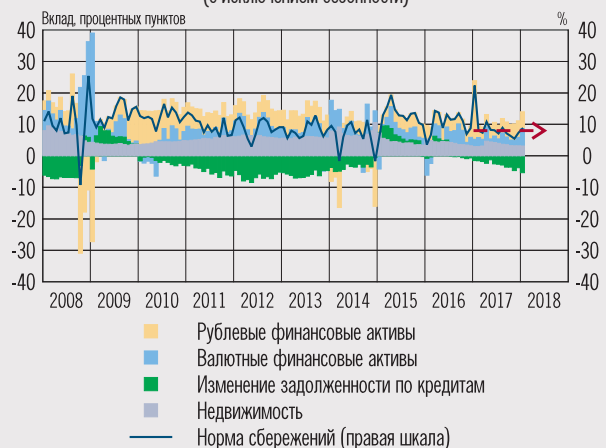
шем норма сбережений останется на практически стабильном уровне при сбалансированном росте кредитования и сохранении устойчивого интереса населения к рублевыми сбережениям с учетом поддержания положительного уровня реальных процентных ставок в экономике.

О формировании сберегательного поведения домохозяйств

Важным фактором сохранения сдержанной и предсказуемой ценовой динамики является сохранение устойчивого сберегательного поведения населения. С середины 2015 г. в российской экономике наблюдалось последовательное снижение нормы сбережений, что привлекало внимание экономического сообщества в контексте обсуждения возможного роста инфляционного давления. Вместе с тем Банк России рассматривает коррекцию нормы сбережений как естественный процесс после ее всплеска на фоне действия мотива предосторожности в кризисный период 2014–2015 годов. К концу 2017 г. норма сбережений приблизилась к своему докризисному устойчивому уровню – около 8%¹ и, по оценкам Банка России, стабилизируется около него в первом полугодии 2018 г. (рис. 1.44).

Рисунок 1.44

Норма сбережений стабилизируется вблизи докризисного уровня (с исключением сезонности)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Для расчета нормы сбережений Банк России использует данные банковской статистики (по кредитной задолженности и вкладам физических лиц и ИП в рублях и валюте, для оценки вложений в недвижимость на первичном рынке), платежного баланса (по трансграничным переводам для оценки вложений в зарубежную недвижимость), ПАО Московская Биржа (по чистой покупке ценных бумаг) и Росстата (в части располагаемых денежных доходов населения). Изменение задолженности по кредитам входит в сбережения с обратным знаком. Норма сбережений рассчитывается как отношение сбережений к располагаемым доходам населения за указанный период времени.

При анализе динамики сбережений домохозяйств необходимо учитывать, что они состоят из нескольких разнородных компонентов, динамика каждого из которых определяется как общими, так и специфическими факторами. Кроме того, воздействие некоторых факторов на отдельные компоненты может быть разнонаправленным. Например, рост реальной заработной платы, с одной стороны, положительно влияет на сбережения через увеличение рублевых и валютных активов, вложений в недвижимость, а с другой – отрицательно, поскольку стимулирует рост кредитной задолженности (включается в сбережения с отрицательным знаком).

В связи с этим для оценки возможной будущей траектории нормы сбережений сбережения домохозяйств были условно разделены на четыре компонента: рублевые активы (изменение денежных средств на рублевых счетах физических лиц и индивидуальных предпринимателей, чистая покупка ценных бумаг и изменение наличных денежных средств на руках у населения), валютные активы (изменение денежных средств на валютных счетах физических лиц и индивидуальных предпринимателей, чистая покупка наличной валюты), вложения в недвижимость (покупка недвижимости в России на первичном рынке и за рубежом), изменение кредитной задолженности физических лиц и индивидуальных предпринимателей.

Анализ декомпозиции нормы сбережений за предыдущие периоды позволяет выявить некоторые закономерности в поведении ее отдельных компонентов. Так, первой реакцией на изменение экономических условий, сопровождающееся значимым ослаблением рубля, обычно является сокращение нормы сбережений, главным образом в части активности вложений в рублевые активы. Это может объясняться желанием населения сохранить сбережения от обесценения путем приобретения товаров длительного пользования, валюты, недвижимости. Однако в скором времени норма сбережений восстанавливается и достигает более высоких, чем прежде, значений. Повышенный (относительно долгосрочных устойчивых значений) уровень нормы сбережений в этом случае поддерживается не только накоплением активов из-за предосторожности, но и изменением кредитной задолженности, которая начинает вносить положительный вклад в норму сбережений (погашение задолженности превышает взятие новых кредитов).

В периоды относительно благополучной экономической ситуации изменение кредитной задолженности вносит отрицательный вклад в норму сбережений (население активнее берет новые кредиты, чем гасит старые). Такая картина наблюдалась с конца 2016 года. На фоне ускорения роста кредитной задолженности ее отрицательный вклад постепенно увеличивался, что способствовало плавному снижению нормы сбережений.

Однако в первом полугодии 2018 г., по оценке Банка России, темп роста кредитной задолженности населения не будет существенно ускоряться. С одной стороны, рост реальной заработной платы, снижение ставок по кредитам, а также увеличение сроков кредитования (вследствие удлинения горизонта планирования на фоне роста экономической стабильности) будут способствовать росту кредитования населения. Но этот эффект частично будет компенсирован ростом погашения уже имеющихся кредитов (эффект отложенной кредитной разгрузки). В связи с этим отрицательный вклад изменения кредитной задолженности в общую динамику нормы сбережений в ближайшие месяцы ожидается приблизительно на прежнем уровне.

Что касается компонента «валютные активы», то, по оценкам, он стабилизируется вблизи долгосрочного среднего уровня после небольшого краткосрочного всплеска в январе 2018 г., вызванного в том числе произошедшим в декабре-январе укреплением рубля. Интенсивность наращивания вложений в рублевые активы в первом полугодии 2018 г. может несколько замедлиться на фоне снижения процентных ставок. Вместе с тем, как ожидается, вложения в недвижимость будут стабилизироваться, чему будут способствовать снижение ставок по ипотечным кредитам и реализация программы государственной поддержки ипотеки для семей с детьми.

Таким образом, в первом полугодии 2018 г. изменения кредитной задолженности и валютных активов будут вносить небольшой вклад в динамику нормы сбережений, а незначительное сокращение темпов роста рублевых активов будет компенсировано замедлением падения вложений в недвижимость. В результате после краткосрочного всплеска в январе 2018 г. (обусловленного ростом валютных активов) ожидается стабилизация нормы сбережений вблизи своего долгосрочного устойчивого уровня.

С учетом совокупности отмеченных факторов в базовом сценарии ожидается, что в первом полугодии 2018 г. потребительский спрос продолжит плавно увеличиваться, способствуя постепенному приближению инфляции к целевому значению.

В части фактора курсовой динамики умеренно жесткая денежно-кредитная политика, наряду с действием бюджетного правила, способствовала сохранению достаточно стабильного обменного курса рубля в конце 2017 – начале 2018 года. Вместе с тем на текущую курсовую динамику продолжало оказывать разнонаправленное воздействие значительное число как внешних, так и внутренних факторов (подробнее – см. раздел «Внешние условия»). Влияние изменений курса рубля на формирование годовой инфляции на конец 2017 – начало 2018 г. в целом было близко к нейтральному.

На формирование инфляции в конце 2017 – начале 2018 г. продолжали влиять также факторы со стороны предложения: прежде всего состояние внутреннего рынка сельхозпродукции, а также факторы со стороны регулирования цен и изменение конъюнктуры внешних товарных рынков.

Годовая продовольственная инфляция в феврале 2018 г. составила 0,9% (в январе – 0,7%) при годовых темпах прироста цен непродовольственных товаров и услуг 2,5 и 3,7% соответственно (рис. 1.36). При этом ее уровень оказался даже несколько ниже, чем ожидалось ранее, что было основным фактором небольшого снижения прогноза потребительской инфляции в целом на ближайшие месяцы. Следует отметить, что однозначно оценить

вклад фактора высокого урожая в формирование инфляции изолированно достаточно трудно. В текущей понижательной динамике продовольственных цен отражается не только непосредственно сам факт повышения урожайности (в том числе с учетом благоприятных погодных условий), но и структурное расширение предложения за счет реализованных инвестиций и технологического развития (включая поддерживаемые государственными мерами). В II квартале 2018 г. темп продовольственной инфляции в годовом сопоставлении, как ожидается, еще снизится за счет эффекта базы, а с III квартала по мере поступления нового урожая, а также на фоне продолжения повышения спроса будет происходить ее ускорение до уровней, сопоставимых с остальными категориями (непродовольственными товарами и услугами) и соответствующих сближению потребительской инфляции с уровнем 4%.

Факторы со стороны ценового регулирования имели дезинфляционный эффект. В январе-феврале 2018 г. меньшее, чем годом ранее, повышение тарифов в секторе железнодорожных пассажирских перевозок внесло вклад в замедление годовой инфляции. Ниже, чем годом ранее, оставались цены на медицинские товары, которые регулируются в части жизненно необходимых и важнейших лекарственных препаратов. Другой фактор – изменение акцизов, традиционно реализуемое в начале года. Его вклад в годовую инфляцию оценивается на более низком уровне, чем в 2017 г. (подробнее – см. врезку «Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2018 году»).

Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2018 году

В 2018 г., как и в предыдущие годы, в соответствии с Налоговым кодексом Российской Федерации реализуется повышение ставок акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину для расчета индекса потребительских цен (табл. 1.2). Повышение акцизов частично было осуществлено с начала 2018 г., частично – произойдет с 1 июля 2018 года. Совокупный вклад этого фактора в динамику потребительской инфляции в 2018 г., по оценке, составит 0,2 п.п. (табл. 1.3) по сравнению с 0,3 п.п. реализовавшегося влияния в 2017 году. Таким образом, в целом повышение акцизов не будет оказывать значимого дополнительного инфляционного давления в текущем году.

Повышение акцизов на топливо в 2018 г. будет проходить в два этапа: с 1 января и с 1 июля. В целом за год акцизы на автомобильный бензин в среднем вырастут на 17%, что приведет к росту цен за 1 л бензи-

на на 2 руб. 7 копеек. Рост акциза на дизельное топливо составит 11,4%, что вызовет повышение цены за 1 л дизельного топлива на 76 копеек. Полный перенос двукратного повышения акцизов в розничную цену бензина и дизельного топлива при прочих равных условиях приведет к росту цен указанных товаров на 5,3 и 1,9% соответственно, что внесет в годовую инфляцию около 0,14 процентного пункта.

С 1 января 2018 г. акцизы на легковые автомобили выросли на 4,2%, что при прочих равных условиях вызовет повышение розничных цен на автомобили в текущем году в среднем на 853 руб. 79 коп., или на 0,1%. Увеличение акцизных ставок на легковые автомобили окажет незначительное влияние на инфляцию.

С 1 июля 2018 г. ожидается рост акцизов на сигареты на 8,2%, что при прочих равных условиях приведет к увеличению цены за 1 пачку сигарет в среднем на 3 руб. 61 коп., или на 4%. Вклад в годовую инфляцию составит около 0,05 процентного пункта.

Таблица 1.2

Изменение ставок акцизов и их доля в цене подакцизных товаров (%)

Подакцизный товар	Темп прироста акциза в 2018 г.	Доля акциза в потребительской цене товара в 2017 г.
Автомобильный бензин	17	19,5
Дизельное топливо	11,4	16,6
Легковые автомобили	4,2	2,8
Табачная продукция	8,2	48,9

Источники: Росстат, Налоговый кодекс Российской Федерации, расчеты Банка России.

Таблица 1.3

Изменение цен подакцизных товаров и влияние на инфляцию

Подакцизный товар	Темп прироста потребительской цены в 2018 г., %	Вклад в годовую инфляцию в 2018 г., п.п.
Автомобильный бензин	5,3	0,13
Дизельное топливо	1,9	0,01
Легковые автомобили	0,1	0,01
Табачная продукция	4	0,05
Совокупный вклад в инфляцию	-	0,2

Источники: Росстат, Налоговый кодекс Российской Федерации, расчеты Банка России.

В целом благоприятная конъюнктура на мировых рынках продовольствия (подробнее – см. раздел «Внешние условия») не создавала существенных рисков ускорения роста потребительских цен в России. Рост мировых цен на энергоносители по сравнению с сопоставимыми прошлогодними уровнями, напротив, оказывает небольшое повышательное давление на издержки производителей и цены (рис. 1.45).

В первом полугодии 2018 г. годовая инфляция останется низкой, прежде всего за счет динамики продовольственных цен. Условия для ее постепенного возвращения к 4% во втором полугодии создадут, во-первых, исчерпание факторов со стороны избыточного предложения продовольствия и, во-вторых, продолжающееся оживление спроса, поддерживаемое динами-

Рисунок 1.45

Цены производителей и цена на нефть (в % к соответствующему периоду предыдущего года)

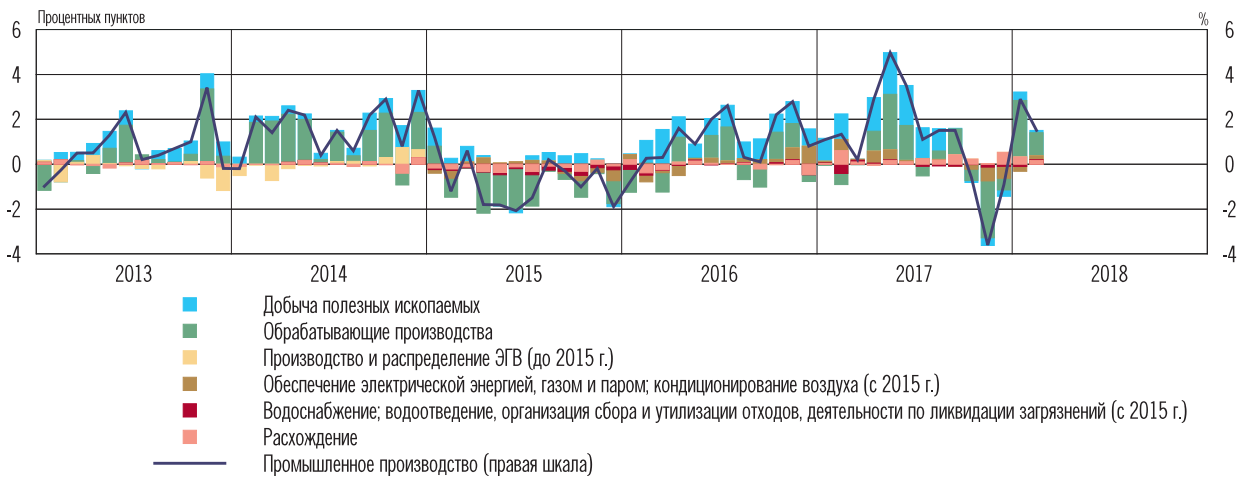


* Лаг 1 месяц.

Источники: Росстат, Банк России, Thomson Reuters, расчеты Банка России.

Рисунок 1.46

Вклад компонентов промышленного производства (с поправкой на календарный фактор, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

кой доходов и последовательным уменьшением сдерживающего влияния денежно-кредитной политики.

В части оценки текущей динамики и прогноза экономической активности по итогам 2017 г. прирост ВВП составил 1,5%, что немного ниже нижней границы прогноза предыдущего Доклада. Основной причиной отклонения от прогноза было несколько большее, чем ранее ожидалось, замедление экономической активности в IV квартале 2017 года. Это объяснялось преимущественно действием временных факторов, которое в основном пришлось на октябрь-ноябрь, определив низкие показатели производственной активности в эти месяцы (рис. 1.46). В частности, наблюдалось снижение производства и распределения электроэнергии, газа и воды в связи с теплыми погодными условиями, а также замедление годового роста в металлургии (на фоне действия эффекта высокой базы прошлого года) и в производстве отдельных товаров обрабатывающей промышленности, в том числе с учетом сокращения государственного заказа.

Вместе с тем в январе 2018 г. рост экономической активности восстановился, включая производство сырья и промежуточных товаров, инвестиционных товаров, товаров потребительского спроса (в основном непродовольственных). Данные по промышленному производству за февраль отражали более умеренный рост производства в годовом сопоставлении. Однако в целом показатели экономической актив-

Рисунок 1.47

Индекс предпринимательской уверенности и индекс PMI (с исключением сезонности)



Источники: Росстат, Markit PMI.

ности, в том числе в совокупности с высокими показателями января, согласуются с прогнозом по базовому сценарию Банка России.

Деловые настроения остаются в целом благоприятными (рис. 1.47). Согласно результатам опросов нефинансовых предприятий, проводимых Банком России, большая часть предприятий-респондентов с оптимизмом смотрит в будущее, ожидая роста спроса и увеличения объемов производства в феврале-апреле 2018 года. Индикатор бизнес-климата⁴ в целом

⁴ Индикатор бизнес-климата – показатель, характеризующий деловые настроения предприятий. Рассчитывается на основе оценок опрашиваемых Банком России предприятий относительно фактических и ожидаемых изменений спроса и предложения на рынке. Для анализа используется сезонно сглаженный показатель.

Рисунок 1.48

Ожидания предприятий на ближайшие три месяца и индикатор бизнес-климата*

(баланс ответов, сезонно очищенные, %)



* По всем основным отраслям экономики.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.49

Показатели инвестиционной активности

(прирост в % к январю 2014 г., с устранением сезонности)



Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

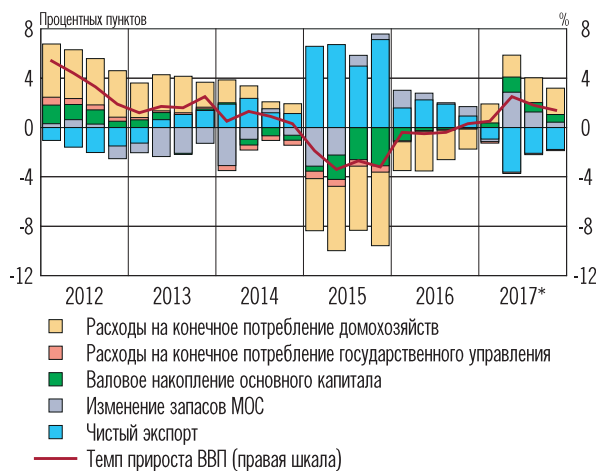
по экономике и в ее основных отраслях находится в положительной зоне, его значение в январе 2018 г. улучшилось по сравнению с декабрем 2017 года (рис. 1.48). Исключение – строительство, индикатор бизнес-климата в этой отрасли продолжительное время находится в отрицательной зоне.

Рост экспорта остается уверенным, несмотря на действующие ограничения по добыче нефти. Во второй половине зимы его дополни-

Рисунок 1.50

Структура прироста ВВП по элементам использования

(к соответствующему периоду предыдущего года)



* IV квартал 2017 г. - оценка Банка России.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

тельно поддерживал спрос европейских стран на энергоносители с учетом холодных погодных условий. Косвенные индикаторы свидетельствовали о восстановлении инвестиционной активности (рис. 1.49).

В целом структура роста внутреннего выпуска остается устойчивой. Его расширение обеспечивается восстановительной динамикой спроса – как внутреннего, так и внешнего (рис. 1.50). Вместе с тем повышение и потребительского, и инвестиционного спроса с учетом его структуры и при стабильной курсовой динамике в значительной мере удовлетворяется за счет увеличения импорта, которое происходит опережающими темпами. Отрицательный вклад в рост выпуска вносит сдержанная динамика государственных расходов как в части конечного потребления, так и в части капитальных вложений на фоне проведения консервативной бюджетной политики, ориентированной на обеспечение долгосрочной устойчивости государственных финансов.

В I–II кварталах 2018 г. рост выпуска, как ожидается, ускорится относительно IV квартала 2017 г. и годовые темпы роста ВВП составят 1,5–2,0%, что в целом находится в рамках ранее сделанных прогнозов.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

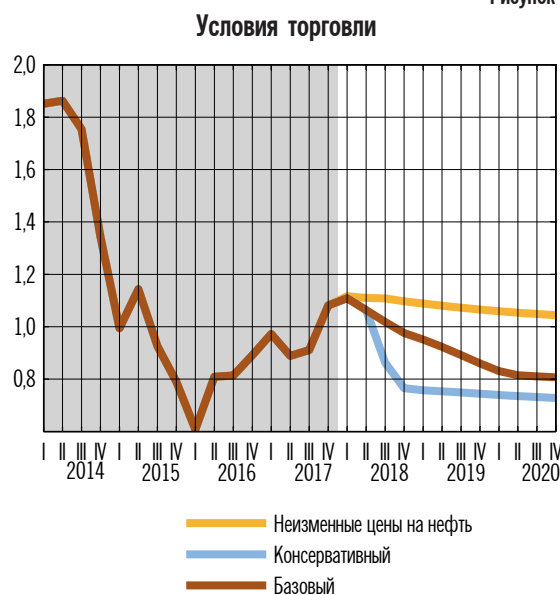
Развитие ситуации в российской и мировой экономике в конце 2017 – первые месяцы 2018 г. существенно не изменило видения Банком России ключевых тенденций в динамике инфляции и экономической активности в России на среднесрочную перспективу по сравнению с картиной, представленной в предыдущем Докладе. В текущем выпуске Доклада Банк России лишь уточняет среднесрочный прогноз с учетом вышедших статистических данных и произошедших событий. Взгляд на ключевые внутренние факторы развития экономики остался в целом неизменным по сравнению с декабрьским Докладом. Основное уточнение прогноза связано с предпосылками по ценам на нефть и темпам роста мировой экономики, которые отражаются на доходах России от внешнеэкономической деятельности. При этом с учетом действия бюджетного правила, которое сглаживает влияние колебаний цен энергоносителей на внутренние экономические условия, сценарные развилки по ценам на нефть становятся все менее значимыми с точки зрения влияния на параметры среднесрочного прогноза, а также решения по денежно-кредитной политике.

Предпосылки по ценам на нефть несколько скорректированы вверх в рамках всей линейки сценариев, рассматриваемых Советом директоров Банка России при принятии решения по ключевой ставке (рис. 2.1). В обновленном базовом сценарии предполагается сохранение нефтяных цен около \$60 за баррель в 2018 г. и их плавное снижение до \$50 за баррель к концу прогнозного горизонта. Базовый сценарий декабрьского Доклада предполагал более низкие уровни цен на нефть и их более быстрое снижение – с \$55 за баррель в 2018 г. до приблизительно \$45 за баррель в среднесрочной перспективе. В обновленном прогнозе данный сценарий сохранен в качестве второго – консервативного – варианта развития событий. В третьем сценарии заложено сохранение цен

на нефть вблизи средних уровней за январь-март текущего года (около \$65 за баррель) на всем прогнозном горизонте. Консервативный сценарий и сценарий с неизменными ценами на нефть образуют пространство наиболее вероятных вариантов развития событий, принимаемых во внимание Советом директоров Банка России при принятии решения по ключевой ставке, вокруг базового сценария.

Пересмотр вверх предпосылок по ценам на нефть в рамках всей линейки сценариев связан со следующими факторами. Во-первых, повышательные тенденции в текущей динамике цен на энергоносители в условиях более быстрого, чем ожидалось ранее, сокращения мировых запасов нефти при высокой дисциплине соблюдения соглашения об ограничении ее добычи странами ОПЕК+ создают предпосылки для формирования цен на нефть на более высоком уровне по сравнению с заложенным в базовый сценарий декабрьского Доклада. Во-вторых, перманентно высокая дисциплина соблюдения соглашения об ограничении добычи

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.

чи свидетельствует о сохранении стимулов его участников к поддержанию цен на нефть на относительно высоких уровнях. В связи с этим в среднесрочной перспективе возрастает вероятность не резкого, а постепенного ослабления ограничений, действующих в рамках соглашения, что обеспечит более плавную коррекцию цен на нефть после прекращения соглашения. В-третьих, поддержку ценам на нефть также может оказать более активный рост мирового спроса на энергоносители, который прогнозируется рядом международных организаций¹ на фоне более благоприятных оценок перспектив развития мировой экономики².

Произошедший пересмотр предпосылок по ценам на нефть в основном отразился на корректировке параметров прогноза, связанных с внешнеэкономической деятельностью, в том числе показателей платежного баланса, а также динамики экспорта и импорта в реальном выражении. Вместе с тем, как уже отмечено выше, указанная корректировка не привела к существенному изменению прогноза остальных экономических показателей по сравнению с декабрьским Докладом благодаря постепенному повышению устойчивости российской экономики к изменению внешних условий, в том числе под действием бюджетного правила.

Базовый сценарий

В части внешних условий наряду с корректировкой траектории нефтяных цен были также несколько улучшены агрегированные оценки годового роста в странах – торговых партнерах России – с 2,3–2,4% до 2,4–2,6% на среднесрочном горизонте. Несколько более высокие темпы роста внешнего спроса окажут некоторую поддержку российскому экспорту, но это существенно не скажется на темпах экономи-

ческого роста в России. На фоне более высоких, чем ожидалось ранее, цен на нефть прогноз профицита текущего счета пересмотрен вверх по сравнению с декабрьским Докладом в основном за счет пересмотра стоимостного объема экспорта. По мере приближения к концу прогнозного горизонта на фоне плавного снижения цен на нефть сальдо текущего счета будет постепенно сокращаться – с 3,5% ВВП в 2018 г. до около 1,3% ВВП в 2020 г. (подробнее – см. Приложение «Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы»). В условиях более высоких поступлений по текущему счету рубль будет крепче, чем в декабрьском базовом сценарии. При этом в условиях действия бюджетного правила, сглаживающего колебания курса рубля, существенного вклада курса в динамику инфляции на среднесрочном горизонте не ожидается.

Более уверенный, чем предполагалось ранее, рост мировой экономики будет поддерживать стимулы к постепенной нормализации денежно-кредитной политики зарубежных центральных банков, оказывая повышательное давление на процентные ставки в развитых странах. В этих условиях внешнее инфляционное давление, по оценкам Банка России, останется сдержанным и не будет оказывать существенного влияния на динамику цен в России, как и конъюнктура внешних товарных рынков³. Некоторое повышательное давление со стороны зарубежных ставок в среднесрочной перспективе возможно на ставки по банковским операциям в иностранной валюте в России.

Уменьшение дифференциала между ставками развитых и развивающихся стран, отчасти уже наблюдаемое и оказывающее влияние на отношение глобальных инвесторов к риску, может и в дальнейшем несколько ослабить их интерес к странам с формирующимися рынками. В среднесрочной перспективе это может привести к постепенному перетоку капитала в развитые страны из стран с формирующимися рынками, что будет, во-первых, способствовать

¹ В марте ряд международных организаций повысил по сравнению с декабрьскими оценками прогноз роста мирового спроса на нефть на 2018 г.: ОПЕК – с 1,5 млн б/д до 1,6 млн б/д, Международное энергетическое агентство – с 1,3 млн б/д до 1,5 млн б/д, Управление по информации в области энергетики США (EIA) – с 1,6 млн б/д до 1,7 млн б/д.

² В январе 2018 г. МВФ повысил прогноз темпов прироста мирового ВВП в 2018 и 2019 гг. на 0,2 п.п., до 3,9%.

³ Ожидаемые хорошие урожаи и высокие запасы зерновых в мире в 2018 г., а также предполагаемое в рамках базового сценария Банка России снижение цены нефти в 2019–2020 гг. будут сдерживать мировые цены на продовольствие.

Таблица 2.1

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
Счет текущих операций	40	59	76	39	74	23	74
Торговый баланс	116	140	164	121	165	107	170
Экспорт	354	398	419	384	437	372	451
Импорт	-238	-258	-254	-263	-272	-265	-281
Баланс услуг	-30	-32	-33	-32	-36	-33	-39
Экспорт	58	61	61	65	65	66	66
Импорт	-88	-93	-94	-97	-100	-99	-106
Баланс первичных и вторичных доходов	-45	-50	-55	-51	-56	-52	-57
Счет операций с капиталом	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	40	59	76	39	74	23	74
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-21	-9	-20	-8	-21	1	-17
Сектор государственного управления и центральный банк	14	9	9	8	8	8	8
Частный сектор	-35	-19	-28	-15	-28	-7	-25
Чистые ошибки и пропуски	4	0	0	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («←» – снижение, «→» – рост)	-23	-50	-57	-31	-53	-24	-57

* В знаках РГБ5.

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

Таблица 2.2

Основные параметры прогнозных сценариев Банка России

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

	2017 (факт)		2018		2019		2020	
	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть	Базовый	Неизменные цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	53	65	61	65	55	65	50	65
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	2,5	3,0-4,0	3,0-4,0	3,0-4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,5	2,5-3,5	2,5-3,5	2,5-3,5	4,0	4,0	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	1,5-2,0
Расходы на конечное потребление	2,3	3,0-3,5	2,7-3,2	3,0-3,5	2,0-2,5	2,5-3,0	2,0-2,5	2,0-2,5
– Домашних хозяйств	3,4	4,0-4,5	3,8-4,3	4,0-4,5	2,5-3,0	3,0-3,5	2,5-3,0	2,5-3,0
Валовое накопление	7,6	2,5-3,5	2,5-3,5	2,5-3,5	3,0-4,0	3,5-4,5	2,0-3,0	2,0-3,0
– валовое накопление основного капитала	3,6	3,5-4,0	3,5-4,0	3,5-4,0	3,2-3,7	3,5-4,0	2,5-3,0	2,5-3,0
Экспорт	5,4	2,0-2,5	1,8-2,3	2,0-2,5	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0
Импорт	17,0	7,5-8,0	7,5-8,0	7,5-8,0	6,0-6,5	7,0-7,5	4,5-5,0	4,5-5,0
Денежная масса в национальном определении	10,5	9-12	8-10	9-12	9-12	9-12	8-12	8-12
Кредит нефинансовым и финансовым организациями и населению в рублях и иностранной валюте	9	9-12	8-10	9-12	9-12	9-12	8-12	8-12
– кредит нефинансовым и финансовым организациям в рублях и иностранной валюте, % прирост за год	8,1	8-11	7-9	8-11	8-11	8-11	7-10	7-10
– кредит населению в рублях и иностранной валюте, % прирост за год	12	12-15	11-13	12-15	11-14	12-14	11-14	12-14

ослаблению валют стран с формирующимися рынками и, во-вторых, оказывать повышательное давление на уровень их премии за риск. С учетом этого на среднесрочном горизонте возможно некоторое повышение премии за риск в том числе на Россию. Однако в отсутствие значимых предпосылок к существенному ускорению конвергенции финансовых условий относительно того, что наблюдалось в последние месяцы, данный процесс останется постепенным, и его влияние не будет определяющим при формировании указанных показателей в ближайшем будущем. При этом по сравнению с декабрьскими оценками в базовый прогноз закладывается более низкий уровень премии за риск на Россию, учитывая предпосылку о более высоких ценах на нефть, а также сложившийся в первые месяцы 2018 г. высокий спрос на российские активы даже на фоне эпизодов повышения волатильности на глобальных финансовых рынках. В целом это подтверждает готовность иностранных инвесторов вкладываться в российские активы, что будет способствовать притоку капитала.

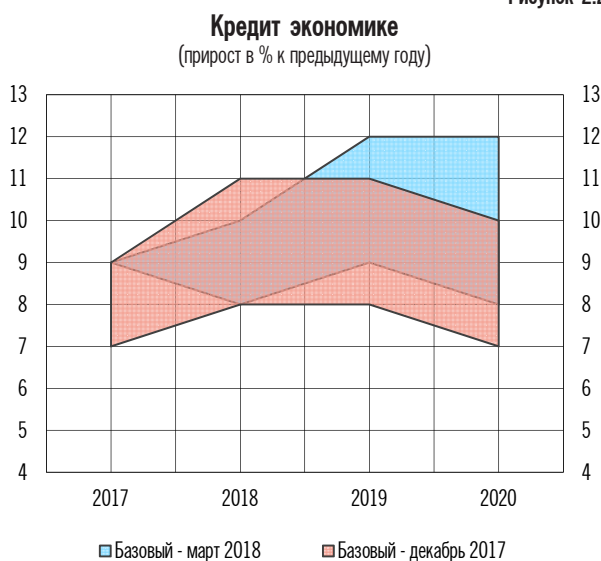
В условиях улучшения инвестиционной привлекательности России и относительно благоприятной динамики экономической активности в рамках базового прогноза ожидается более интенсивное, чем заложено в декабрьский Доклад, наращивание иностранных обязательств компаний в среднесрочной перспективе. Возможности для увеличения иностранных активов российскими компаниями и банками также расширятся в связи с более значительными поступлениями по экспорту на фоне более высоких цен на нефть. В рамках базового прогноза, по оценкам Банка России, объем чистого кредитования частным сектором остального мира пересмотрен вверх по сравнению с декабрьским Докладом. Вместе с тем в 2019–2020 гг. спрос российского частного сектора на иностранные активы останется небольшим по историческим меркам (подробнее – см. табл. 2.1; Приложение «Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы»).

Хотя внешние экономические условия остаются значимым фактором развития российской экономики, внутренние факторы будут оказывать преобладающее влияние на динамику как экономической активности, так и инфляции.

23 марта 2018 г. Банк России принял решение снизить ключевую ставку на 25 б.п., до 7,25% годовых, и в течение 2018 г. продолжит снижение ключевой ставки, завершая переход к нейтральной денежно-кредитной политике. Внутренние финансовые условия в российской экономике продолжат формироваться под влиянием перехода от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике Банка России, с одной стороны, при сохранении взвешенного подхода к принятию риска участниками экономики, с другой стороны. В дальнейшем на среднесрочном горизонте ключевая ставка Банка России может изменяться как вверх, так и вниз в зависимости от динамики инфляции, экономической активности, а также их среднесрочного прогноза. В рамках базового прогноза, по оценкам Банка России, постепенное смягчение денежно-кредитной политики будет стимулировать платежеспособный спрос на кредит в экономике, способствующий сбалансированному росту потребительской и инвестиционной активности и создающий условия к возвращению инфляции к уровням вблизи 4% без накопления системных рисков и дисбалансов. Умеренный по темпам рост кредитования будет поддерживаться также динамикой доходов в экономике, оставаясь здоровым с точки зрения рисков финансовой стабильности и не создавая чрезмерного проинфляционного давления. В случае признаков формирования дисбалансов на отдельных сегментах рынка Банк России будет своевременно нивелировать их мерами макропруденциальной политики.

По мере смягчения денежно-кредитной политики на прогнозном горизонте продолжится снижение ставок по кредитам конечным заемщикам. Как и ранее, оно будет происходить постепенно, следуя за ключевой ставкой Банка России. С учетом ожидаемого смягчения денежно-кредитной политики в 2018 г. и наличия лагов в трансляции решений по ключевой ставке в различные сегменты финансового рынка ожидается, что в базовом сценарии основной потенциал снижения процентных ставок будет исчерпан в 2019 году. Дальнейшее уменьшение номинальных процентных ставок по кредитам будет возможным по мере снижения инфляционных ожиданий и улучшения ситуации в экономике в целом.

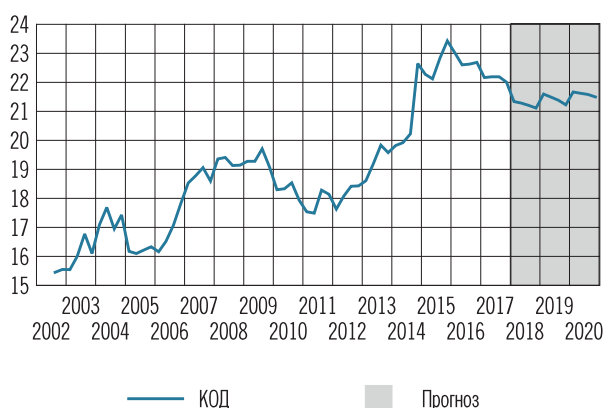
Рисунок 2.2



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.3

Долговая нагрузка экономики*
(в % ВВП)



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

Источник: расчеты Банка России.

Снижение процентных ставок для населения, как ожидается, будет происходить несколько быстрее, чем для компаний. Это связано с относительно более существенным потенциалом для уменьшения стоимости заимствований, накопленным в этом сегменте по сравнению с корпоративным, и в числе прочих факторов обусловлено консервативным подходом банков к оценке рисков данной группы заемщиков. Более быстрое снижение процентных ставок для населения обусловит несколько более высокие темпы роста его кредитования по сравнению с корпоративным сектором.

В части смягчения неценовых условий кредитования банки продолжают придерживаться взвешенного подхода, отдавая предпочтение наиболее надежным заемщикам, постепенно и осторожно переключаясь на более рискованные сегменты кредитного рынка. Основным фактором снижения жесткости неценовых условий останется, как и ранее, динамика финансового положения заемщиков. На среднесрочном горизонте рост доходов останется основным фактором расширения кредитования. Помимо увеличения доходов, положительный вклад в рост кредита будет вносить удлинение сроков кредитования, отражающее в целом увеличение горизонта планирования на фоне стабилизации макроэкономической динамики в среднесрочной перспективе.

Годовой темп прироста кредита экономике (здесь и далее – в широком определе-

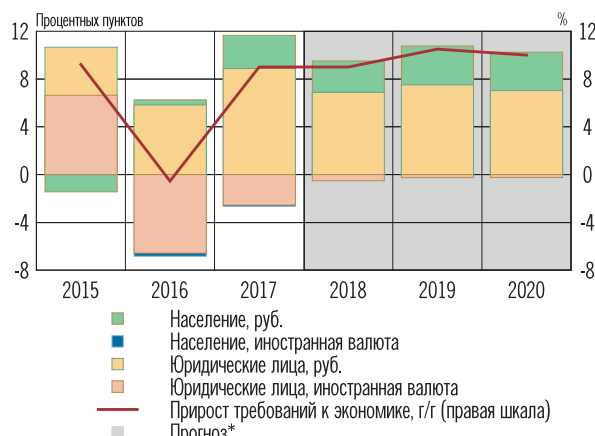
нии⁴) в 2018 г. сложится в диапазоне 8–10%. В 2019 г. он несколько ускорится (до 9–12%) на фоне продолжительного сохранения более высоких относительно предыдущих лет темпов роста экономической активности и сопутствующего улучшения настроений, после чего в среднесрочной перспективе останется вблизи сложившихся уровней (табл. 2.2, рис. 2.2). Соответствующая росту совокупная долговая нагрузка⁵ в российской экономике на среднесрочном горизонте стабилизируется на уровне 21–22% ВВП, что соответствует ее значению в начале 2018 г. (рис. 2.3). Видение траектории роста кредита и динамики долговой нагрузки в целом соответствует представленному в декабрьском Докладе. Несколько более высокие, чем предполагалось ранее, количественные оценки (в декабрьском Докладе темп прироста кредита экономике оценивался в 8–11%

⁴ 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.

⁵ 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 2.4

Вклад в прирост требований к экономике (в % к предыдущему году)



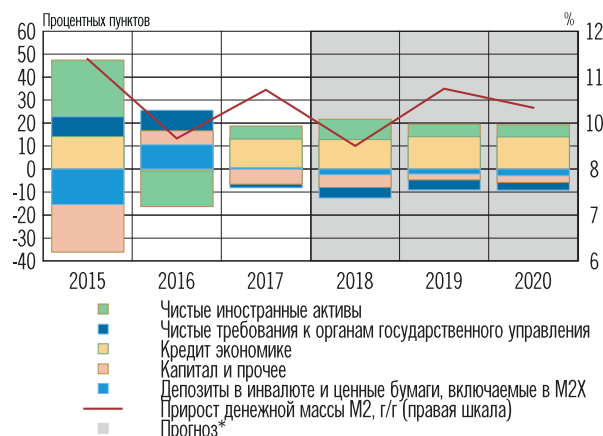
* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа роста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного диапазона.
Источник: расчеты Банка России.

в 2018–2019 гг. и 7–10% в 2020 г.) объясняются более оптимистичным взглядом Банка России на динамику доходов в российской экономике, в том числе на фоне более длительного периода сохранения относительно высоких цен на нефть и их более плавного снижения на прогнозном горизонте. Корректировка вверх темпов прироста кредита экономике будет обеспечиваться главным образом ростом доходов, поэтому не приведет к накоплению избыточной долговой нагрузки.

В части корпоративного сектора ожидается продолжение постепенной кредитной «разгрузки» после всплеска объема накопленного долга в 2015 году. Годовой темп прироста кредита компаниям, по оценкам, составит 7–9% в 2018 г. и 7–11% на оставшейся части прогнозного горизонта. Кредит населению будет расти опережающими темпами по сравнению с кредитованием корпоративного сектора: его годовой темп прироста на среднесрочном горизонте оценивается в 11–14%. Рост кредита населению будет сопровождаться незначительным увеличением долговой нагрузки. Однако с учетом плавного характера этих процессов, а также постепенного повышения вовлеченности населения в финансовые операции указанный рост можно считать возвратом к долгосрочному тренду. В условиях стабилизации инфляционной и курсовой динамики на прогнозном горизонте продолжится снижение привлекательности кредитов в валюте по сравнению с рублевыми

Рисунок 2.5

Вклад компонентов в темпы прироста М2 (в % к предыдущему году)



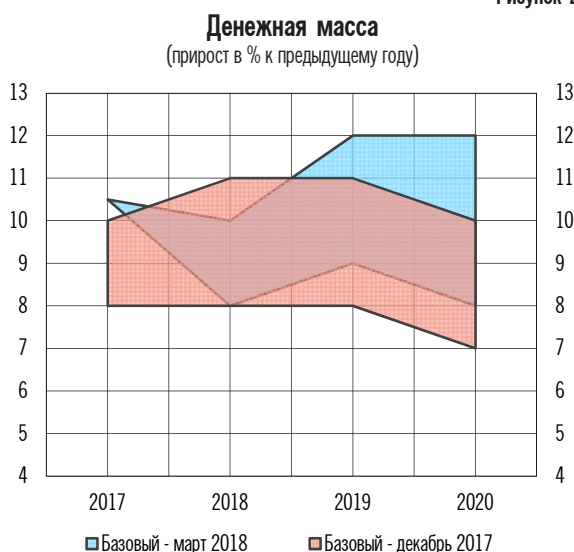
* На прогнозе декомпозиция приведена для темпа роста М2, соответствующего середине прогнозного диапазона.
Источник: расчеты Банка России.

кредитами, способствуя их замещению в структуре требований к экономике (рис. 2.4).

Как и ранее, ожидается, что рост кредита экономике будет вносить основной вклад в динамику денежной массы в национальном определении, балансируя динамику других ее компонентов для удовлетворения потребности экономики в деньгах (рис. 2.5). Чистый кредит 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 на прогнозном горизонте и определяться в основном изменением наличных денег в экономике. Чистые иностранные активы будут увеличиваться главным образом за счет накопления международных резервов, однако вклад этой компоненты в динамику денежной массы на прогнозном горизонте станет постепенно уменьшаться.

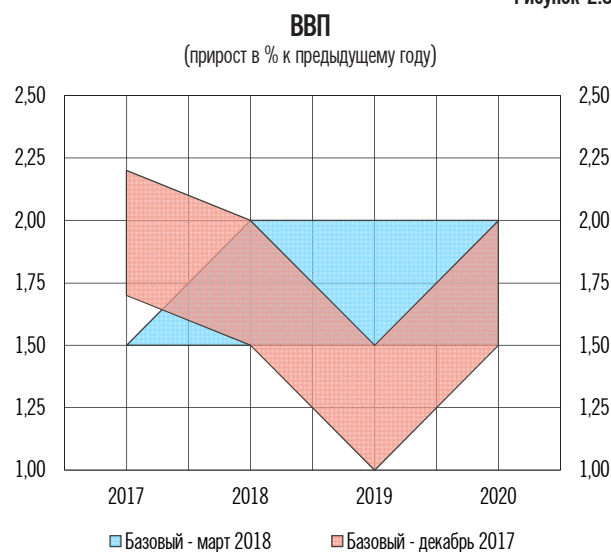
С учетом указанных факторов годовой темп прироста денежной массы в среднесрочной перспективе сложится вблизи темпа прироста кредита экономике и составит 8–10% в 2018 г., 9–12% и 8–12% в 2019 и 2020 гг. соответственно (рис. 2.6). Увеличение денежной массы будет соответствовать по скорости росту ВВП с учетом постепенного повышения уровня монетиза-

Рисунок 2.6



Источник: расчеты Банка России.

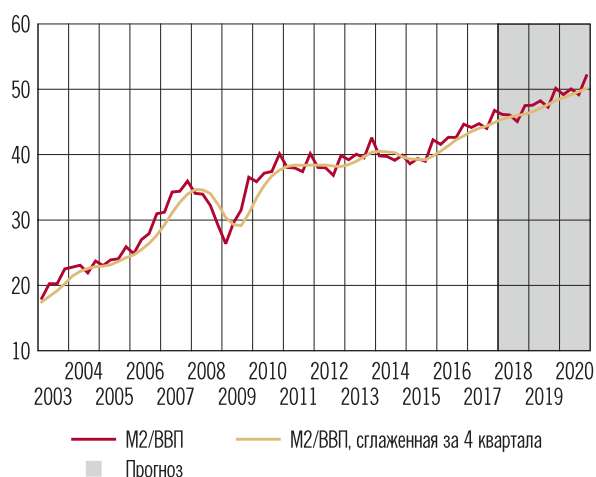
Рисунок 2.8



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.7

Монетизация экономики
(объем денежной массы в национальном определении к ВВП, %)



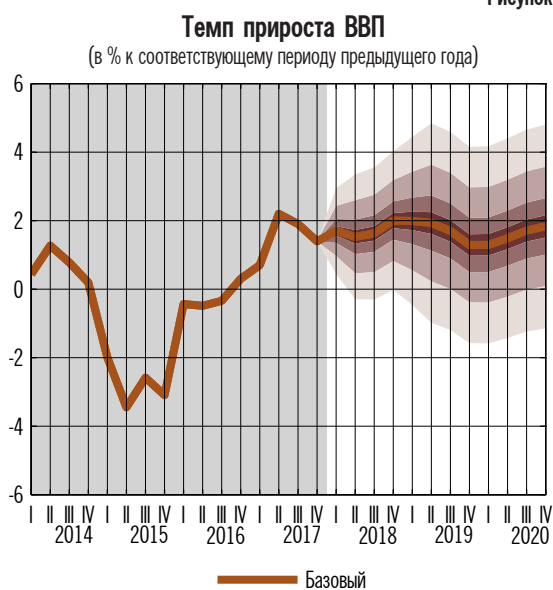
Источник: расчеты Банка России.

ции экономики в рамках ранее сложившегося тренда (рис. 2.7). Взгляд на динамику денежной массы, как и на динамику кредита экономике, в целом не изменился по сравнению с предыдущим Докладом. Повышение оценок темпов прироста объема денег в экономике связано с уже упомянутым выше более длительным, чем в базовом сценарии декабрьского Доклада, сохранением относительно высоких темпов экономического роста, а значит, и количества транзакций в экономике.

Темп прироста ВВП на прогнозном горизонте сложится вблизи его потенциального уровня с учетом сохранения текущей струк-

туры экономики и в 2018–2020 гг. составит 1,5–2,0% в годовом сопоставлении (рис. 2.8). В отличие от декабрьского Доклада значимого (даже временного) замедления роста ВВП в целом и его компонентов в разбивке по использованию на прогнозном горизонте не ожидается (рис. 2.9). Этому будет способствовать, во-первых, менее значительное по масштабу и более плавное, чем ранее, снижение цен на нефть, а во-вторых, повышение устойчивости показателей экономической активности к внешним шокам, в том числе в результате действия бюджетного правила. В остальном

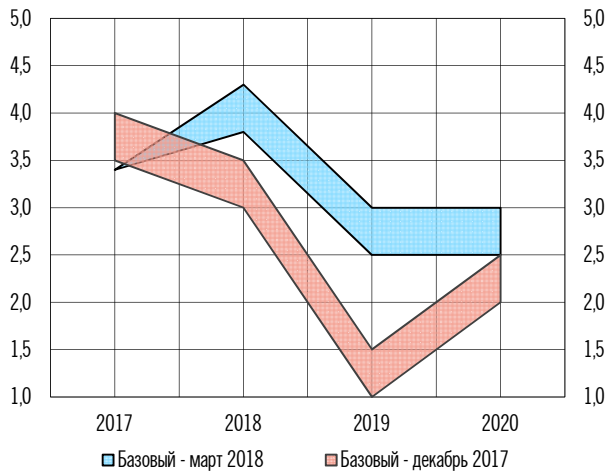
Рисунок 2.9



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.

Рисунок 2.10
Конечное потребление домашних хозяйств
(прирост в % к предыдущему году)

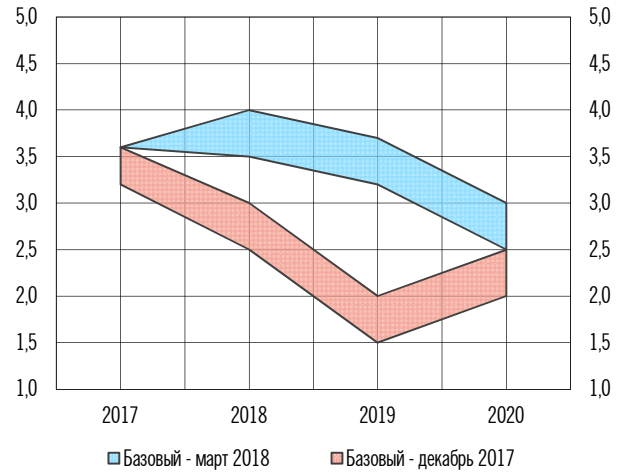


Источник: расчеты Банка России.

взгляд на структуру и основные факторы роста российской экономики, а также динамику инфляции в целом не претерпел существенных изменений по сравнению с декабрьским выпуском Доклада.

В условиях сохранения умеренного оптимизма производителей и сбалансированной ситуации на рынке труда в рамках базового прогноза ожидается продолжение роста заработной платы в реальном выражении. Его темпы в целом на прогнозном горизонте будут соответствовать динамике производительности труда, не вызывая проинфляционного давления. Увеличение трудовых доходов, а также рост потребительского кредитования на фоне постепенного смягчения его условий поддержат потребительскую активность, способствуя возвращению годовой инфляции к уровням вблизи 4%. По оценкам, в рамках базового сценария в 2018 г. годовые темпы прироста расходов домохозяйств на конечное потребление составят 3,8–4,3%, что в целом соответствует предыдущему Докладу (рис. 2.10). Незначительная корректировка количественных оценок связана с более слабой, чем ожидалось, фактической динамикой потребления, согласно данным Росстата, в 2017 году. В дальнейшем на прогнозном горизонте темпы прироста потребительского спроса замедлятся до 2,5–3,0% и закрепятся на этом уровне в среднесрочной перспективе на фоне относительно стабильной динамики экономической активности в целом.

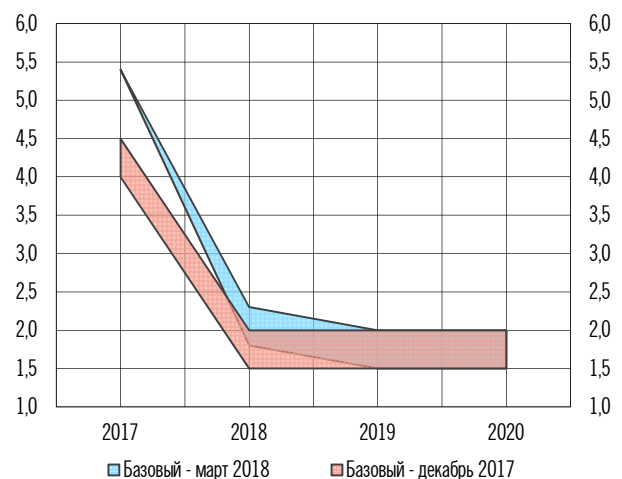
Рисунок 2.11
Валовое накопление основного капитала
(прирост в % к предыдущему году)



Источник: расчеты Банка России.

Сохранение умеренного оптимизма производителей в условиях увеличения внешнего и внутреннего спроса поддержит инвестиционную активность в российской экономике. Темп прироста валового накопления основного капитала в рамках базового сценария, по оценкам, составит 3,5–4,0% в 2018 г., что в целом соответствует данным Росстата за 2017 г. (рис. 2.11). В отсутствие значимых по масштабу и скорости структурных преобразований в российской экономике, потенциально способных создать новые стимулы к инвестициям во внутреннее производство, темп прироста валового накопления основного капитала сложится вблизи 3,2–3,7% в 2019 г., после чего в среднесрочной перспективе постепенно замедлит-

Рисунок 2.12
Экспорт
(прирост в % к предыдущему году)



Источник: расчеты Банка России.

ся до 2,5–3,0%. В случае успешной реализации структурных и институциональных преобразований в российской экономике возможен более быстрый рост инвестиций, чем заложено в базовый сценарий.

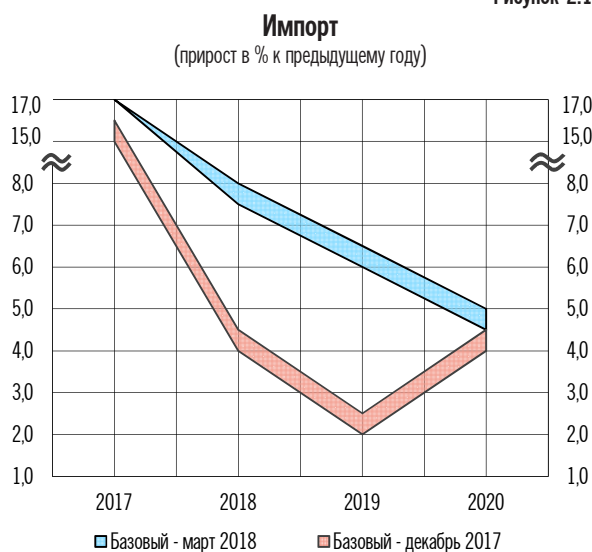
Вклад чистого экспорта в годовой прирост ВВП на прогнозном горизонте останется отрицательным, постепенно убывая к его концу. Это связано с более быстрым ростом импорта относительно экспорта. Годовые темпы прироста физических объемов экспорта в 2018 г. сложатся несколько выше, чем предполагалось в предыдущем Докладе, на фоне более быстрых темпов роста стран – торговых партнеров, а также с учетом более высокой оценки Росстатом темпа прироста физического объема экспорта в 2017 году. По оценкам Банка России, в рамках базового сценария годовой темп прироста экспорта в реальном выражении в 2018 г. сложится в диапазоне 1,8–2,3%, после чего на оставшейся части прогнозного горизонта, как и ранее предполагалось, стабилизируется вблизи 1,5–2,0% (рис. 2.12).

Внутренний спрос (потребительский и инвестиционный), как и ранее, будет удовлетворяться за счет товаров отечественного производства, а также импортных товаров. В 2018 г. темп прироста импорта в реальном выражении сложится в диапазоне 7,5–8,0%, что выше, чем предполагалось в декабрьском выпуске Доклада. Этому будет способствовать увеличение доходов, а также формирование более крепкого, чем ожидалось ранее, рубля на прогнозном горизонте. По оценкам Банка России, по мере насыщения потребительского спроса рост импорта будет постепенно замедляться, в результате чего его годовые темпы прироста в 2019–2020 гг. сложатся в диапазоне 4,5–6,5% в реальном выражении (рис. 2.13).

Таким образом, основной вклад в динамику ВВП будет вносить рост потребительского и инвестиционного спроса. Потребление государственного сектора в условиях проводимой фискальной консолидации не окажет существенной поддержки ВВП, а вклад чистого экспорта останется отрицательным.

Годовая инфляция, по оценкам Банка России, в среднесрочной перспективе будет формироваться вблизи 4% (рис. 2.14). Она вернется к этим уровням в 2019 году. Во втором полуго-

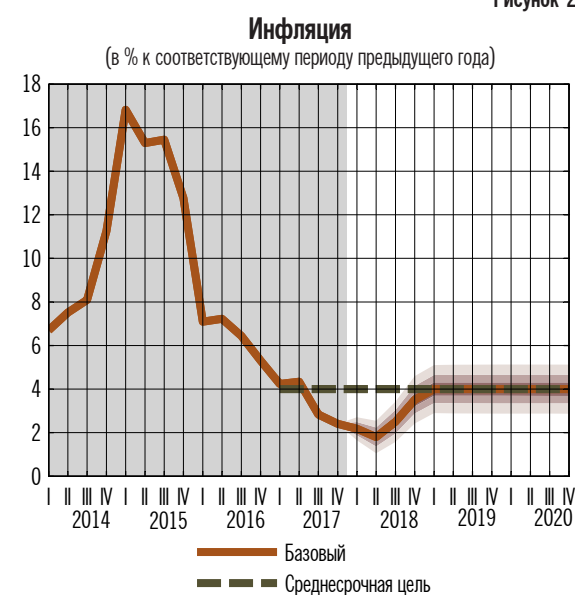
Рисунок 2.13



Источник: расчеты Банка России.

дии 2018 г. инфляция будет постепенно возвращаться к целевому уровню и по итогам года, по оценкам Банка России, составит 3,0–4,0%. Этот прогноз учитывает, с одной стороны, постепенное исчерпание действия временных дезинфляционных факторов со стороны продовольственного рынка, с другой стороны – то, что дальнейшее восстановление спроса в условиях смягчения денежно-кредитных условий и роста доходов будет вносить вклад в повышение инфляции с низких уровней начала 2018 года.

Рисунок 2.14



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.

Взгляд на ключевые факторы инфляции на прогнозном горизонте в целом не изменился по сравнению с предыдущим Докладом.

Во-первых, сохранение умеренного оптимизма производителей, как ожидается, поддержит производственную активность на прогнозном горизонте, способствуя сбалансированной ситуации на рынке труда, умеренному росту заработной платы, стимулирующему потребительскую активность, не создавая при этом проинфляционных рисков. Вклад динамики затрат в инфляцию останется умеренным, в том числе благодаря индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий темпом, не превышающим 4%.

Во-вторых, накопленный эффект от постепенного смягчения денежно-кредитных условий на протяжении 2016–2017 гг. отразится в некотором ускорении роста кредитования, в особенности потребительского. Рост кредитования на прогнозном горизонте будет вносить вклад в увеличение потребительского спроса, способствуя сохранению инфляции вблизи 4%. Благодаря взвешенному подходу к накоплению долговой нагрузки заемщиками, расширение кредитования не будет представлять угрозы для финансовой стабильности.

В-третьих, динамика валютного курса, по оценкам Банка России, не будет оказывать существенного влияния на темпы прироста потребительских цен на прогнозном горизонте. Перенос временных колебаний цен на энергоносители в динамику курса рубля и инфляции будет сдерживаться в том числе уже произошедшим повышением устойчивости российской экономики к внешним шокам, а также дальнейшим применением механизма бюджетного правила Минфином России. При этом внешнее инфляционное давление в странах – торговых партнерах останется умеренным и не будет создавать значимых проинфляционных рисков.

Закрепление в среднесрочной перспективе годовых темпов прироста потребительских цен вблизи 4% будет способствовать постепенной привязке инфляционных ожиданий к цели по инфляции, а также ослаблению их чувствительности к внутренним и внешним факторам. Этому окажет содействие проведение Банком

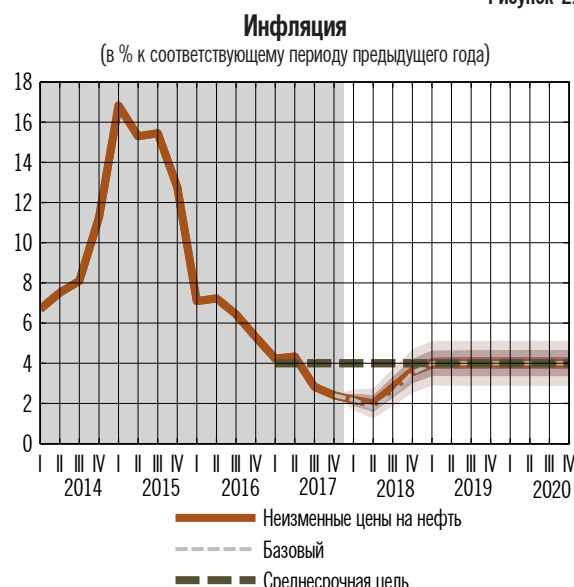
России открытой и последовательной информационной политики, а также реализация комплекса мероприятий по повышению финансовой грамотности населения.

Сценарий – неизменные цены на нефть

Данный сценарий, как и в декабрьском Докладе, опирается на предпосылки о сохранении ограничений добычи нефти странами ОПЕК и вне ОПЕК на горизонте после 2018 г., а также о более динамичном восстановлении мировой экономики. Названные факторы в среднесрочной перспективе окажут поддержку ценам на энергоносители, способствуя их формированию на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием. В отличие от сценария декабрьского Доклада, предполагающего постепенный рост цен по мере улучшения указанных выше внешних условий, в текущем Докладе закладываются относительно стабильные цены на нефть, близкие к средним уровням за январь-март 2018 г. (около \$65 за баррель), на всем прогнозном горизонте.

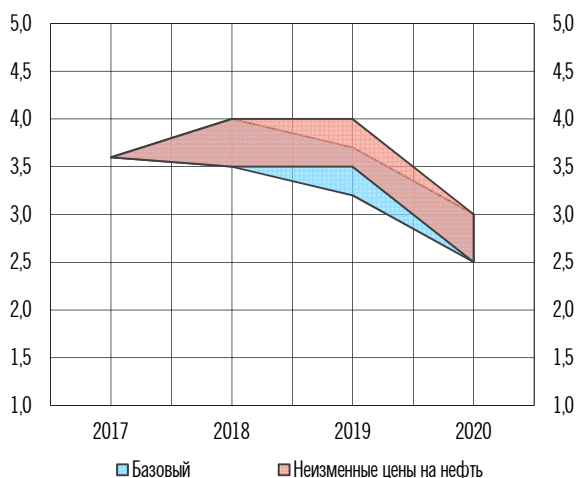
Пересмотр предпосылок по ценам на нефть принципиально не изменил видения динамики основных макроэкономических показате-

Рисунок 2.15



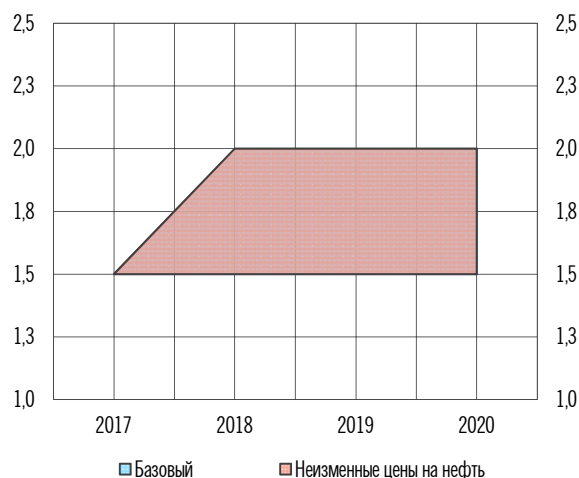
Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции.
Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.16

Валовое накопление основного капитала
(прирост в % к предыдущему году)

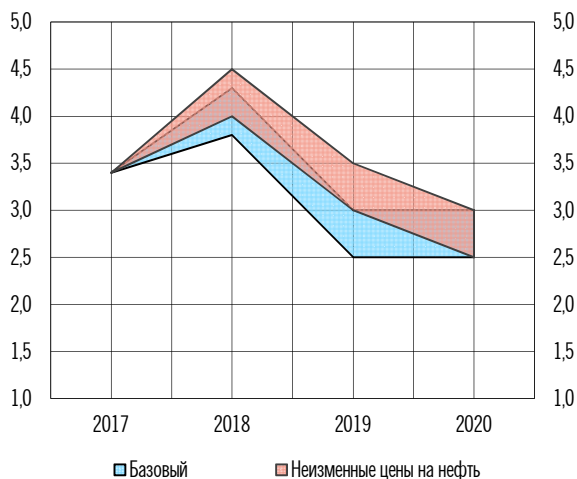
Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.18

ВВП
(прирост в % к предыдущему году)

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.17

Конечное потребление домашних хозяйств
(прирост в % к предыдущему году)

Источник: расчеты Банка России.

лей как по сравнению с базовым сценарием, так и по сравнению с декабрьским сценарием, предполагавшим рост цен на нефть. Ключевые тенденции в прогнозной динамике инфляции, показателей реального сектора и денежно-кредитной сферы остались в целом схожи с базовым сценарием. Это также является следствием возросшей устойчивости российской экономики к изменению внешних условий, включая колебания цен энергоносителей, в том числе в результате применения бюджетного правила.

В условиях отсутствия понижающей динамики цен на нефть по сравнению с базовым сценарием рубль будет несколько крепче, а его вклад в динамику инфляции – меньше. В этих

условиях в 2019–2020 гг. ключевая ставка может быть несколько ниже, чем в базовом сценарии.

В среднесрочной перспективе, как и в базовом сценарии, Банк России мерами денежно-кредитной политики будет поддерживать инфляцию вблизи 4% (рис. 2.15). В случае возникновения локальных дисбалансов на отдельных сегментах финансового рынка Банк России будет нивелировать их точечными мерами макропруденциальной политики. Формированию инфляции на уровнях, близких к цели Банка России, будет способствовать сбалансированная и умеренная, несмотря на поддержку со стороны внешних условий, динамика показателей экономической активности, с одной стороны, и денежно-кредитных условий и склонности к риску участников экономики, с другой.

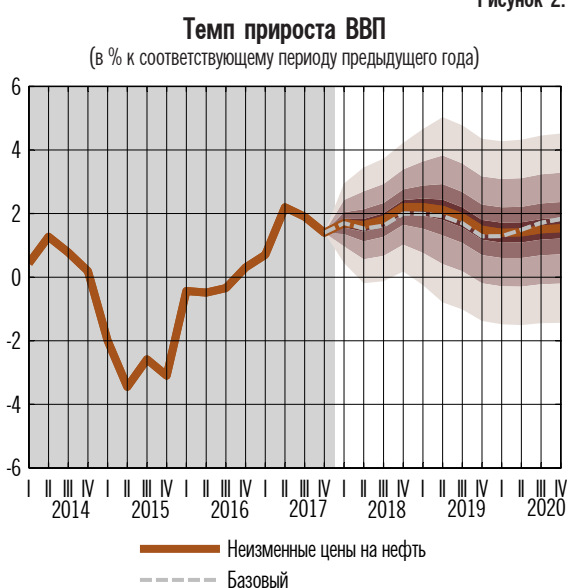
В условиях сохранения более высоких цен на нефть и на их фоне более оптимистичных, чем в базовом сценарии, настроений в 2018 г. сформируются несколько более высокие темпы роста инвестиций и потребления, чем в рамках базового сценария. В последующие годы темпы прироста валового накопления и расходов домашних хозяйств на конечное потребление немного снизятся, приближаясь к своим относительно устойчивым уровням в среднесрочной перспективе – 2,5–4,0% для валового накопления основного капитала и 2,5–3,5% для потребительских расходов (рис. 2.16, 2.17). В целом годовые темпы роста экономики на трехлетнем

горизонте будут находиться в рамках интервала 1,5–2,0%, что соответствует оценкам потенциальных темпов роста ВВП при сохранении текущей структуры экономики (рис. 2.18, 2.19). Только в первой половине прогнозного горизонта они скорее будут ближе к его верхней границе, а во второй – к нижней.

Рост кредитной активности, а вслед за ним и динамика денежной массы будут несколько опережать по темпам аналогичные показатели базового сценария. Однако, по оценкам Банка России, эти процессы будут поддерживаться увеличением кредитоспособности участников экономики в условиях роста их доходов, сохранением умеренной долговой нагрузки населения и компаний и потому не будут создавать избыточного инфляционного давления. Годовой темп прироста кредита экономике на прогнозном горизонте составит 8–12%. Кредит населению будет увеличиваться годовым темпом 12–15%, кредит компаниям – 7–11% (рис. 2.20, 2.21). Годовые темпы прироста денежной массы в условиях продолжения фискальной консолидации, по оценкам Банка России, сложатся в том же диапазоне, что и темпы прироста кредита экономике.

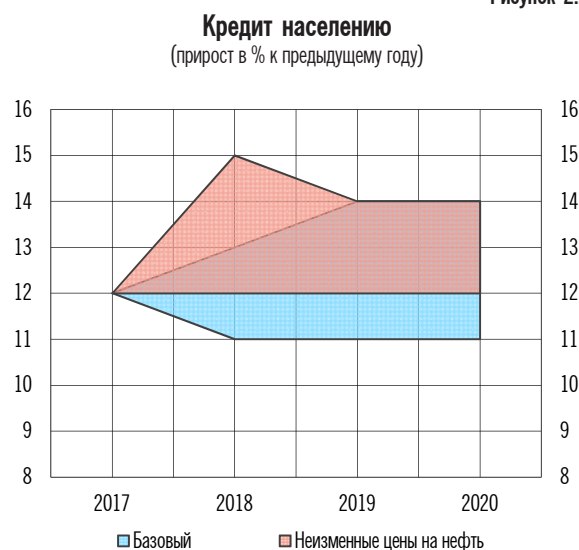
Рост внутреннего спроса, а также более крепкий рубль окажут поддержку импорту, в результате чего в 2019 г. его рост замедлится

Рисунок 2.19



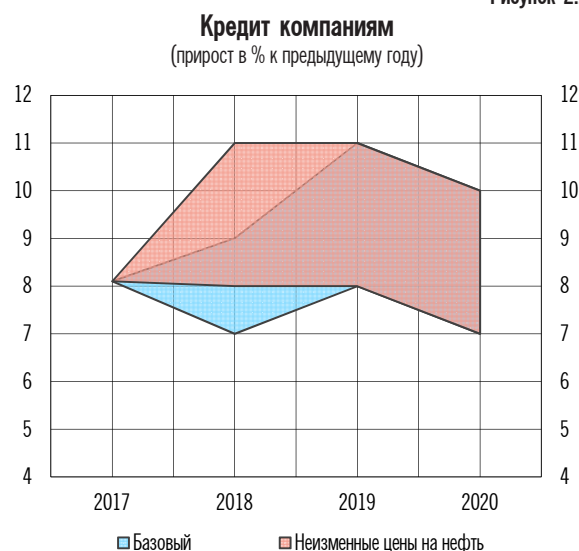
Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП.
Источник: расчеты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

Рисунок 2.20



Источник: расчеты Банка России.

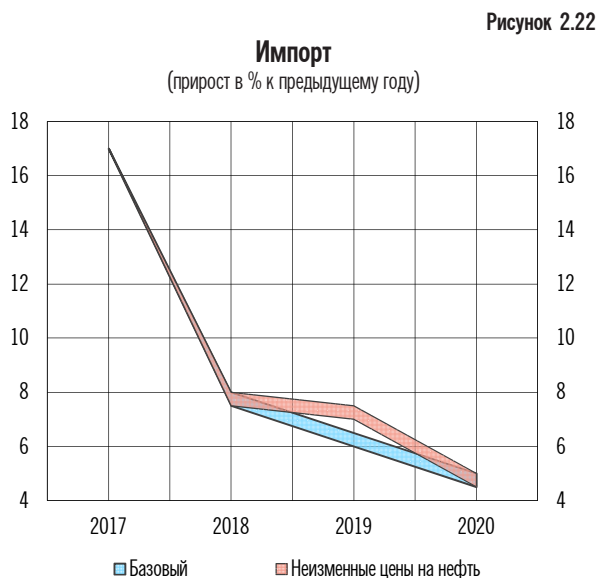
Рисунок 2.21



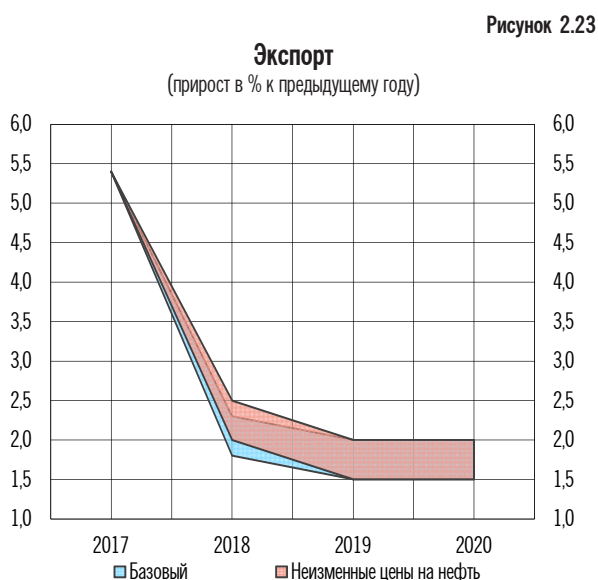
Источник: расчеты Банка России.

меньше, чем в базовом сценарии. В 2018 г. годовой темп прироста импорта в реальном выражении составит 7,5–8,0%, в 2019 г. замедлится до 7,0–7,5%, после чего в 2020 г. приблизится к уровню базового сценария на фоне постепенного «насыщения» потребительского спроса, а также в силу эффекта сложившейся высокой базы 2018 г. (рис. 2.22). Благодаря указанным факторам, а также поддержке со стороны цен на нефть стоимостный объем импорта товаров и услуг при этом будет больше, чем в базовом сценарии, на всем прогнозном горизонте.

Более активный рост мировой экономики будет способствовать увеличению спроса на товары российского экспорта. В 2018 г. годовые



Источник: расчеты Банка России.



Источник: расчеты Банка России.

темпы прироста экспорта в реальном выражении сложатся на уровне 2,0–2,5%, что выше, чем в базовом сценарии. Однако уже в 2019 г. они замедлятся до своего относительно устойчивого уровня 1,5–2,0% в среднесрочной перспективе на фоне сохранения структурных ограничений более активного расширения экспорта при условии текущей структуры экономики (рис. 2.23). Таким образом, как и в базовом сценарии, экспорт в реальном выражении будет расти медленнее импорта, способствуя формированию отрицательного вклада чистого экспорта в ВВП. В то же время в стоимостном выражении увеличение экспорта будет опережать увеличение импорта, в результате чего

сальдо торгового баланса, как и в базовом сценарии, будет положительным, однако сложится по сравнению с ним на более высоких уровнях и будет расширяться в среднесрочной перспективе.

Стабильные темпы роста российской экономики в совокупности с сохранением относительно высокого уровня сырьевых цен приведут к более низкому, чем в базовом сценарии, уровню премии за риск на Россию и увеличению инвестиционной привлекательности российских активов для иностранных инвесторов, что облегчит российским компаниям доступ к внешнему финансированию. С учетом того, что рост доходов участников экономики будет способствовать увеличению вложений резидентов в иностранные активы, сальдо финансового счета по частному сектору в рамках данного сценария будет постепенно снижаться, но в целом сложится на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Консервативный сценарий

В консервативном сценарии предполагается более существенное снижение цен на нефть, чем в базовом сценарии, в условиях отмены ограничений по добыче в рамках соглашения ОПЕК+ за горизонтом 2018 года. В этом сценарии ожидается снижение цен на нефть уже во втором полугодии 2018 г. и их последующая стабилизация на уровне около \$45 за баррель в среднесрочной перспективе. Основные тенденции в развитии событий в российской экономике с учетом таких предпосылок по внешним условиям были отражены в рамках базового сценария декабрьского Доклада и в целом существенно не изменились. В этом сценарии возможны несколько более высокие уровни ключевой ставки, чем в двух других сценариях. В рамках данного сценария годовая инфляция несколько быстрее приблизится к 4%, в дальнейшем Банк России будет поддерживать ее вблизи целевого уровня.

По сравнению с базовым консервативный сценарий отражает более сдержанный рост экономики и денежно-кредитных показателей на горизонте 2018–2019 годов. Более медленный, чем в базовом сценарии, рост ключевых

индикаторов экономической активности ожидается в первую очередь на фоне коррекции цен на нефть вниз к уровню, на котором они в дальнейшем закрепятся в среднесрочной перспективе. Однако характер этой коррекции будет относительно плавным, во-первых, и временным, во-вторых. Коррекция цен на нефть завершится в течение 2019 г., а ее влияние на экономические показатели практически нивелируется уже в 2020 году.

В результате рост ВВП в 2018–2019 гг. сложится на уровне 1,0–1,5%, что несколько ниже базового сценария, после чего в среднесрочной перспективе ускорится до 1,5–2,0%. Аналогичные тенденции ожидаются и в динамике ключевых индикаторов разбивки ВВП по использованию. С учетом менее существенной поддержки как со стороны динамики доходов, так и со стороны кредитования потребительская и инвестиционная активность останется сдержанной на всем прогнозном горизонте. Замедление инвестиционной активности будет связано в том числе с осторожным настроем компаний в отношении перспектив спроса на свою продукцию.

В условиях более слабой, чем в базовом сценарии, производственной активности компании будут менее интенсивно повышать на прогнозном горизонте заработные платы своим сотрудникам. При этом несколько сократятся возможности для снижения долговой нагрузки населения и компаний, что уменьшит стимулы банков выдавать новые кредиты, а заемщиков – накапливать долговую нагрузку. Это будет способствовать некоторому замедлению на прогнозном горизонте роста кредита экономике (как в целом, так и в разбивке на сектора) по сравнению с 2017 г. и оценками базового сценария. В результате в среднесрочной перспективе годовой темп прироста кредита экономике и денежной массы в целом сложится на уровне 7–10%. Сближению темпов роста кредита и денежной массы, как и в других сценариях, будет способствовать следование Правительства Российской Федерации политике фискальной консолидации с постепенным сокращением дефицита бюджета, в результате чего вклад чистого кредита расширенному правительству в рост денежной массы будет отрицательным на прогнозном горизонте.

Более слабая, чем в других сценариях, поддержка со стороны внешних условий обусловит формирование и относительно более слабого рубля, что, в свою очередь, будет способствовать замедлению роста импорта. В то же время на динамике физических объемов экспорта снижение цен на нефть отразится в целом незначительно, в результате чего годовые темпы прироста экспорта в реальном выражении сложатся в тех же диапазонах, что и в базовом сценарии. Вклад чистого экспорта в рост ВВП на всем прогнозном горизонте останется отрицательным, в абсолютном выражении сопоставимым с базовым сценарием.

Несколько более существенно снижение нефтяных цен отразится на стоимостных объемах экспорта и импорта. В условиях временно ухудшения внешних условий положительное сальдо торгового баланса на прогнозном горизонте сократится после умеренного роста в 2018 году. В результате профицит текущего счета в среднесрочной перспективе стабилизируется на существенно более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Снижение цен на нефть приведет и к некоторому ухудшению условий внешнего финансирования для российских компаний. Это отразится в меньших объемах привлечения внешних обязательств по сравнению с базовым сценарием на всем прогнозном горизонте. В то же время спрос резидентов на иностранные активы также уменьшится в связи с более медленным, чем в базовом сценарии, ростом доходов и более слабым рублем. В результате отрицательное сальдо финансового счета по частному сектору будет снижаться и в целом сложится на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Риски прогноза

Взгляд Банка России на ключевые факторы риска и их влияние на параметры среднесрочного прогноза в целом не претерпел существенных изменений по сравнению с декабрьским выпуском Доклада, за исключением рисков со стороны рынка труда. Банк России учитывает риски отклонения инфляции как вверх, так и вниз от целевого уровня 4%, при этом вероят-

ность столкнуться с проинфляционными рисками оценивается как более значительная в среднесрочной перспективе, чем в краткосрочной. В части источников возникновения рисков по-прежнему преобладают отдельные внутренние факторы инфляции.

Во-первых, фактором риска отклонения инфляции вверх от целевого уровня 4% в среднесрочной перспективе может быть более быстрый, чем ожидалось, рост заработной платы. Это может быть связано, с одной стороны, с более существенным, чем заложено в прогнозе, повышением оптимизма производителей товаров и услуг. С другой стороны, сохраняются и могут несколько превысить ожидания по масштабу влияния и такие структурные факторы, как дисбаланс спроса и предложения на отдельных сегментах рынка труда (например, в отдельных регионах или видах деятельности), ограниченная мобильность трудовых ресурсов, недостаток предложения труда квалифицированных работников и так далее. Для учета влияния данного риска на параметры прогноза Банк России продолжит проведение регулярного мониторинга динамики безработицы и заработной платы, оценивая их влияние на потребительское поведение и инфляцию.

Во-вторых, в среднесрочной перспективе по мере повышения оптимизма участников экономики в отношении перспектив ее роста возможно более уверенное, чем ожидается в рамках прогноза, ускорение роста потребительских расходов домашних хозяйств, что, в свою очередь, может сопровождаться и активизацией необеспеченного потребительского кредитования. Рост потребительского спроса, превышающий по темпам увеличение производственной активности в экономике, может привести к появлению чрезмерного проинфляционного давления. В случае, если он при этом будет поддержан избыточным ростом долговой нагрузки, проблема может затронуть не только ценовую, но и финансовую стабильность. И тот, и другой фактор 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, остается риск повышенной волатильности продовольственной инфляции, вызванной факторами со стороны предложения. Его реализация оказала существенное понижающее давление на темпы роста цен в России в конце 2017 г. и в силу своей инерционности продолжит вносить вклад в динамику годовой инфляции и на протяжении 2018 года. Значительное замедление роста цен на продовольственные товары было во многом обусловлено рекордным урожаем, в результате которого предложение на продовольственном рынке существенно превысило спрос. В среднесрочной перспективе не исключено как повторение данной ситуации, так и, напротив, возникновение заметного дефицита на рынке продовольствия – например, в случае неурожая из-за неблагоприятных погодных условий. Влияние факторов со стороны предложения продовольствия могли бы отчасти компенсировать увеличение количества мощностей по хранению сельскохозяйственной продукции, повышение их качества, оптимизация сроков транспортировки скоропортящихся продуктов и другие меры, направленные на ослабление инфраструктурных ограничений на отдельных рынках. Реализация данных мер не относится напрямую к сфере влияния денежно-кредитной политики и требует совместных мер Правительства Российской Федерации и Банка России.

В-четвертых, риском для инфляции в среднесрочной перспективе остается динамика инфляционных ожиданий. В части инфляционных ожиданий значимы два ключевых аспекта. Первый – инерционность, присущая ожиданиям, в первую очередь населения. Второе – чувствительность динамики инфляционных ожиданий к волатильности показателей отдельных внешних и внутренних рынков. Сохранение высоких темпов роста цен на протяжении большей части современной истории России накладывает отпечаток на формирование ожиданий на относительно высоких уровнях, существенно выше фактической инфляции. В целом на протяже-

нии последних 1,5 лет динамика инфляционных ожиданий имеет понижающий характер, что свидетельствует об их постепенной подстройке к новой реальности в части темпов роста цен. Процесс подстройки зачастую осложняется краткосрочными колебаниями инфляции, как правило, вызванными скачками цен продовольственных товаров, которые отражаются в приостановке понижающей динамики инфляционных ожиданий. Для ускорения процесса подстройки, а также закрепления в среднесрочной перспективе инфляционных ожиданий вблизи 4% Банк России, как и ранее, продолжит проводить открытую и последовательную информационную политику, а также содействовать повышению финансовой грамотности населения.

Помимо внутренних факторов инфляции, некоторая неопределенность для прогноза сохраняется и с точки зрения внешних условий. Эпизоды повышенной волатильности на мировых рынках на фоне нормализации денежно-кре-

дитной политики в других странах и усиление неопределенности в сфере торговой политики могут оказать влияние на динамику потоков капитала в страны с формирующимися рынками и склонность к риску глобальных инвесторов, что, в свою очередь, может отразиться на параметрах внутренних финансовых рынков. В то же время вероятность значимого влияния динамики цен на нефть на параметры среднесрочного прогноза, как уже отмечалось в декабрьском Докладе, существенно сократилась вследствие появления определенности в отношении перспектив продления соглашения об ограничении добычи странами ОПЕК+. В дальнейшем при оценке рисков для среднесрочного прогноза инфляции и экономической активности Банк России, как и ранее, будет учитывать тенденции в части изменения внешних условий, включая не только изменение цен на нефть, но и динамику мировых финансовых рынков, а также принятые и планируемые решения в области бюджетной и таможенно-тарифной политики.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Динамика основных статей платежного баланса России в IV квартале 2017 года

В IV квартале 2017 г. профицит счета текущих операций увеличился за счет более быстрого по сравнению с импортом расширения экспорта. Положительное сальдо баланса внешней торговли выросло примерно на 30%¹.

По предварительной оценке, рост стоимостного объема экспорта товаров и услуг ускорился с 18% в III квартале до 23% в IV квартале 2017 года. Его расширение по-прежнему обеспечивалось в основном за счет более высоких мировых цен на большинство ключевых сырьевых товаров. Сильная поддержка со стороны повышения цены на нефть превзошла негативный эффект для экспорта от сокращения ее добычи в России в соответствии с договоренностями.

Уменьшение физического объема экспорта нефти и нефтепродуктов в IV квартале произошло за счет европейского рынка на фоне усиления конкуренции со стороны нарастивших добычу Ирана, Ливии, Нигерии и США. Сокращение экспорта нефти России в страны Евросоюза частично было компенсировано расширением ее поставок на быстрорастущий китайский рынок. Продолжали восстанавливаться по сравнению с 2016 г. и поставки нефти в Беларусь после урегулирования в апреле 2017 г. разногласий с Россией в нефтегазовой отрасли.

Физический объем экспорта некоторых других товаров повысился, что также внесло вклад в увеличение поступлений по текущему счету. В условиях рекордных урожаев зерновых расширились поставки на мировой рынок российской пшеницы. На фоне усиления внешнего спроса увеличился объем экспорта алюминия,

угля, удобрений, а также турбореактивных двигателей и газовых турбин.

Годовые темпы прироста импорта товаров и услуг в IV квартале сохранялись на уровне III квартала (21%). Увеличению импорта способствовали усиление деловой активности и расширение спроса на фоне повышения заработных плат россиян в реальном выражении. Поддержку импорту также оказали укрепление рубля и развитие интернет-торговли.

Увеличение импорта в IV квартале 2017 г. по-прежнему обеспечивалось в большей степени за счет инвестиционных, чем потребительских товаров. Повысился физический объем импорта таких инвестиционных товаров, как бульдозеры, трактора, моторные транспортные средства для перевозки грузов. Продолжил увеличиваться объем ввоза легковых автомобилей, а также таких потребительских товаров, как обувь, лекарства, виноград и другие.

В I–III кварталах 2017 г. по сравнению с аналогичными кварталами 2016 г. большой вклад в расширение стоимостного объема импорта вносило наращивание физического объема, чем рост цен. Оценки индексов внешней торговли ФТС России за IV квартал 2017 г. пока не опубликовала. Ожидается, что в IV квартале вышеназванная тенденция сохранится. Вместе с тем некоторые импортные товары подорожали в долларовом выражении в IV квартале 2017 г. (например, вычислительные машины и их блоки, телефонные аппараты).

Баланс неторговых компонентов счета текущих операций в IV квартале 2017 г. существенно не изменился (рис. 1).

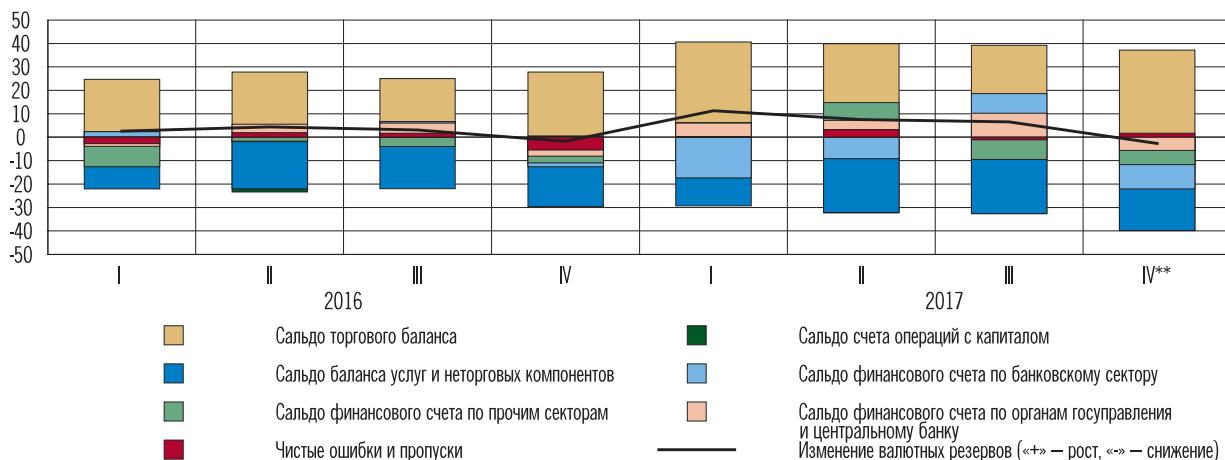
В то же время на фоне более высоких цен на сырьевые товары увеличился приток иностранной валюты на банковские счета экспортеров, что отразилось на финансовом счете платежного баланса России. В результате российские банки в IV квартале 2017 г. нарастили иностранные активы на фоне более высоких цен на основные экспортные товары. Кроме

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

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса*

(млрд долл. США)



* В знаках РПБ.

** Оценка.

Источник: Банк России.

того, увеличение иностранных активов банков произошло за счет операций «валютный своп». В конце 2017 г. Банк России предоставил ликвидность в иностранной валюте в рамках «валютного свопа» на фоне временного, но довольно существенного увеличения стоимости валютных заимствований на рынке валютных свопов в результате арбитражных операций участников рынка и некоторого ухудшения ситуации с валютной ликвидностью на фоне эффекта «конца года».

В результате преимущественно за счет операций банков чистое кредитование частным сектором России остального мира в IV квартале 2017 г. расширилось по сравнению с IV кварталом 2016 года.

Резервные активы в IV квартале 2017 г. за счет операций, отражаемых в платежном балансе, в целом снизились. При этом на их динамику влияли следующие разнонаправленные факторы, действие которых отчасти компенсировало друг друга. Сокращению резервных активов способствовали вышеупомянутые операции «валютный своп». В то же время приобретение Банком России иностранной валюты для Министерства финансов в рамках бюджетного правила и возврат Банку России ликвидности в иностранной валюте по валютному репо внесли вклад в расширение резервов.

Инфляция в регионах России

В январе-феврале 2018 г. во всех федеральных округах годовая инфляция была ниже целевого ориентира, при этом однородное снижение, которое наблюдалось в предыдущем квартале, сменилось разнонаправленной динамикой инфляции. Сильнее всего снизились годовые темпы прироста потребительских цен в Северо-Западном и Центральном федеральных округах, формирующих почти половину общероссийской инфляции (43,5%). Инфляция в этих федеральных округах замедлилась в основном за счет переноса индексации тарифов на середину года (в прошлом году – в январе), а также сохраняющегося дисбаланса спроса и предложения на рынке продовольственных товаров. В Северо-Кавказском, Приволжском, Уральском и Сибирском федеральных округах, формирующих 46,4% общероссийской инфляции, в феврале годовая инфляция ускорилась в основном за счет цен на продовольствие, что может быть связано с восстановительным ростом цен после невысоких темпов и низкой базой февраля прошлого года в этих регионах (табл. 1). В целом во всех федеральных округах вклад временных факторов в текущее снижение инфляции оказывает существенное влияние.

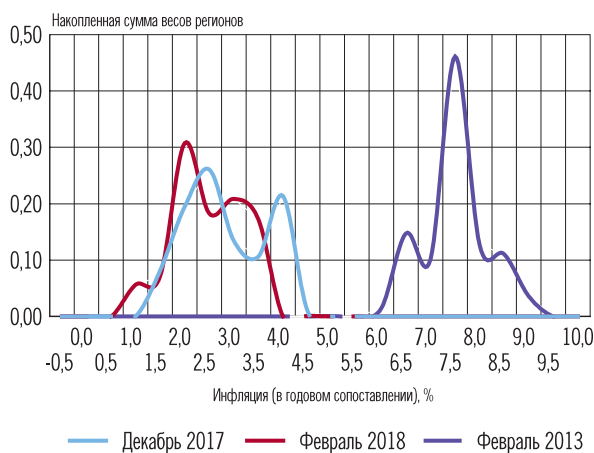
В январе-феврале разброс инфляции по регионам незначительно расширился (коэффициент вариации вырос с 0,29 в декабре 2017 г. до 0,31 в феврале 2018 г.). Наиболее высокая инфляция наблюдалась в Республике Ингушетия (4,44%), Республике Саха (3,3%) и Москве (3,19%). Самой низкой годовая инфляция была в Республике Крым (0,66%), Новосибирской области (0,77%) и Республике Мордовия (0,84%).

Наибольший вклад в среднероссийскую годовую инфляцию в рассматриваемом периоде, как и в IV квартале 2017 г., приходился на две группы регионов: регионы с инфляцией выше среднероссийского уровня и регионы с инфляцией ниже среднероссийского уровня (рис.1). Распределение регионов с учетом их вкладов в феврале серьезно изменилось: значительно вырос вес регионов с инфляцией выше среднероссийского уровня, из группы регионов с инфляцией ниже среднероссийского уровня выделились регионы с более существенным ускорением инфляции.

Количество регионов с годовой инфляцией выше среднероссийского уровня увеличилось с 6 в декабре 2017 г. до 14 в феврале 2018 года. Суммарный вес этой группы регионов вырос с 0,23 в декабре 2017 г. до 0,38 в феврале 2018 года. Более медленное снижение инфля-

Рисунок 1

Соотношение весов регионов и инфляции



1. Декабрь 2017 г. – правый «горб», 6 регионов (среди них: Москва, Санкт-Петербург, Калужская область), суммарный вес в ИПЦ 0,23.
 2. Февраль 2018 г. – правый «горб», 14 регионов (среди них: Москва, Московская область, Санкт-Петербург, Республика Саха (Якутия), суммарный вес в ИПЦ 0,38.
 3. Февраль 2013 г. – большой «горб», 39 регионов, суммарный вес в ИПЦ 0,5.
- Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 1

Годовая инфляция в федеральных округах в январе-феврале 2018 года

Годовая инфляция, %	РФ	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО
Январь 2018 г.	2,19	2,84	2,41	1,91	1,75	1,75	2,1	1,67	1,77
Февраль 2018 г.	2,18	2,7	2,27	1,91	1,83	1,82	2,3	1,86	1,77
Вклад округа в ИПЦ, февраль 2018 г.	2,18	0,91	0,22	0,19	0,1	0,31	0,19	0,18	0,08

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ции в регионах с доходами ниже среднероссийского уровня привело к росту числа регионов в группе с инфляцией выше среднероссийской. В данных регионах наблюдалось незначительное ускорение темпов роста цен продовольственных товаров в феврале, что связано с восстановительным ростом и низкой базой февраля 2017 года. В то же время в январе-феврале 2018 г. из группы с инфляцией ниже среднероссийской выделились регионы с более существенным замедлением годовой инфляции из-за продолжающегося дисбаланса на рынке продовольствия в этих регионах.

В IV квартале 2017 г. наиболее высокая годовая инфляция отмечалась в Москве, Республике Саха и Республике Ингушетия. В декабре 2017 – феврале 2018 г. годовая инфляция

в этих регионах изменялась разнонаправленно: в Республике Саха замедлилась с 4,44% в декабре 2017 г. до 3,3% в феврале 2018 г., в Москве замедлилась с 3,82 до 3,19%, а в Республике Ингушетия ускорилась с 4,03 до 4,44%. Значительное замедление инфляции в Республике Саха связано с дезинфляционными процессами в услугах транспорта – произошло снижение тарифных ставок для всех грузовых и пассажирских перевозок, особенно в услугах железнодорожного транспорта и в услугах воздушного транспорта. Значительное ускорение инфляции в Ингушетии связано с опережающим ростом реальных денежных доходов населения, ростом потребительской активности, низкой базой прошлого года и монополизацией рынка продовольственных товаров.

Прогноз платежного баланса на 2018–2020 годы

По сравнению с декабрьским выпуском Доклада несколько пересмотрены вверх траектории цены на нефть. В сочетании с небольшой корректировкой параметров прогноза ряда макроэкономических показателей² это оказало влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса.

Корректировка вверх траекторий цены нефти на прогнозном горизонте обусловлена повышением прогнозов международных организаций по росту мирового спроса на нефть на фоне более благоприятных перспектив развития мировой экономики. Кроме того, формированию цены нефти на более высоком уровне способствовала превзошедшая ожидания рекордная степень выполнения соглашения об ограничении добычи странами ОПЕК и рядом государств вне ОПЕК. В базовом сценарии в 2018 г. теперь ожидается среднегодовая цена вблизи \$60 за баррель, то есть выше, чем в предыдущем Докладе (\$55 за баррель). Вместе с тем по мере ослабления ограничений в рамках вышеупомянутого соглашения предполагается ее снижение до \$50 за баррель в 2020 году.

В данном сценарии по сравнению с базовым сценарием декабрьского Доклада прогноз профицита текущего счета повышен за счет пересмотра вверх стоимостного объема экспорта в условиях ожидаемых более высоких цен на нефть. На экспорте также благоприятно сказалась более высокая оценка внешнего спроса (корректировка вверх прогноза экономического роста в странах – торговых партнерах).

В 2018 г. ожидается продолжение расширения стоимостного объема экспорта за счет роста цен на нефть. Однако в дальнейшем экспорт товаров и услуг сократится: увеличение физического объема зарубежных поставок в условиях смягчения ограничений на добычу нефти будет лишь отчасти компенсировать негативный эффект от снижения цен на энергоносители.

Прогноз стоимостного объема импорта товаров и услуг на всем прогнозном горизонте тоже повышен в связи с более существенным

внутренним спросом по сравнению с базовым сценарием в предыдущем Докладе. В отличие от экспорта импорт продолжит увеличиваться не только в 2018 г., но и в 2019–2020 гг. на фоне роста российской экономики. Вместе с тем расширение импорта замедлится: в условиях снижения цены нефти валютный курс не будет оказывать поддержку импорту.

За счет более значительного по сравнению с импортом расширения экспорта в 2018 г. прогнозируется увеличение положительного сальдо счета текущих операций до 3,5% ВВП. Однако в 2019–2020 гг. за счет уменьшения профицита баланса внешней торговли в условиях снижения цен на энергоносители, как ожидается, сальдо текущего счета сократится до 1,3% ВВП в 2020 г. (рис. 1).

Ситуация с финансовым счетом (без учета резервных активов) в основном будет определяться движением капитала частного сектора. Прогноз чистого кредитования частным сектором России остального мира пересмотрен вверх в 2018–2019 гг. по сравнению с базовым сценарием в предыдущем Докладе. В условиях более высоких цен на нефть частный сектор может располагать более значительными средствами для наращивания зарубежных активов. Усилению спроса на иностранные активы будет способствовать увеличение доходов экономических агентов на фоне роста экономики России. Вместе с тем в 2019–2020 гг. спрос российского частного сектора на иностранные активы останется небольшим по историческим меркам. В условиях снижения цен на нефть и невысоких темпов роста российской экономики финансовое состояние экономических агентов не улучшится настолько сильно, что они смогут существенно увеличить объем средств, направляемых на приобретение иностранных активов.

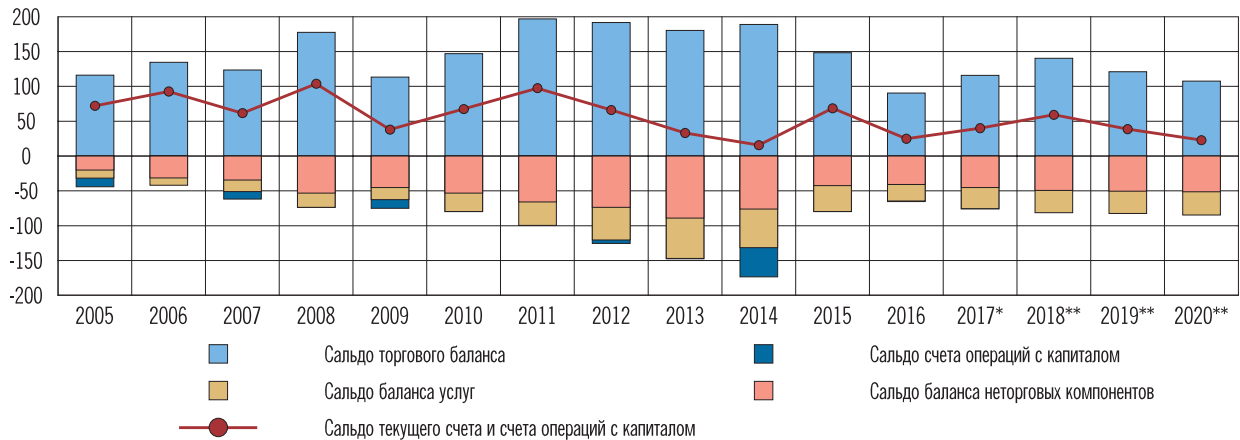
Объем сокращения иностранных обязательств банков в ближайшие годы, как ожидается, уменьшится: согласно графику, объем выплат по внешнему долгу снизится. В целом по частному сектору (банкам и прочим секторам) с 2018 г. прогнозируется переход к увеличению иностранных обязательств в условиях улучшения инвестиционной привлекательности России на фоне более высоких цен на нефть и экономического роста России. Наращиванию иностранных обязательств частного сектора

² См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке».

Рисунок 1

Динамика основных компонентов счета текущих операций*

(млрд долл. США)



* Оценка.

** Прогноз по базовому сценарию.

Источник: Банк России.

будет способствовать и переориентация компаний на не затронутые санкциями источники внешнего финансирования.

В результате сальдо финансового счета по частному сектору тоже уменьшится с 1,1% ВВП в 2018 г. до 0,9% ВВП в 2019 г. за счет менее интенсивного сокращения иностранных обязательств банками. В 2020 г. ожидается его снижение до 0,4% ВВП за счет ослабления спроса российского частного сектора на иностранные активы на фоне снижения цен на нефть (рис. 2).

По госсектору в 2018–2020 гг. по-прежнему ожидается приток капитала в условиях продолжающихся государственных заимствований.

Прогноз увеличения резервных активов в базовом сценарии повышен по сравнению с прогнозом в базовом сценарии в предыдущем Докладе. При более высокой цене нефти в 2018–2020 гг. ожидаются более значительные покупки иностранной валюты Банком России для Министерства финансов России в рамках бюджетного правила. В росте резервов в 2018 г. теперь также учитывается вклад возврата ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России в рамках операций «валютный своп» в конце 2017 года.

В сценарии с неизменными ценами на нефть около \$65 за баррель в 2018–2020 гг. более высокие темпы роста мировой экономики в со-

Рисунок 2

Динамика основных компонентов финансового счета по частному сектору*

(млрд долл. США)



* Оценка.

** Прогноз по базовому сценарию. В знаках РПБ5.

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

Источник: Банк России.

четании с более высокими ценами на нефть приведут к более значительным стоимостным объемам экспорта по сравнению с базовым сценарием. Одновременно ускоренное восстановление внутренней экономики и более высокий курс рубля приведут к более значительному росту объемов импорта. Положительное сальдо торгового баланса сложится на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием и будет увеличиваться на протяжении прогнозного периода на фоне опережающего роста экспорта по сравнению с импортом. Дефицит баланса неторговых компонентов, в свою очередь, увеличится на фоне роста выплат по внешнему долгу. В результате профицит текущего счета существенно расширится в 2018 г. и впоследствии стабилизируется на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Улучшение внутренней экономической ситуации в совокупности с более высокими ценами на сырьевые товары приведет к увеличению инвестиционной привлекательности российских активов и облегчит российским компаниям доступ к внешнему финансированию. В то же время рост доходов будет способствовать увеличению вложений резидентов в иностранные активы. Сальдо финансового счета по частному сектору в рамках данного сценария будет постепенно снижаться за счет опережающего роста иностранных обязательств по сравнению с иностранными активами, но в целом сложится на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. Более значительное приобретение иностранной валюты Минфином России на фоне более высоких цен на нефть, в свою очередь, обеспечит более существенный рост резервных активов в 2018–2020 годах.

Консервативный сценарий предполагает снижение среднегодовой цены на нефть с \$55 за баррель в 2018 г. до \$45 за баррель в 2019 г.

и ее сохранение вблизи данного уровня в дальнейшем. В результате падения цен на нефть стоимостные объемы российского экспорта сложатся на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием. С другой стороны, более медленное восстановление внутренней экономики и более низкий курс рубля приведут к сравнительно меньшим объемам импорта товаров и услуг. Ожидаемый рост экспорта будет опережать увеличение импорта в 2018 г., однако впоследствии падение экспорта в 2019 г. и его более медленное по сравнению с импортом восстановление в 2020 г. приведут к снижению положительного сальдо торгового баланса после умеренного роста в 2018 году. В результате профицит текущего счета несколько вырастет в 2018 г., после чего скорректируется вниз и сложится на всем прогнозном горизонте на существенно более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Снижение цен на нефть приведет к ухудшению условий внешнего финансирования для российских компаний и отразится в меньших объемах привлечения внешних обязательств по сравнению с базовым сценарием на протяжении всего прогнозного периода. В то же время более медленный рост доходов и более слабый рубль приведут к более низким объемам приобретения резидентами иностранных активов. В результате отрицательное сальдо финансового счета по частному сектору в консервативном сценарии будет снижаться и в целом сложится на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием. Рост объема резервных активов также окажется ниже по сравнению с базовым сценарием в результате сокращения покупок валюты Минфином России в рамках бюджетного правила на фоне более низких цен на нефть.

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

Банк России внес изменения в Положение Банка России «Об обязательных резервах кредитных организаций»	Банк России опубликовал Указание о внесении изменений в Положение Банка России от 1 декабря 2015 г. № 507-П «Об обязательных резервах кредитных организаций». Указание уточняет порядок формирования обязательных резервов кредитными организациями, осуществляющими функции центрального контрагента в соответствии с Федеральным законом «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте». Кроме того, изменен порядок расчета штрафа при невыполнении кредитными организациями усреднения обязательных резервов. Указание предусматривает и другие изменения, в том числе связанные с определением состава резервируемых обязательств кредитных организаций. Указание вступило в силу с 1 февраля 2018 г. и применяется начиная с расчета размера обязательных резервов кредитной организации, составленного за февраль 2018 года
Банк России расширил возможности использования электронного документооборота при проведении операций по предоставлению обеспеченных кредитов	Банк России с 19 февраля 2018 г. предоставил всем кредитным организациям возможность использования электронного документооборота при получении обеспеченных кредитов в рамках стандартных инструментов рефинансирования. Ранее такая возможность была предоставлена только кредитным организациям, основные счета которых обслуживаются в Главном управлении Банка России по Центральному федеральному округу (ГУ по ЦФО) и отделениях, входящих в состав ГУ по ЦФО
Банк России провел централизацию отдельных функций в части проведения кредитных операций в рамках стандартных инструментов рефинансирования	С 19 февраля 2018 г. функции предоставления кредитов Банка России и регулирования размера лимита внутрисдневного кредита и кредита овернайт выполняются в Департаменте операций на финансовых рынках, функции исполнения обязательств по кредитам Банка России (включая отражение расчетов по кредитам в бухгалтерском учете) и открытия счетов по учету процентных доходов, признанных неопределенными к получению, – на уровне главных управлений Банка России (за исключением ГУ по ЦФО)
Банк России отменил установление лимита предоставления средств в рублях по сделкам «валютный своп»	Банк России принял решение не устанавливать с 1 января 2018 г. максимальный объем предоставления средств в рублях по сделкам «валютный своп». Решение обусловлено сохранением стабильной ситуации на внутреннем валютном рынке и отсутствием у большинства кредитных организаций потребности в привлечении рублевых средств у Банка России в условиях структурного профицита ликвидности
Банк России расширил Ломбардный список	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России в Ломбардный список 18 декабря 2017 г., 27 декабря 2017 г. и 14 февраля 2018 г. было дополнительно включено 42 выпуска облигаций
Банк России снизил совокупный лимит по операциям рефинансирования в иностранной валюте	Максимальный объем задолженности кредитных организаций перед Банком России по сделкам репо в иностранной валюте и кредитам в иностранной валюте на 2018 г. установлен эквивалентным 15 млрд долл. США. Банк России последовательно снижает эту величину по мере нормализации ситуации на внутреннем валютном рынке с учетом прогноза ее развития

Таблица 2

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

(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На	27.03.17		19.06.17		30.10.17		18.12.17		12.02.18		26.03.18			
						С	С	С	С	С	С	С	С	С	С	С	С		
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные рыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) ¹ ; операции репо	1 день	Ежедневно	11,00	10,75	10,25	10,00	9,50	9,25	8,75	8,50	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25		
			От 2 до 5-49 дней	Ежемесячно ³	11,75	11,50	10,75	10,25	10,00	9,50	9,25	8,75	8,50	8,00	7,75	7,50	7,50	7,50	
			3 месяца	Еженедельно ⁴	10,25	10,00													
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ⁴															
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁵	10,00 (клю-чевая ставка)	9,75 (клю-чевая ставка)	9,25 (клю-чевая ставка)	9,00 (клю-чевая ставка)	8,50 (клю-чевая ставка)	8,25 (клю-чевая ставка)	7,75 (клю-чевая ставка)	7,50 (клю-чевая ставка)	7,25 (клю-чевая ставка)	7,25 (клю-чевая ставка)	7,25 (клю-чевая ставка)	7,25 (клю-чевая ставка)	7,25 (клю-чевая ставка)		
			От 1 до 2 дней	Нерегулярно ⁵															
			От 1 до 6 дней	Еженедельно ⁴															
			1 неделя	Нерегулярно															
Абсорбирование ликвидности	Операции постоянного действия	Депозитные операции	3 месяца	Ежедневно	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25		
			1 день, до востребования	Ежедневно															
				Ежедневно															

¹ 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).

² Операции, которые проводятся по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

³ Операции не проводятся с апреля 2016 года.

⁴ 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_154523it2015-01-19T15_41_11.htm.

⁵ Операции «тонкой настройки».

Справочно: значение ставки рефинансирования с 1.01.16 приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

Таблица 3

Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования¹
(% годовых)

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	На	С	С	С	С	С	С	С	С	
			1.01.17	27.03.17	2.05.17	19.06.17	18.09.17	30.10.17	18.12.17	12.02.18	26.03.18	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР» ²	9,00	8,75	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
			9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75	6,50	6,25	6,25
			9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75	6,50	6,25	6,25
Крупные инвестиционные проекты ³	До 3 лет	Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
			6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75	6,50	6,50	6,50
			10,00	9,75	9,25	9,00	8,50	8,25	7,75	7,50	7,25	7,25
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям ²	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75	6,50	6,50	6,50
			10,00	9,75	9,25	9,00	8,50	8,25	7,75	7,50	7,25	7,25
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75	6,50	6,50	6,50
			10,00	9,75	9,25	9,00	8,50	8,25	7,75	7,50	7,25	7,25

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых поддерживается 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 продолжат действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

² С 26 марта 2018 г. ставка устанавливается равной меньшей из двух величин: 6,5% годовых или ключевая ставка Банка России.

³ Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 «Об утверждении Правил отбора инвестиционных проектов и принципов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования». Процентная ставка устанавливается равной минимальной из двух величин: 9,00% годовых или ключевая ставка Банка России минус 1 процентный пункт.

⁴ Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования 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 1.07.17	На 1.10.17	На 1.01.18	На 1.02.18	На 1.03.18	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
		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	103,2	43,9	3,6	4,0	2,5	
	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно ¹	410,7	8,8	57,8	5,5	5,1	5,1	
			Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами		3 месяца	Нерегулярно ²	215,6	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	18 месяцев	Еженедельно ³	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			1 неделя		Нерегулярно ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней			Еженедельно ³	396,9	469,7	886,1	2124,9	2444,2
			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 ³	-	-	151,3	357,4	498,1	707,0	
		Аукционы по размещению ОБР	3 месяца								388,3
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно							

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

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
Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации					
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			5,25	5,25	6,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте					
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте		5,25		6,25	7,00
По иным обязательствам в иностранной валюте					
Банки с базовой лицензией					
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			5,25	5,25	6,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте					
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте		5,25		6,25	7,00
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 ¹	Минимальная ставка на аукционах и ставка по долларовой части сделок «валютный своп» ² (как спред к ставке LIBOR ³ , п.п.)	Требования Банка России, млн долл. США ⁴					
				С 23.12.16	На 1.01.17	На 1.07.17	На 1.10.17	На 1.01.18	На 1.02.18
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	2635,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	28 дней			8719,9	2305,5	598,0	0,0	0,0	0,0
	12 месяцев			3,00	26,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		3,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1000,0	0,0	0,0	2490,7	307,5	0,0

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

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

³ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

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

Источник: Банк России.

Таблица 5

Специализированные механизмы рефинансирования Банка России¹

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.						Лимит на 1.03.18, млрд руб.
			На 1.01.17	На 1.07.17	На 1.10.17	На 1.01.18	На 1.02.18	На 1.03.18	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	43,4	33,5	45,1	47,4	48,3	45,6	75,00
Крупные инвестиционные проекты ²	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	112,6	102,4	104,9	103,3	103,2	103,7	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	0,0	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ³	43,1	31,8	24,5	18,3	16,4	14,9	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	73,6	81,1	81,5	82,2	81,5	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	0,0	0,2	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	29,3	29,3	29,3	29,3	30,00

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами. Специализированные механизмы рефинансирования являются временными, то есть 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.

² 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».

³ Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов 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.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Бразилия: опыт таргетирования инфляции в сложных экономических условиях.....	10
Бюджетная политика.....	18
О формировании сберегательного поведения домохозяйств.....	24
Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2018 году	26

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.

Базовая инфляция

Инфляция, измеренная на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (плодоовощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, большинство жилищно-коммунальных услуг).

Валовой кредит Банка России

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

Денежная масса

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

Сумма наличных денег в обращении и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных депозитов и иных привлеченных на срок средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

Денежный агрегат М1

Сумма наличных денег в обращении и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

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

Импортозамещение

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

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

Индекс номинального эффективного курса рубля

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

Индекс реального эффективного курса рубля

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

Индекс условий банковского кредитования

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

Индексы MSCI

Группа индексов, рассчитываемых Morgan Stanley Capital International. Рассчитываются индексы по отдельным странам (в том числе России), глобальные индексы (по различным регионам, по развитым/развивающимся странам) и «мировой» индекс.

Индексы PMI

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

Инфляционные риски

Риски обесценения активов или доходов в результате роста цен.

Инфляционные ожидания

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

Ключевая ставка Банка России

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Неторгуемый сектор экономики

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

Рассчитывается Росстатом на основе ежеквартальных обследований как среднеарифметическое значение пяти частных индексов: произошедших и ожидаемых изменений личного материального положения, произошедших и ожидаемых изменений экономической ситуации в России, благо-

приятности условий для крупных покупок. Частные индексы рассчитываются на основе сведения баланса оценок респондентов (в процентах). Баланс оценок представляет собой разность между суммой долей (в процентах) определенно положительных и 1/2 скорее положительных ответов и суммой долей (в процентах) отрицательных и 1/2 скорее отрицательных ответов. Нейтральные ответы не принимаются во внимание.

Обязательные резервы

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

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

Относительная цена

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

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Режим плавающего валютного курса

По действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо ее продажи в случае возникновения угроз для финансовой стабильности.

Режим таргетирования инфляции

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

Спред по CDS

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

Средства расширенного правительства на счетах в Банке России

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

Структурные преобразования

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

Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора

Структурный дефицит – состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности в Банке России. Структурный профицит характеризуется формированием устойчивого избытка ликвидности у кредитных организаций и необходимостью для Банка России проводить операции по ее абсорбированию. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования избыточной ликвидности Банка России.

Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета

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

Текущий дефицит/профицит ликвидности

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

Торгуемый сектор экономики

Сектор экономики, который включает сельское хозяйство, охоту и лесное хозяйство, рыболовство, рыбноводство, 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 финан-

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

Сумма наличных денег в обращении и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных депозитов и иных привлеченных на срок средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации и иностранной валюте, а также начисленные проценты по ним.

Carry trade

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

Macro Risk Index

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

VIX

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

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

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

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВПК – военно-промышленный комплекс

ВРП – валовой региональный продукт

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

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

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

НДС – налог на добавленную стоимость

НКООДХ – некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОБР – облигации Банка России

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федерального займа

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

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

- ОЭСР** – Организация экономического сотрудничества и развития
- ПАО** – публичное акционерное общество
- ПСК** – полная стоимость кредита
- п.п.** – процентный пункт
- РПББ** – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом
- РЭБ** – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»
- СНС** – система национальных счетов
- СФР** – страны с формирующимися рынками
- УБК** – условия банковского кредитования
- УК** – управляющая компания
- ФАО (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations)** – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
- ФБ ММББ** – Фондовая биржа ММББ
- 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)

