

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 8.09.2017.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 1.09.2017 (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	5
<i>Внешние условия</i>	<i>5</i>
<i>Внутренние финансовые условия</i>	<i>8</i>
<i>Экономические условия</i>	<i>14</i>
<i>Инфляция</i>	<i>18</i>
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	25
<i>Базовый сценарий</i>	<i>25</i>
<i>Сценарий с ростом цен на нефть</i>	<i>32</i>
<i>Рисковый сценарий</i>	<i>35</i>
<i>Риски среднесрочного прогноза</i>	<i>36</i>
ПРИЛОЖЕНИЯ	38
<i>Динамика основных статей платежного баланса России в II квартале 2017 года</i>	<i>38</i>
<i>Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы</i>	<i>39</i>
<i>Экономическая ситуация в регионах России</i>	<i>42</i>
<i>Развитие процессов импортозамещения и увеличение экспорта в 2014–2017 годах</i>	<i>45</i>
<i>Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России</i>	<i>49</i>
<i>Статистические таблицы</i>	<i>51</i>
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	59
ГЛОССАРИЙ	60
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	66

РЕЗЮМЕ

Ситуация в российской экономике в июне – первой половине сентября складывалась в целом лучше прогноза Банка России, представленного в июньском Докладе о денежно-кредитной политике (далее – Доклад).

Инфляция в этот период находилась вблизи 4% на фоне значимого восстановления экономики. В июне темпы прироста цен заметно возросли в связи с ускоренным удорожанием отдельных видов плодоовощной продукции. Однако это повышение носило временный характер. Улучшение конъюнктуры сельскохозяйственного рынка, а также устойчивое замедление роста цен по широкому кругу непродовольственных товаров привели к возобновлению снижения инфляции уже в июле. При этом годовой прирост цен на услуги в летние месяцы стабилизировался на уровне, близком к 4%.

Годовая инфляция в августе составила 3,3%. Годовая базовая инфляция снизилась до 3,0% (в мае – 3,8%). Другие показатели инфляции, отражающие динамику цен с исключением наиболее волатильных компонент потребительской корзины, также снижались. Средние темпы роста цен в экономике за скользящий год также продолжили снижаться, свидетельствуя об устойчивом уменьшении инфляционного давления: в августе среднегодовая инфляция составила 4,8% после 5,6% в мае. Инфляционные ожидания отреагировали временным повышением на ускорение инфляции в июне, после чего их снижение возобновилось. Неустойчивость динамики инфляционных ожиданий, в том числе их повышенная чувствительность к динамике цен на отдельных рынках, остается значимым риском для инфляции в среднесрочной перспективе. Увеличение устойчивости инфляционных ожиданий и их закрепление на уровне, способствующем поддержанию инфляции около 4% в среднесрочной перспективе, может потребовать времени. В связи с этим особую важность приобретает последовательность денежно-кредитной политики, направленной на укрепление уверенности населения и бизнеса в закреплении инфляции на низких уровнях.

Курсовая динамика продолжала вносить вклад в замедление роста цен, однако он постепенно ослабевал. Вклад спросовых ограничений в снижение темпов роста цен на фоне роста экономики и постепенного оживления потребительской активности начал уменьшаться. В июле прекратилось снижение реальных доходов населения. Поддержку им оказывал продолжающийся рост заработных плат. В июне – первой половине сентября наметилось оживление в потребительском кредитовании, продолжила плавно снижаться норма сбережения, а также увеличилось потребление товаров длительного пользования. Однако этот процесс, по оценкам Банка России, является естественным следствием происходящего оживления экономической активности, не опережает его и потому не создает дополнительного инфляционного давления в экономике.

По мере восстановления экономической активности на прогнозном горизонте продолжит постепенно улучшаться качество кредитных портфелей банков, что создаст предпосылки для смягчения требований к заемщикам и других неценовых условий банковского кредитования, а также дальнейшего расширения кредитной активности. Однако смягчение денежно-кредитной политики будет постепенным и взвешенным и станет способствовать сохранению стимулов к сбережениям в экономике. В результате переход населения от сберегательной к потребительской модели поведения останется постепенным и в среднесрочной перспективе.

Динамика экономической активности в II квартале свидетельствует о более уверенном восстановлении российской экономики, которое постепенно становится равномернее по регионам. Поми-

мо потребительской активности, в II квартале продолжилось и заметно превысило ожидания оживление инвестиционной активности. При этом инвестиционный спрос удовлетворялся за счет как импорта, так и внутреннего производства. Кроме того, поддержку инвестиционной активности, по оценкам, оказывала реализация крупных инфраструктурных проектов. В условиях восстановления внутреннего спроса компании активно восстанавливали запасы МОС. В результате темп прироста ВВП в II квартале 2017 г. оказался выше ожиданий Банка России, что привело к пересмотру прогноза совокупного выпуска и его компонентов на 2017 г., однако не отразилось на взгляде Банка России на факторы роста российской экономики во втором полугодии 2017 г. и в среднесрочной перспективе.

С учетом сохранения среднесрочных рисков для инфляции, связанных с колебаниями цен на мировых сырьевых и товарных рынках, Банк России в базовом прогнозе, как и ранее, сохраняет консервативный подход к выбору предпосылок по цене на нефть. Альтернативные варианты развития событий Банк России рассматривает в рамках сценария с ростом цен на нефть, а также рискованного сценария, предполагающего их существенное снижение и в целом ухудшение внешнего фона для России.

Согласно базовому прогнозу, годовые темпы роста ВВП в 2017 г. приблизятся к потенциальному уровню и сложатся в диапазоне 1,7–2,2%. В 2018 г. на фоне ухудшения внешних условий рост экономики временно скорректируется (до 1,0–1,5%), однако это замедление будет непродолжительным, с учетом снижения ее чувствительности к колебаниям конъюнктуры сырьевых рынков. Годовые темпы роста ВВП в среднесрочной перспективе восстановятся до уровня 1,5–2,0%. Дальнейшему повышению устойчивости экономики к внешним шокам будет способствовать применение бюджетного правила, переходный механизм которого применяется Минфином России с февраля 2017 года. При этом возможности для более высокого роста по сравнению с оценками базового сценария Банка России будут во многом определяться скоростью и масштабом проведения структурных реформ, а также институциональных преобразований в российской экономике.

В условиях уже наметившихся признаков структурного дефицита трудовых ресурсов по мере дальнейшего восстановления экономической активности инфляционное давление на экономику со стороны заработных плат может усилиться. В случае более значительного, чем в базовом сценарии, восстановления доходов населения переход от сберегательной к потребительской модели поведения может ускориться и также стать источником проинфляционных рисков. В этих условиях политика Банка России будет направлена на поддержание стимулов к сбережениям, не препятствуя росту экономики.

Опираясь на анализ текущей динамики и прогноз инфляции и экономической активности на среднесрочную перспективу, а также с учетом рисков отклонения инфляции от 4% вверх или вниз Совет директоров Банка России 15 сентября 2017 г. принял решение снизить ключевую ставку на 50 б.п., до 8,50% годовых. На горизонте ближайших двух кварталов Банк России допускает возможность снижения ключевой ставки. Принимая решение по ключевой ставке, Банк России будет исходить из оценки рисков существенного и устойчивого отклонения инфляции от цели, а также динамики потребительских цен и экономической активности относительно прогноза.

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Внешние условия

Внешний экономический фон для России в июне-сентябре 2017 г. был неоднородным и формировался под влиянием комплекса различных факторов. С одной стороны, имели место позитивные тенденции в части экономической динамики. С другой стороны, нестабильный информационный фон и эпизодическое повышение волатильности на мировых товарных и финансовых рынках отражались на динамике курса рубля и премии за риск для России.

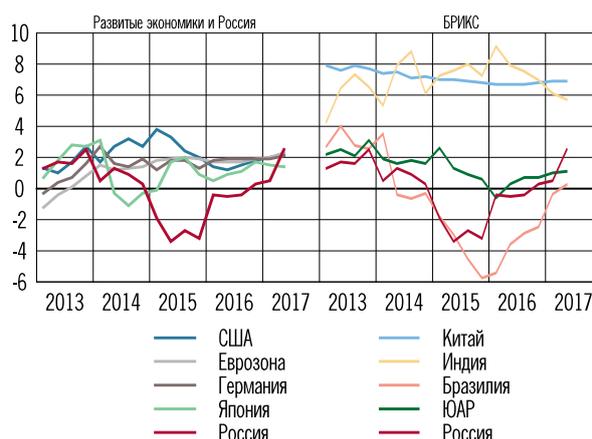
Восстановление глобального спроса продолжилось и стало несколько более уверенным. Рост крупнейших экономик в II квартале 2017 г. несколько ускорился как в развитых странах, так и в ряде СФР¹ (рис. 1.1). В связи с этим Банк России немного улучшил по сравнению с июньским Докладом оценку агрегированного роста торговых партнеров России на 2017 г. – с уровня около 2% до 2,3–2,4%. На фоне ускорения экономического роста инфляция в странах – торговых партнерах России оставалась вблизи целевых уровней. Это способствовало сохранению в летние месяцы умеренного внешнего проинфляционного давления, не оказывающего значимого влияния на динамику инфляции в России.

Тенденции в экономике и инфляции не привели к существенным изменениям в политике крупнейших мировых центральных банков. В США темпы роста цен несколько увеличились, главным образом на фоне опережающего ускорения продовольственной инфляции. Однако их уровень в целом все еще оставался ниже целевого (рис. 1.2). В этих условиях ФРС

США продолжила придерживаться курса на постепенную нормализацию денежно-кредитной политики. После июньского повышения базовой ставки до 1,00–1,25% согласно заявлениям представителей ФРС США до конца 2017 г. ожидается еще одно ее повышение. Интенсивное ускорение роста экономики еврозоны также создает предпосылки для усиления про-

Рисунок 1.1

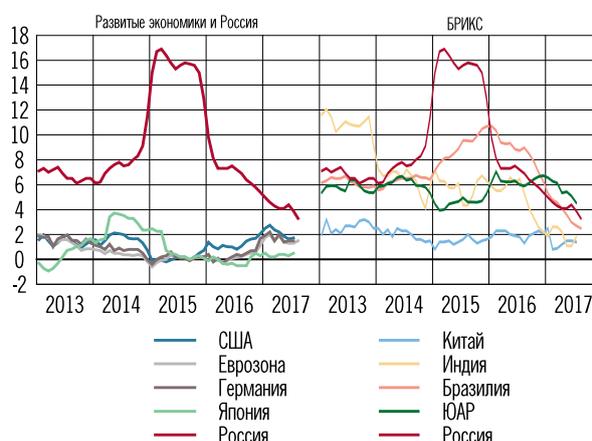
Темпы прироста ВВП в ключевых развитых и развивающихся экономиках
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.2

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



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

¹ См. Список сокращений.

Рисунок 1.3

Динамика добычи нефти в США (млн б/д)



Источники: Минэнерго США, Baker Hughes.

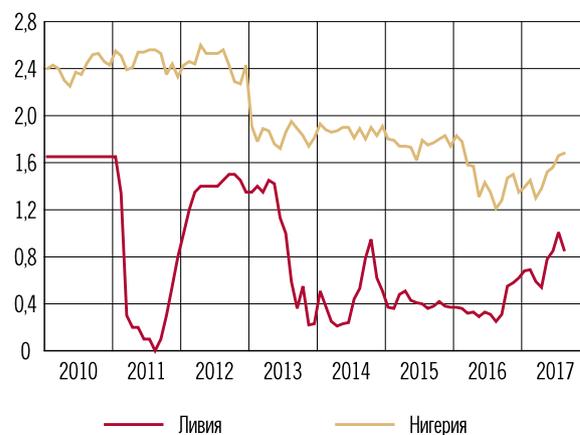
инфляционного давления в перспективе. Его будет сдерживать уже произошедшее заметное укрепление евро, сопровождающее восстановительные процессы в экономике. Вместе с тем остаются предпосылки для нормализации денежно-кредитной политики ЕЦБ в среднесрочной перспективе.

Восстановление глобального спроса отразилось на динамике мировых сырьевых и товарных рынков. В динамике нефтяных цен в июне – первой половине сентября преобладала повышательная тенденция при заметных колебаниях в отдельные периоды. Помимо спроса, этому способствовало снижение мировых запасов нефти благодаря действию соглашения об ограничении добычи странами-экспортерами. Временным фактором, оказавшим поддержку ценам, было замедление в летние месяцы роста добычи в США на фоне стабилизации буровой активности и снижения эффективности добычи на некоторых сланцевых месторождениях (рис. 1.3). Ожидается продолжение расширения добычи в среднесрочной перспективе, что может оказать понижающее давление на нефтяные цены.

Сдерживающее влияние на цены в июне-сентябре оказывали факторы со стороны предложения: некоторое увеличение добычи в рамках соглашения об ограничении добычи рядом стран, в течение длительного периода невыполнявших взятые на себя обязательства

Рисунок 1.4

Динамика добычи нефти в Ливии и Нигерии (млн б/д)



Источник: Минэнерго США.

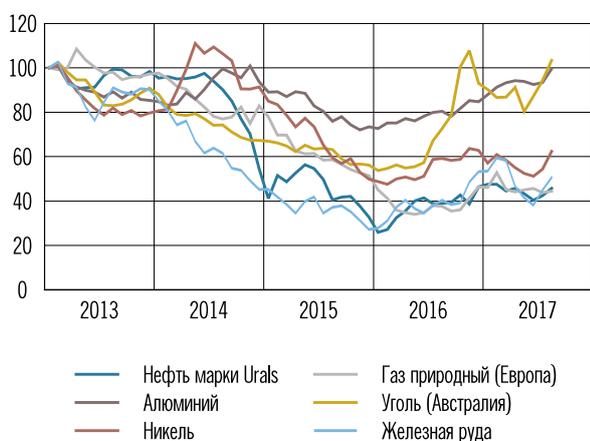
(например, Саудовская Аравия)², а также частичное восстановление производства нефти в Ливии и Нигерии (рис. 1.4). Они не привели к развороту в динамике цен на нефть, став причиной лишь их эпизодического снижения в июне-августе. При этом второй из указанных факторов может также формировать риски для их будущей динамики. Значимость данного фактора отчасти снизило официальное заявление Нигерии на июльском заседании Совместного министерского комитета государств ОПЕК и вне ОПЕК по мониторингу соблюдения договоренностей об ограничении добычи о готовности присоединиться к соглашению в ближайшем будущем. Однако остается неопределенность в отношении масштаба и скорости восстановления поставок из Ливии. Со стороны спроса на энергоносители значимым риском на будущее является также возможное замедление роста экономики Китая, несмотря на умеренно оптимистичные оценки ряда международных организаций³ в отношении его перспектив.

² Согласно оценке Совместного министерского комитета государств ОПЕК и вне ОПЕК по мониторингу соблюдения договоренностей об ограничении добычи, степень исполнения обязательств по сокращению добычи странами ОПЕК и вне ОПЕК в летние месяцы постепенно снижалась – с 106% в мае до 94% в июле.

³ В июле МВФ пересмотрел прогноз по темпам годового роста ВВП Китая в 2017 г. с 6,6% (апрельская оценка) до 6,7% г/г. Это согласуется с оценками других международных организаций: ОЭСР прогнозирует годовой прирост ВВП Китая в 2017 г. на 6,6%, Всемирный банк – на 6,5%.

Рисунок 1.5

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



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

Рисунок 1.6

Мировые фондовые индексы (январь 2013 г. = 100%)



* См. Глоссарий.
Источник: Bloomberg.

Позитивные и негативные факторы, действовавшие на сырьевых рынках и в мировой экономике в июне – первой половине сентября, в целом компенсировали друг друга. В связи с этим Банк России сохранил видение относительно динамики нефтяных цен до конца 2017 г. и в среднесрочной перспективе. Как и в базовом сценарии июньского Доклада, предполагается сохранение цены на нефть марки Urals вблизи текущих значений до конца года и формирование ее среднегодового уровня около \$50 за баррель. Динамика цен на нефть останется фактором, поддерживающим рост российской экономики до конца 2017 года.

Цены на другие ключевые товары российского экспорта в июне-сентябре также преимущественно повышались (рис. 1.5), отражаясь в динамике торгового баланса России. Однако их уровень оставался существенно ниже докризисных значений, за исключением угля и алюминия⁴. Положительное влияние ценового фактора компенсировало замедление экспорта в реальном выражении, отразившееся в дина-

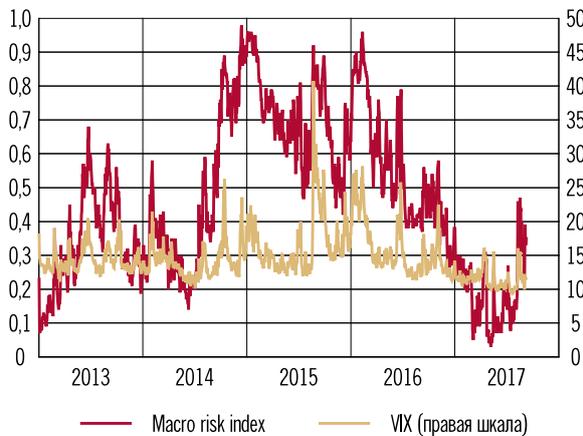
⁴ Цены на алюминий устойчиво росли с конца 2015 г. и в августе достигли докризисного уровня (уровня 2013 г.). Этому способствовали высокий спрос со стороны Китая, снижение запасов на Лондонской бирже металлов и другое. Цены на уголь устойчиво и быстро росли с мая 2017 г. на фоне снижения его производства, вызванного циклоном Дебби в Австралии, а также расширения спроса со стороны китайских ТЭЦ из-за погодного фактора, уменьшения производства гидроэнергии в связи с наводнением и сокращения поставок из Индонезии и так далее.

мике как торгового баланса, так и ВВП. В II квартале 2017 г., по оценкам, физический объем экспорта замедлился по сравнению с предыдущим кварталом. Этому способствовало снижение продаж нефти и нефтепродуктов, в том числе на фоне выполнения обязательств по ограничению добычи. При этом некоторые позиции оказывали поддержку экспорту, в частности экспорт газа, угля, пшеницы, а также отдельных видов машиностроительной продукции. В то же время годовые темпы прироста импорта товаров, как в реальном, так и в стоимостном выражении, в II квартале 2017 г., по оценкам, повысились в условиях укрепления рубля и улучшения экономической активности. Расширение импорта обеспечивалось в большей степени за счет инвестиционных, чем потребительских товаров. В результате отрицательный вклад чистого экспорта в прирост ВВП в II квартале 2017 г. увеличился. Профицит торгового баланса немного вырос благодаря ценовому фактору, однако этого оказалось недостаточно, чтобы компенсировать расширение дефицита баланса инвестиционных доходов и баланса услуг. В результате сальдо текущего счета в II квартале 2017 г. сократилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (подробнее – см. приложение «Динамика основных статей платежного баланса России в II квартале 2017 года»).

Рост нефтяных цен привел к повышательной динамике и мировых цен на продовольствие. По данным ФАО, устойчивый и существенный

Рисунок 1.7

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



Источник: Bloomberg.

по масштабу рост на протяжении последних месяцев показывали мировые цены на мясо, молочные продукты, зерновые. Однако динамика мировых продовольственных цен не представляет существенных рисков для внутренних цен в России в ближайшей перспективе, особенно с учетом действия факторов, специфических для рынков отдельных видов продукции (например, сохранение высоких переходящих запасов зерновых). Среди указанных позиций на ценах в России может отразиться только рост цен на молочные продукты (сливочное масло, сухое молоко), однако и этот эффект, по оценкам компаний – участников рынка молока, не будет значительным и может реализоваться лишь ближе к концу года.

На мировых финансовых рынках в июне – первой половине сентября в целом преобладали повышательные тенденции, однако в отдельные периоды – главным образом в связи с нестабильностью информационного фона, возникали колебания, отражающиеся на динамике курса рубля и премии за риск для России (рис. 1.6, 1.7). Они отражались на динамике курса рубля и премии за риск для России. Происходившая периодически кратковременная коррекция цен на нефть, а также появление новостей об усилении некоторых параметров санкций в отношении России сопровождалась временным повышением волатильности, ростом индикаторов восприятия рисков и премии за риск для России (рис. 1.8). Однако, как и на товар-

Рисунок 1.8

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.

ных рынках, эти колебания имели преимущественно краткосрочный характер и не препятствовали сохранению интереса иностранных инвесторов к российским активам. В то же время восстановление нефтяных цен способствовало укреплению рубля и снижению российского CDS.

В динамике частного капитала в II квартале 2017 г. наблюдался небольшой чистый приток. Он формировался преимущественно за счет увеличения иностранных обязательств прочих секторов более чем на \$10 млрд. Увеличение резервных активов на \$7,5 млрд произошло частично за счет погашения банками задолженности перед Банком России по операциям валютного репо, а также приобретения валюты Минфином России в рамках действия переходного механизма бюджетных правил (подробнее – см. приложение «Динамика основных статей платежного баланса России в II квартале 2017 года»).

Внутренние финансовые условия

Внутренние финансовые условия в российской экономике, как и в предыдущие месяцы, продолжали формироваться под влиянием умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, направленной на закрепление инфляции вблизи 4%. Последовательность реше-

ний Банка России о снижении ключевой ставки в марте-июне 2017 г. способствовала постепенному уменьшению жесткости ценовых условий банковского кредитования в российской экономике. Сопровождавшие эти решения сигналы о вероятном горизонте дальнейшего снижения ключевой ставки поддерживали соответствующие ожидания участников рынка, способствуя повышению предсказуемости внутренних финансовых условий. Кроме того, приобретающее устойчивость восстановление экономической активности способствовало улучшению финансового положения заемщиков, повышению доверия банков к своим клиентам и постепенному смягчению, хотя и медленному, неценовых условий банковского кредитования.

Накопленный эффект умеренно жесткой денежно-кредитной политики отразился в замедлении темпов роста устойчивых компонент потребительских цен и некотором уменьшении инфляционных ожиданий населения России. В этих условиях важнейшей задачей денежно-кредитной политики является не только поддержание достигнутых результатов в части показателей инфляции и инфляционных ожиданий, но и формирование условий для устойчивого роста экономики без накопления рисков и дисбалансов как в целом, так и в отдельных секторах. Поэтому смягчение денежно-кредитной политики должно происходить постепенно. Необходима также тщательная оценка и тонкая настройка ожиданий как аналитиков и участников рынка, так и населения. Взвешенный подход к оценке ожиданий и корректировке денежно-кредитной политики особенно важен в условиях продолжающегося и приобретающего уверенность оживления экономической активности, восстановления кредитования, ослабления сберегательных настроений населения. В связи с этим решение сохранить неизменной ключевую ставку в июле на уровне 9,00% годовых было необходимым шагом для оценки того, как уже принятые решения Банка России в направлении снижения ключевой ставки транслируются на различные сегменты финансового рынка и в реальный сектор экономики.

Проведение Банком России операций по управлению ликвидностью способствовало формированию вблизи уровня ключевой ставки краткосрочных ставок денежного рынка, бы-

Рисунок 1.9

Ключевая ставка и ставка МІАСR (% годовых)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.10

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



Источник: Банк России.

Рисунок 1.11

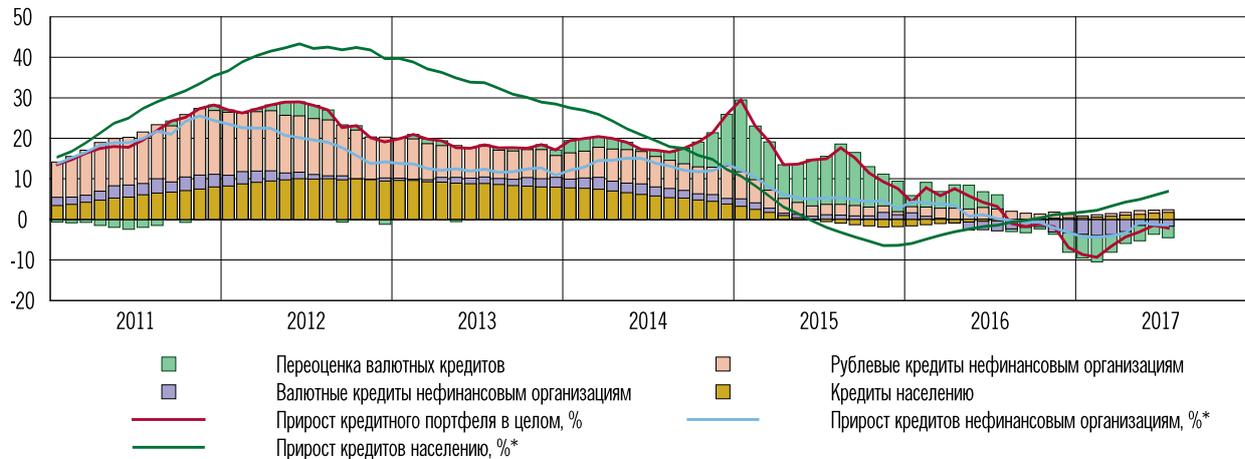
Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.12

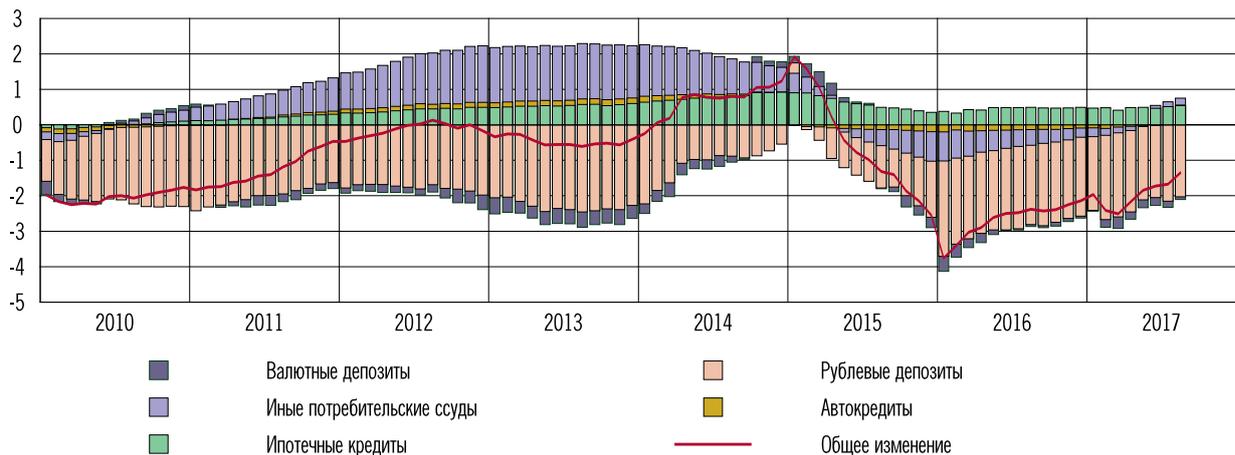
Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (процентных пунктов)



* С исключением валютной переоценки.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.13

Годовое изменение операций банков с населением* (трлн руб.)



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

стро меняющихся вслед за изменением ключевой ставки Банка России (рис. 1.9). Отдельные периоды повышения волатильности и смещения ставок МБК к нижней границе процентного коридора были связаны с неравномерным распределением ликвидности, а также ограниченными возможностями российского денежного рынка по их перераспределению. В результате перетока клиентских депозитов из одних крупных банков в другие изменилась их ситуация с ликвидностью. При этом кредитные организации, получившие средства, не всегда могли разместить их на денежном рынке в силу своих внутренних стратегий по управлению рисками

и ограниченного спроса со стороны других банков. Как следствие, отдельные участники рынка увеличили объем привлечения средств у Банка России, в то время как другие, напротив, размещали средства на депозитах в Банке России. На этом фоне в российском банковском секторе преимущественно сохранялся структурный профицит ликвидности. Некоторое снижение его уровня в отдельные дни июля и августа происходило в том числе в связи с увеличением объема наличных денег в обращении на фоне сезона отпусков и в результате налоговых платежей клиентов банков.

Под влиянием накопленного эффекта от снижения ключевой ставки Банка России и ожиданий ее дальнейшего изменения кредитные и депозитные ставки продолжали снижаться (рис. 1.10). Однако, как и ранее, этот процесс был постепенным и относительно медленным. Банки в целом продолжали придерживаться консервативной политики отбора новых заемщиков и осторожно расширяли спектр направлений кредитования по мере улучшения ситуации в реальном секторе экономики. В результате УБК смягчались преимущественно благодаря снижению ставок, при этом смягчение неценовых условий оставалось медленным и неоднородным по направлениям кредитования и ка-

тегориям заемщиков (рис. 1.11). По данным опросов банков и предприятий, текущие условия кредитования, включая ценовые, воспринимаются участниками скорее как имеющие в целом нейтральное влияние на кредитование, то есть почти не сдерживающие, но и не стимулирующие его.

Постепенное снижение жесткости условий кредитования способствовало прекращению уменьшения объемов кредитного портфеля в годовом выражении (рис. 1.12). В корпоративном сегменте кредитную активность по-прежнему сдерживала осторожность банков при оценке заемщиков и выборе новых направлений кредитования. Основным фактором, поддержива-

Врезка **О сберегательной и потребительской** **моделях поведения населения**

Признаки перехода населения России от сберегательной модели поведения к потребительской, как отмечалось в июньском Докладе, наметились уже в первой половине 2017 года. Однако, по оценкам Банка России, этот процесс происходит плавно и пока не свидетельствует о возврате населения к модели поведения, наблюдавшейся в докризисный период (с 2012 г. до конца 2014 г.).

В рамках исследования модели потребления важнейшим и наиболее интересным вопросом, как правило, является способ идентификации переключения от сберегательной к потребительской модели и обратно. При этом модель поведения населения можно определять по-разному. Можно определять сберегательную модель на агрегированном уровне как ситуацию, при которой норма сбережений в экономике положительная. Менее строго модель поведения населения можно определить по динамике комплекса показателей, и именно на основании его анализа в 2015 г. говорилось о переходе российского населения от сберегательной модели к потребительской.

Согласно первому, более строгому определению, в России на протяжении ее современной истории модель поведения населения всегда была сберегательной. Заметим, что такая ситуация характерна не для всех стран. Например, в Дании, Финляндии, Эстонии, Австралии, Новой Зеландии¹ на определенных временных промежутках наблюдалась отрицательная норма сбережения, поэтому в отношении этих стран можно говорить о временных переходах населения к потребительской модели поведения в «строгом», или буквальном, смысле.

В то же время в рамках второго определения можно говорить о начавшемся обратном постепенном переходе от сберегательной модели к потребительской. В 2017 г. по сравнению с 2015–2016 гг. уменьшилась норма сбережений². Однако ее сокращение происходит постепенно и население все еще сберегает больше, чем до кризиса 2015–2016 гг. (рис. 1.14). Снижению нормы сбережения способствовало оживление на рынке потребительского кредитования. Вместе с тем вклад увеличения задолженности населения перед банками в норму сбережений остается невысоким по сравнению с докризисным периодом, а рост депозитов все еще

¹ На основе данных OECD за период 1995–2016 годов.

² Под нормой сбережений понимается отношение сбережений к располагаемым доходам населения за указанный период времени. В компонент «рублевые активы» включается изменение вкладов домохозяйств и ИП, ценных бумаг и наличных денежных средств на руках у населения. В компонент «валютные активы» включаются изменение вкладов домохозяйств и ИП в иностранной валюте, расходы на покупку (за вычетом продажи) иностранной валюты, изменение вложений в драгоценные металлы. В компонент «кредиты» включается изменение задолженности населения и ИП перед банками (с обратным знаком). В компонент «недвижимость» включается покупка недвижимости в России на первичном рынке и за рубежом.

превышает увеличение кредитования физических лиц, формируя чистый приток средств от населения к банкам.

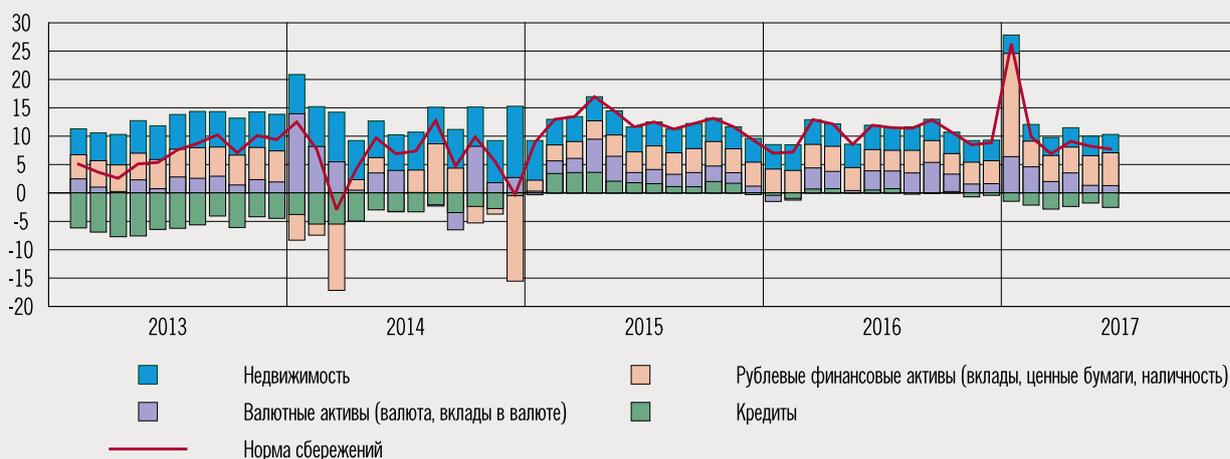
Другими индикаторами, которые косвенно указывают на постепенную смену моделей поведения, могут послужить склонность населения к крупным покупкам³ и их фактический объем. Так, с конца 2016 – начала 2017 г. потребители стали более благоприятно оценивать время для крупных расходов. По данным ФОМ, население увеличивало крупные траты, в том числе на ремонт и туристические поездки. Кроме того, в II квартале 2017 г. наблюдалась активизация продаж товаров длительного пользования – бытовой электроники и мебели, началось восстановление продаж новых автомобилей. Вместе с тем количество проданных автомобилей остается существенно меньше, чем в 2014 году. Слабый рост их продаж после значительного сокращения в 2014–2016 гг., вероятно, указывает на то, что население реализует отложенный спрос.

С точки зрения денежно-кредитной политики прежде всего важно то, что при сберегательной модели поведения населения уменьшается чувствительность роста потребления к снижению процентных ставок, увеличению доходов и улучшению кредитных условий. В период неблагоприятной экономической ситуации и повышенной неопределенности в экономике население склонно тратить доходы на сокращение своей долговой нагрузки или формирование сбережений из соображений предосторожности, а не на прирост потребления. Такая ситуация как раз была характерна для поведения российского населения в 2015–2016 гг. – как отмечалось в июньском Докладе, кредитование в этот период вносило отрицательный вклад в потребление, так как население предпочитало погашать задолженность по кредитам.

В ответ на меры денежно-кредитной политики потребление различных групп населения может меняться в разной степени. На это указывает ряд экономических исследований для разных стран⁴. Отмечается, что наиболее чувствительно на изменение своего дохода, а также возможности доступа к кредитным ресурсам реагирует население с наиболее низким уровнем дохода, уже имеющее долг. Для этой группы населения корректировка стоимости заимствования наиболее сильно отражается на возможности наращивать потре-

Рисунок 1.14

Компоненты нормы сбережений (с исключением сезонности) (%)



Источники: Росстат, Банк России.

³ В качестве меры склонности населения к крупным покупкам можно рассматривать индекс благоприятности условий для крупных покупок (Росстат), оценку благоприятности времени для крупных покупок (ФОМ) и другие опросные индикаторы.

⁴ Di Maggio M., Kermani A., Ramcharan R. (2014) *Monetary Policy Pass-Through: Household Consumption and Voluntary Deleveraging*; Keys B. J., Piskorski T., Seru A., Yao V. (2014) *Mortgage Rates, Household Balance Sheets, And the Real Economy*; Luettkie R. (2015) *Transmission of the Monetary Policy with Heterogeneity in Household Portfolios*; Sufi A. (2015) *Out of Many One? Household Debt, Redistribution and Monetary Policy during the Economic Slump*; Agarwal S., Chomsisengphet S., Mahoney N., Stroebel J. (2015) *Do Banks Pass Through Credit Expansions to Consumers Who Want to Borrow?*; Cloyne J., Ferreira C., Surico P. (2016) *Monetary Policy When Households Have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism*; Hedlund A., Karahan F., Mitman K., Ozkan S. (2016) *Monetary Policy, Heterogeneity, and the Housing Channel*; Auclert A. (2017) *Monetary Policy and the Redistribution Channel*.

Рисунок 1.15
Склонность к потреблению по доходным группам* (%)



* Доля ответивших «потратить, в том числе на текущие нужды» на вопрос «Если бы у Вас появилась сумма денег, равная примерно двум месячным доходам Вашей семьи, то как Вы предпочли бы ею распорядиться – потратить, в том числе на текущие нужды, или отложить, сохранить?», сглаженная за четыре месяца.

Источник: ФОМ.

низкодоходная группа населения начинает демонстрировать рост склонности тратить дополнительные доходы на потребление, что может служить индикатором начала перехода от сберегательной модели к потребительской. Тем не менее отметим, что их предельная склонность к потреблению пока остается ниже уровня 2014 года.

Заметим также, что в низкодоходной группе в первой половине 2017 г. наблюдался рост готовности брать кредит⁷ до уровней 2014 г., но в августе снова произошло снижение данного показателя, поэтому пока рано говорить об устойчивости такого роста и тенденции возвращения населения к росту потребления за счет кредитования.

Таким образом, начавшийся процесс перехода от сберегательной к потребительской модели поведения происходит достаточно плавно. В условиях расширения производства товаров и услуг, а также стабильной ситуации на рынке труда он не несет в себе краткосрочных рисков для ценовой и финансовой стабильности.

⁵ Нижний квинтиль распределения населения по уровню дохода.

⁶ Измеряется как доля ответов «Потратить, в том числе на текущие нужды» на вопрос «Если бы у Вас появилась сумма денег, равная примерно двум месячным доходам Вашей семьи, то как Вы предпочли бы ею распорядиться – потратить, в том числе на текущие нужды, или отложить, сохранить?», по данным опросов ФОМ.

⁷ Измеряется как доля ответов «Да» на вопрос «Вы или члены Вашей семьи собираетесь или не собираетесь в ближайшие 12 месяцев поехать что-либо в кредит или брать банковский кредит?», по данным опросов ФОМ.

ющим восстановление розничного кредитования, оставалась ипотека. В других сегментах также наметились признаки оживления, однако они были не столь выражены. Так, в летние месяцы из отрицательной области вышел годовой прирост необеспеченных потребительских ссуд, а снижение автокредитов замедлилось (рис. 1.13). В целом наметившееся оживление кредитования в экономике происходит медленно, постепенно и не несет проинфляционных рисков.

Улучшение ситуации в экономике, а также постепенное снижение жесткости условий кредитования поддержали наметившийся в первом полугодии 2017 г. плавный переход населения от сберегательной к потребительской модели поведения. Помимо оживления потре-

ние, а зачастую всего лишь сохранить его на прежнем уровне. Поэтому процесс смены моделей поведения можно попытаться отследить по корректировке поведенческих установок низкодоходной группы.

Согласно данным опросов ФОМ, низкодоходная⁵ группа населения в России действительно обладает наибольшей и самой волатильной предельной склонностью к потреблению⁶ по сравнению с другими группами населения (рис. 1.15). В период 2015–2016 гг. для этой группы населения было характерно то же поведение, что и для всего населения в целом, – предпочтение погашать кредитную задолженность или делать сбережения «на черный день». Причем в этот период ее предельная склонность к потреблению снижалась более выражено, чем для групп с более высоким доходом. Однако в последние месяцы

бительского кредитования, на это указывают такие индикаторы, как снижение нормы сбережений, рост потребления товаров длительного пользования и другие (подробнее – см. врезку «О сберегательной и потребительской моделях поведения населения»). Вместе с тем сохранение привлекательности депозитных ставок, а также в целом относительно высокого уровня нормы сбережения (выше докризисных уровней) и склонности населения финансировать потребление преимущественно за счет дохода⁵,

⁵ Данный вывод опирается на исследование динамики потребления домохозяйств на базе данных микроуровня (подробнее – см. врезку «Динамика потребления домохозяйств: взгляд с микроуровня» в Докладе о денежно-кредитной политике, № 2 (18), 2017 г.).

а не кредитования, свидетельствуют о постепенном характере процесса перехода от сберегательной модели и указывают на отсутствие существенных проинфляционных рисков на горизонте 2017 года.

Экономические условия

В реальном секторе экономики восстановление продолжилось. Оценки на основе всего комплекса экономических индикаторов свидетельствуют о том, что оно становится более равномерным по регионам (подробнее – см. Приложение «Экономическая ситуация в регионах России»). В тоже время в разрезе отраслей экономики восстановление остается неустойчивым. Это связано в том числе с наличием значимых структурных ограничений со стороны имеющихся мощностей, а также признаков дефицита кадров.

Восстановительные процессы в II квартале 2017 г. оказались несколько интенсивнее, чем ожидал Банк России (рис. 1.16). Темп прироста ВВП в годовом выражении составил 2,5% после 0,5% кварталом ранее, превысив оценку Банка России, опубликованную в предыдущем Докладе (0,9–1,3%) и следующем за ним информационно-аналитическом комментарии по экономике за июль (1,3–1,5%).

Одной из причин заметного ускорения роста ВВП, по оценкам Банка России, стало восста-

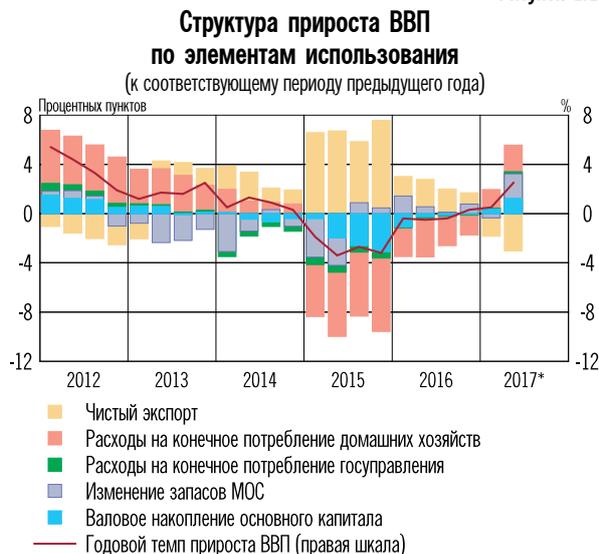
Рисунок 1.17
Показатели инвестиционной активности
(с устранением сезонности, прирост в % к январю 2014 г.)



Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

новление запасов МОС. Ему способствовало сохранение в течение большей части II квартала позитивных ожиданий промышленных предприятий относительно дальнейшей динамики спроса на их продукцию⁶. Другим важным фактором, оказавшим поддержку динамике ВВП, стало более быстрое, чем ожидалось, оживление инвестиционной активности. По данным Росстата, годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в II квартале 2017 г. заметно ускорился – до 6,3% после 2,3% кварталом ранее (рис. 1.17). Отчасти инвестиционный спрос удовлетворялся за счет импорта машин и оборудования из-за рубежа на фоне укрепления рубля. Определенный вклад в него внесли также разовые специфические факторы⁷ в отдельных отраслях, благодаря чему в II квартале возрос выпуск машиностроительной продукции отечественного производства. Кроме того, в II квартале существенно вырос объем строительных работ, в том числе благодаря реализации ряда крупных инвестиционных проектов с государственным участием (строительство

Рисунок 1.16



* II квартал 2017 г. – оценка Банка России в части компонентов использования.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

⁶ Согласно опросам «Российская промышленность в июле 2017 г.» и «Индекс промышленного оптимизма ИЭП – август 2017 г.» Лаборатории конъюнктурных опросов ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

⁷ В их числе, например, обновление парка машин скорой помощи и школьных автобусов в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации № 981-р от 23.05.2017; переход на новую контрольно-кассовую технику в соответствии с Федеральным законом от 3.07.2016 № 290-ФЗ.

моста через Керченский пролив, газопровода «Сила Сибири» и другие).

Благодаря действию указанных выше факторов динамика экономической активности в II квартале 2017 г. оказалась заметно лучше ожиданий, что внесло вклад в динамику совокупного выпуска в годовом выражении и привело к корректировке вверх оценок его годовой динамики на III квартал, а также 2017 г. в целом. Однако оценки в квартальном сопоставлении не изменились. В связи с этим взгляд Банка России на перспективную динамику экономики в целом сохранился. Отсутствие оснований для изменения предпосылок прогноза подтверждают июльские данные. В июле действие ряда факторов, поддержавших экономическую и инвестиционную активность в II квартале, приостановилось. Во-первых, уровень запасов, накопленных в ожидании роста спроса на продукцию компаний, к концу II квартала стал восприниматься ими как избыточный⁸. Это в том числе ослабило их стимулы к дальнейшему наращиванию выпуска и привело к замедлению производства непродовольственных потребительских товаров. Во-вторых, завершение ряда государственных проектов, поддержавших выпуск продукции машиностроительной отрасли, способствовало его сокращению в июле.

Под влиянием некоторого ослабления внешнего спроса на некоторые виды продукции из-за укрепления рубля снизился также объем производства в большинстве отраслей, ориентированных на экспорт (химическое, металлургическое производство). Указанные факторы в совокупности привели к уменьшению выпуска обрабатывающих отраслей, что внесло наибольший отрицательный вклад в динамику промышленного производства в июле (рис. 1.18). Негативное влияние на него оказало также снижение расхода электроэнергии на кондиционирование воздуха на фоне холодной погоды, установившейся в ряде регионов России в летние месяцы. Кроме того, с середины 2016 г. начал ослабевать потенциал импортозамещения. В производстве некоторых видов продовольствия это было связано с практически полным

Рисунок 1.18

Вклады компонентов промышленного производства (с поправкой на календарный фактор) (к соответствующему периоду предыдущего года.)



вытеснением импорта, в производстве инвестиционных товаров – постепенным исчерпанием ценовых конкурентных преимуществ, полученных в результате ослабления рубля в конце 2014 г. (подробнее – см. Приложение «Развитие процессов импортозамещения и увеличение экспорта в 2014–2017 годах»). В результате восстановление производственной активности в июле замедлилось. Годовой темп прироста промышленного производства составил 1,1% после 3,5% месяцем ранее.

На горизонте текущего года сохраняется неопределенность относительно того, насколько динамика финансовых результатов компаний будет поддерживать их инвестиционную активность. Принимая во внимание волатильность, свойственную динамике финансовых результатов внутри года, пока преждевременно делать тот или иной вывод. С учетом указанных факторов, по оценкам Банка России, годовой рост валового накопления основного капитала в III квартале 2017 г. несколько замедлится по сравнению с предыдущим кварталом – до 4–5%, в том числе в силу эффекта высокой базы прошлого года.

Уровень безработицы с коррекцией на сезонность в июле, по оценкам Банка России, был близок к естественному и составил 5,3%. Относительно быстрое восстановление экономики способствовало увеличению спроса на труд и поддерживало рост заработной платы (рис. 1.20). В этих условиях в отдельных сегментах

⁸ Согласно опросам «Российская промышленность в июле 2017 г.» и «Индекс промышленного оптимизма ИЭП – август 2017 г.» Лаборатории конъюнктурных опросов ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Врезка

О влиянии международной трудовой миграции на динамику реальной заработной платы в России

Восстановление экономической активности в России сопровождалось возобновлением роста реальной заработной платы. В случае если его темпы будут устойчиво опережать динамику производительности труда, могут сформироваться проинфляционные риски. Повышению заработной платы способствует ограниченное предложение трудовых ресурсов, обусловленное демографическими факторами. Отчасти эти ограничения может смягчить приток иностранной рабочей силы.

Интенсивность миграции оказывает сдерживающее влияние на динамику реальной заработной платы. По оценкам, наибольшей чувствительностью к международной миграции обладают реальные заработные платы в отраслях, в которых достаточно велика доля низкоквалифицированного труда, – в торговле, строительстве и сельском хозяйстве.

Поскольку информация о численности международных трудовых мигрантов в России достаточно ограничена¹, при оценке влияния трудовой миграции на стоимость рабочей силы в России использовалась информация о трансграничных переводах физических лиц в страны СНГ, граждане которых представляют собой основную часть трудовых мигрантов в Россию² (рис. 1.19).

Анализ влияния миграции на реальную заработную плату показал, что темп прироста реальной заработной платы положительно зависит от деловой активности и отрицательно – от индекса интенсивности миграции³.

Таким образом, увеличение интенсивности миграции замедляет рост реальной заработной платы, что в свою очередь уменьшает проинфляционные риски. Однако использование дешевого труда в долгосрочной перспективе снижает стимулы к поиску эффективных технологий, что может отразиться в уменьшении производительности труда.

Рисунок 1.19
Динамика реальной заработной платы и денежных переводов в страны СНГ



Источники: Росстат, Банк России.

¹ Показатель чистого миграционного прироста (сальдо прибывших в России и выбывших из России людей), публикуемый Росстатом, дает приблизительную оценку динамики международных трудовых мигрантов. Он отражает лишь изменение численности мигрантов, не выявляя масштабы уже накопленного запаса иностранной рабочей силы. Кроме того, показатель включают в себя неработающих членов семей трудовых мигрантов и не включает нелегальных мигрантов. Также Росстат предоставляет информацию о численности официально занятых иностранных работников, однако указанные данные не учитывают нелегальную занятость.

² Использовались данные как по резидентам, так и по нерезидентам (иностранному гражданину, проживающему и получающему доходы на территории Российской Федерации в течение 183 дней непрерывно в течение 12 месяцев, становится резидентом).

³ При моделировании влияния международной трудовой миграции на реальную заработную плату в России использовалась модель коррекции ошибками. Долгосрочное соотношение для реальной заработной платы оценено на основании двухшагового метода наименьших квадратов. В качестве инструментов для индекса интенсивности денежных переводов использовались темп прироста реального ВВП, индекс количества переводов физических лиц в страны СНГ, чистый миграционный прирост. По оценкам, рост индекса интенсивности трансграничных переводов на 10 п.п. приведет к снижению уровня реальных заработных плат на 0,9 п.п. в долгосрочной перспективе и на 0,18 п.п. – в краткосрочной перспективе.

рынка труда продолжили проявляться признаки дефицита квалифицированных кадров. Это способствовало повышению заработной платы, однако его масштаб был в целом относительно небольшим и не реализовался в увеличении проинфляционного давления. В дальнейшем рост заработной платы будет поддерживать реа-

лизация планов Правительства Российской Федерации по индексации оплаты труда в рамках «майских указов» в 2017–2018 гг., а также проведение индексации на 4% оплаты труда других работников бюджетной сферы в 2018–2020 годах. При этом, по оценкам Банка России, данные меры в сочетании с планомерным следо-

ванием Правительства Российской Федерации стратегии фискальной консолидации и применением бюджетных правил не приведут к увеличению проинфляционного давления в экономике. Фактором, сдерживающим рост заработной платы, останется также достаточно высокая интенсивность трудовой миграции в Россию (подробнее – см. врезку «О влиянии международной трудовой миграции на динамику реальной заработной платы в России»).

Уверенный рост заработной платы отчасти компенсировал сокращение других доходов в мае-июле, в результате чего реальные располагаемые доходы населения с коррекцией на сезонность в этот период существенно не изменились. В этих условиях потребительская активность продолжила постепенно восстанавливаться (рис. 1.21). Годовой прирост оборота розничной торговли в среднем за май-июль составил около 1% и обеспечивался во многом за счет повышения спроса населения на товары длительного пользования. Сопровождающее этот процесс плавное снижение нормы сбережения, а также рост потребления товаров длительного пользования и оживление потребительского кредитования⁹ свидетельствуют о постепенном переходе населения от сберегательной модели поведения к модели, предполагающей более активное расширение потребления в ответ на изменение дохода и условий кредитования. Однако этот процесс, по оценкам Банка России, является естественным следствием происходящего оживления экономической активности, не опережает его и потому не создает дополнительного проинфляционного давления в экономике. Этому способствуют факторы как со стороны банковского сектора, так и со стороны реального сектора. Со стороны банковского сектора скорость смены модели потребления ограничивает сохранение высоких требований к заемщикам и других неценовых условий, определяющих в целом консервативный подход банков к наращиванию объемов кредитования. Кроме того, умеренно жесткие денежно-кредитные условия, формирующиеся под влиянием политики Банка России, способствуют сохранению стимулов к сбережениям

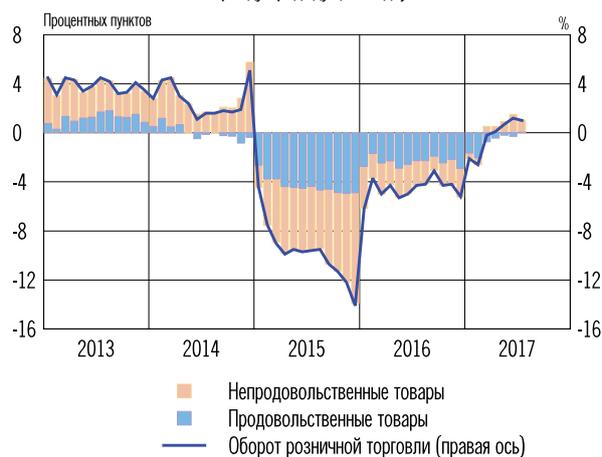
⁹ Подробнее – см. врезку «О сберегательной и потребительской моделях поведения населения».

Рисунок 1.20
Заработная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении
(с исключением сезонного фактора, 2014 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.21
Структура прироста оборота розничной торговли
(вклад в темп прироста, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

и в целом относительно высокого уровня нормы сбережения в экономике. Со стороны реального сектора действуют как факторы спроса, так и факторы предложения. Во-первых, оживление потребительской активности ограничивает медленное и неустойчивое по месяцам восстановление реальных доходов населения. Во-вторых, восстановление производственной активности, по оценкам, существенно опережает по темпам восстановление спроса. С учетом указанных факторов на горизонте 2017 г. оживление потребительской активности продолжится и по-прежнему будет иметь умеренный характер. По оценкам Банка России, годовой темп прироста расходов домашних хозяйств

на конечное потребление в III квартале 2017 г. сложится в диапазоне 3–4%, что соответствует оценкам, приведенным в июльском информационно-аналитическом комментарии по экономике¹⁰.

С учетом поступивших данных о динамике ВВП в II квартале, а также факторов, ограничивающих рост совокупного спроса в ближайшей перспективе, годовой темп прироста ВВП в III квартале 2017 г., по оценкам Банка России, составит 1,7–2,2%, что несколько выше, чем в предыдущем Докладе (0,9–1,3%). Помимо дальнейшего оживления инвестиционной активности, сопровождаемого восстановлением производства, росту экономики будет способствовать постепенное увеличение потребительского спроса. Поддержку ему, по оценкам, окажет дальнейшее улучшение динамики заработной платы и в целом доходов населения, а также постепенное смягчение условий кредитования. При этом проводимая Правительством Российской Федерации политика фискальной консолидации продолжит способствовать поддержанию устойчивости государственных финансов, не препятствуя дальнейшему оживлению экономической активности в России.

Инфляция

На фоне значимого восстановления экономической активности инфляция в июне-августе находилась вблизи 4%. Временное повышение годового темпа прироста цен с 4,1% в мае до 4,4% в июне произошло преимущественно за счет ускоренного удорожания отдельных видов плодоовощной продукции, а также эффекта низкой базы 2016 г., что учитывалось Банком России при подготовке прогноза развития макроэкономической ситуации в июне 2017 г. и было отмечено в числе возможных рисков для инфляции в июньском Докладе, а также пресс-релизах по денежно-кредитной политике и комментариях по инфляции.

¹⁰ С учетом наблюдаемого более быстрого, чем предполагалось ранее, оживления потребительской активности Банк России в июльском выпуске информационно-аналитического комментария по экономике повысил оценку роста расходов домохозяйств на конечное потребление в III квартале 2017 г. с 0,6–1,1% до 3–4% в годовом выражении.

Уже в июле замедление инфляции возобновилось. В августе годовая инфляция снизилась до 3,3%. Этому способствовала значительная коррекция вниз цен на плодоовощную продукцию (рис.1.24, 1.25).

Основным фактором понижательной динамики цен на овощи и фрукты стало начавшееся поступление на рынок нового урожая в больших, чем ожидалось, объемах. При этом снижение цен на основные виды овощной продукции, в том числе входящие в «борцевой набор», наблюдалось во всех федеральных округах. Согласно данным опросов, проводимых Банком России в регионах, на динамике цен отразились не только фактические поступления на рынок относительно дешевой продукции отечественного производства, но и улучшение ожиданий производителей сельскохозяйственной продукции в связи с наблюдаемым повышением урожайности по широкому кругу культур (зерновые, зернобобовые, картофель) (подробнее – см. врезку «Риски в сельском хозяйстве и их влияние на инфляцию»).

В результате в августе плодоовощная продукция подешевела на 0,9% по сравнению с предыдущим годом (в июне она, напротив, подорожала на 11,6%).

Инфляционные ожидания отреагировали повышением на июньский всплеск инфляции плодоовощной продукции, что свидетельствует о сохранении их высокой чувствительности к шокам в экономике и на отдельных рынках (табл. 1.1). Однако в дальнейшем по мере удешевления плодоовощной продукции снижение инфляционных ожиданий возобновилось. В целом за июнь – первую половину августа инфляционные ожидания снизились. Их снижение продолжило вносить вклад в замедление инфляции.

На фоне снижения волатильности инфляции в целом заметно возрос вклад в нее колебаний цен на продовольствие. Их размах в значительной степени зависит от действия немонетарных факторов. К ним относятся погодные условия сельскохозяйственного производства, наличие мощностей для хранения и переработки аграрной продукции и другое. Вместе с тем меры государственной поддержки могут способствовать повышению эффективности в сельском хозяйстве, уменьшению уязвимости урожая

Врезка

Риски в сельском хозяйстве и их влияние на инфляцию

В 2017 г. из-за неблагоприятных погодных условий сместились сроки уборочной кампании, но темпы отставания сокращаются, предложение сезонной продукции растет. Прогноз урожая основных сельскохозяйственных культур способствует ожиданиям дальнейшего замедления продовольственной инфляции в текущем году (рис. 1.22, 1.23). По картофелю и корнеплодам весной 2018 г. возможно повторение ситуации весны 2017 г., то есть ухудшение качества собранного урожая в случае, если в регионах – основных производителях ухудшится качество урожая. Однако окончательную оценку рисков для продовольственной инфляции, связанных со сбором и качеством урожая основных сельскохозяйственных культур, можно будет сделать только к концу текущего года, в том числе с учетом статистики по хозяйствам населения.

На текущий момент риски для продовольственной инфляции со стороны зерновых и зернобобовых культур как в краткосрочной, так и среднесрочной перспективе в целом отсутствуют. Урожай зерновых и зернобобовых культур уже превысил уровень соответствующего периода прошлого года в целом по Центральному, Южному, Северо-Кавказскому, Дальневосточному федеральным округам. В остальных округах объем валового сбора пока ниже уровня прошлого года, но при этом отмечается рост урожайности. Рост урожайности характерен для большинства российских регионов. Переходящие остатки урожая 2016 г. также снижают риски роста цен на зерновые культуры.

К 25.08.2017 темпы уборки этих культур приблизились к уровню 2016 г.: отставание по площади уборки составило 20%, по валовому сбору (за счет повышения урожайности) – менее 1%. Валовой сбор достиг 84,4 млн т, урожайность составила 37,1 ц/га, что на 24% выше уровня 2016 года.

Большинство экспертов считают, что в 2017 г. валовой сбор зерновых и зернобобовых культур возрастет, более осторожный прогноз – у Минсельхоза России (сбор в объеме 105–110 млн т). Аналитическое агентство «Прозерно» прогнозирует сбор в объеме до 130 млн т; аналитический центр «Совэкон» – более 125 млн т; Институт конъюнктуры аграрного рынка – до 124–127 млн т; Российский зерновой союз – 120 млн тонн.

По оценкам¹, риски ускорения продовольственной инфляции из-за динамики цен на овощи, в том числе на картофель, в текущем году не наблюдаются (в случае отсутствия природных аномалий в период массовой уборки и сохранения приемлемого качества урожая). Валовой сбор овощей сократился из-за сдвига вегетационного периода под влиянием неблагоприятных погодных условий во всех федеральных округах. Снижение урожайности пока фиксируется только в трех округах (Северо-Кавказском, Приволжском, Дальневосточном), в остальных² – рост урожайности.

На 25.08.2017 в целом по Российской Федерации собрано овощей на 27,4% меньше при снижении урожайности на 4,7%.

Прогнозы министерств сельского хозяйства регионов – основных производителей, в которых сосредоточено более 1/3 производства овощей³, также не позволяют говорить о существенных рисках снижения урожая. Возможные негативные факторы компенсируются ростом производства тепличных овощей⁴, расширением орошаемых площадей овощей открытого грунта и развитием селекции и семеноводства.

Общая площадь теплиц в Российской Федерации составляет примерно 2,3 тыс. га. Доля тепличных овощей в общем производстве возросла с 4% в 2011 г. до 9,6% в 2016 году. На 21.08.2017 сбор тепличных ово-

¹ Оценки могут быть скорректированы по итогам завершения сбора урожая в сельскохозяйственных организациях и появления статистических данных по уборке в хозяйствах населения, на долю которых приходится основной объем (в среднем 70%) валового сбора данных видов продукции.

² На их долю приходилось более 60% валового сбора по Российской Федерации в 2016 году.

³ Республика Дагестан, Московская, Воронежская, Волгоградская, Астраханская, Ростовская области, Краснодарский край.

⁴ Производство тепличных овощей менее подвержено погодным рискам и позволяет получить более высокую урожайность. Однако в периоды отсутствия сезонной продукции в условиях недостаточной обеспеченности теплицами увеличение доли овощей защищенного грунта в общем объеме производства может влиять на динамику цен (в сторону повышения), поскольку тепличные овощи – более затратная продукция с точки зрения себестоимости. По оценкам Минсельхоза России, для достаточной самообеспеченности овощами в дополнение к имеющимся площадям необходимо построить еще 1,5 тыс. га теплиц.

щей возрос на 24,2%, и сохраняется тенденция к его увеличению в условиях продолжающегося расширения теплиц.

Валовой сбор картофеля, в случае отсутствия природных аномалий, оценивается на уровне предыдущего года, так как в округах, на которые приходится более 70% сбора по стране (Центральный, Приволжский, Сибирский), уборка только вступает в активную фазу⁵.

На 25.08.2017 урожай картофеля оказался на 38% меньше, чем на 25.08.2016, из-за смещения вегетативного периода.

Сохраняется риск ухудшения качества, обусловленный погодными условиями и переувлажнением почвы⁶. Данный факт отмечается в девяти регионах, на долю которых приходится около 16% валового сбора⁷. По-прежнему в южных регионах России (11,6% сбора по Российской Федерации) преобладает картофель, который не закладывается на длительное хранение⁸.

В среднесрочной перспективе возможный дефицит картофеля старого урожая может являться фактором ускорения роста цен весной следующего года (аналогичная ситуация возможна и по овощам «борщевого набора»).

Большинство территориальных учреждений Банка России (61,4%)⁹ считают, что сбор урожая замедлит продовольственную инфляцию в ближайшие три месяца (27,3% – не повлияет, 11,3% – ускорит). Основные риски: погодные условия и смещение сроков сбора урожая (отставание вегетативного развития растений)¹⁰. 25% территориальных учреждений Банка России отмечают отсутствие рисков для урожая в период уборки 2017 года.

Рисунок 1.22

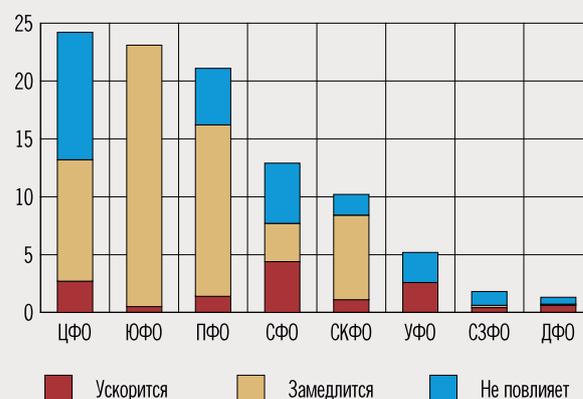
Риски сбора урожая в Российской Федерации (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.23

Ожидания регионов по влиянию сбора урожая на изменение продовольственной инфляции в ближайшие три месяца (%)



Источник: Банк России.

⁵ Большинство регионов-лидеров, на долю которых приходится более 1/3 сбора картофеля, ожидают урожай на аналогичном уровне или немного выше, чем в прошлом году.

⁶ По оценкам экспертов, картофель, собранный из переувлажненной почвы, может храниться не более трех месяцев, поэтому его реализация осуществляется сразу после уборки урожая по более низким ценам.

⁷ Архангельская, Ленинградская и Новгородская области, республики Марий Эл и Татарстан, Удмуртская Республика, Кировская, Нижегородская и Тюменская области.

⁸ Данная проблема актуальна в течение последних 10 лет и объясняется присутствием в Южном и Северо-Кавказском федеральных округах карантинного вредителя – картофельной моли.

⁹ 25% территориальных учреждений Банка России отмечают отсутствие рисков для урожая в период уборки 2017 года.

¹⁰ Данная статистика рассчитана в соответствии с вкладом каждого из регионов в валовой сбор сельскохозяйственной продукции.

к неблагоприятным факторам и в результате – снижению вклада волатильных компонент потребительской корзины в инфляцию в целом (подробнее – см. врезку «Волатильность динамики цен на плодоовощную продукцию и инфляция в 2017 году»).

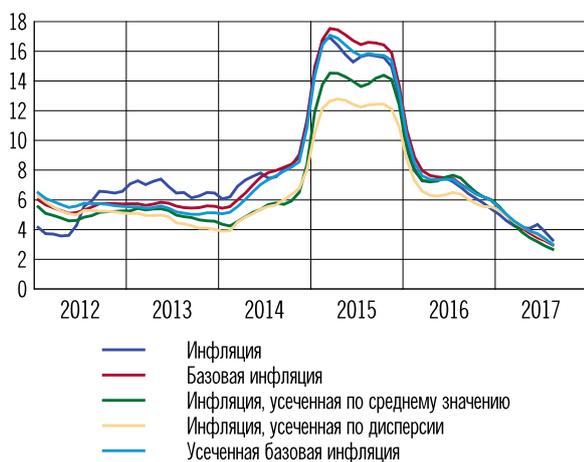
Помимо снижения цен на плодоовощную продукцию значимый вклад в динамику инфляции в августе внесла динамика цен на непродовольственные товары. В летние месяцы продолжилось снижение годовых темпов прироста цен на непродовольственные товары, наблюдаемое с середины 2016 года. В августе годо-

вая инфляция непродовольственных товаров составила 3,4%. Постепенное оживление потребительской активности сопровождалось восстановлением выпуска в промышленности и потому не препятствовало понижающей динамике цен на непродовольственные товары.

Рост цен сдерживало также укрепление рубля в 2017 году. Эпизоды его ослабления в мае-июле оказали влияние лишь на наиболее чувствительные к курсовым колебаниям компоненты потребительской корзины (плодоовощная продукция, отдельные виды услуг). Годовой прирост цен на услуги в августе стабилизиро-

Рисунок 1.24

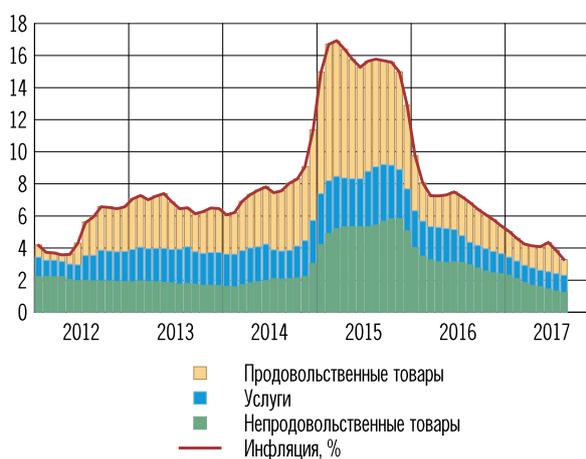
Динамика цен на потребительские товары и услуги (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.25

Инфляция и ее компоненты (в процентных пунктах к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Врезка

Волатильность динамики цен на плодоовощную продукцию и инфляция в 2017 году

На протяжении 2016 – первой половины 2017 г. инфляция заметно замедлилась, что сопровождалось сокращением размаха ее колебаний¹. Снизилась амплитуда колебаний цен на основные группы товаров и услуг, включая те из них, которые в последние годы вносили заметный вклад в волатильность инфляции (мясопродукты, жилищно-коммунальные услуги, легковые автомобили).

Однако волатильность динамики цен на плодоовощную продукцию после снижения в 2016 г. в первые семь месяцев 2017 г. вновь возросла (рис. 1.26). В результате волатильность динамики цен на фрукты и овощи² обеспечила, по оценке, около 40% волатильности инфляции в целом (рис. 1.27) при удельном весе рассматриваемой группы продуктов питания в потребительской корзине на уровне 3,9%.

Высокая ценовая волатильность характерна для большинства видов овощей и фруктов. Основной вклад в колебания инфляции вносят позиции с наибольшим весом в потребительских расходах – картофель, огур-

¹ О связи между инфляцией и волатильностью см., например: Ball L. *Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?* (1990). NBER Working Paper No. 3224. <http://www.nber.org/papers/w3224>. Kim D.H., Lin S.C. (2012) *Inflation and Inflation Volatility Revisited*. *International Finance*. Vol. 15. Issue 3. P. 327–345.

² Выборочное стандартное отклонение соответствующего ценового индекса с исключением сезонности.

Рисунок 1.26

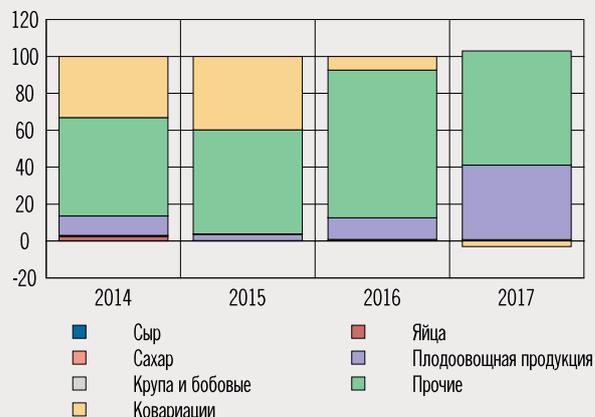
Волатильность* инфляции (без плодоовощной продукции) и цен на плодоовощную продукцию (процентных пунктов)



* Стандартное отклонение, рассчитанное по скользящей годовой выборке с исключением сезонности.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.27

Структура дисперсии инфляции* (%)



* Дисперсия оценена по сезонно сглаженным данным за 12 месяцев, по июль соответствующего года.
Источник: Банк России.

цы, помидоры, яблоки, апельсины и бананы³. В текущем году увеличился размах колебаний цен на картофель и апельсины при сокращении амплитуды изменений цен на остальные указанные позиции. Если динамика цен на апельсины определялась конъюнктурой мирового рынка и курсовой динамикой, то в части цен на картофель доминировали внутренние причины немонетарного характера. Спрос на картофель в стране практически полностью обеспечивается отечественным производством открытого грунта, имеющим резко выраженный сезонный характер. Его влияние на цены усиливается слабым распространением высокотехнологичных способов хранения (особенно в хозяйствах населения, в которых выращивается порядка 80% картофеля), что обуславливает в целом плохую сохранность урожая (с точки зрения сроков и потерь), ее зависимость от погодных условий в период уборки. Не позволяет сгладить сезонные эффекты и недостаточное развитие промышленной переработки картофеля (на чипсы, заморозка, сушка и тому подобное).

Усиление волатильности динамики цен на картофель в первой половине 2017 г. стало результатом, с одной стороны, хорошего урожая и, с другой стороны, его невысокого качества. Так, в 2016 г. урожай картофеля на 7,8% превысил средний показатель за 10 лет (хотя и оказался меньше, чем в 2015 г.). Однако неблагоприятные погодные условия в период его уборки обусловили снижение его качества и, как следствие, рост потерь и сокращение сроков хранения. Результатом стала ускоренная продажа запасов. Кроме того, на картофель пониженного качества ретейлеры устанавливали минимальную цену. В результате до конца 2016 г. он стоил меньше, чем годом ранее; в январе-феврале 2017 г. годовой рост цен был умеренным. Начиная с марта исчерпание товарных запасов отечественной продукции обусловило быстрое повышение доли импорта в рознице. Одновременно сокращение запасов картофеля для личных нужд в хозяйствах населения могло сказаться на повышении спроса на товарный картофель. Следствием стало резкое ускорение прироста цен, годовые темпы которого в мае достигли 66,2%, а вклад в годовую инфляцию – 0,3 процентного пункта. Поздний сев сдвинул сроки уборки, и сезонное снижение цен началось лишь в июле. При этом удешевление было более масштабным, чем обычно в этом месяце: с исключением сезонности оно оценивается в 19,6%. Годовые темпы прироста цен упали до 23,9%, вклад в инфляцию – до 0,1 процентного пункта.

Схожие факторы немонетарного характера обуславливают широкий размах колебаний цен на другие овощи. Высокая волатильность цен на плодоовощную продукцию, усиливающая колебания инфляции, негативно влияет на настроения населения, снижает предсказуемость будущей ценовой динамики и затрудняет закрепление инфляционных ожиданий на низких уровнях. Выравниванию ценовой динамики будет способствовать дальнейшее развитие систем хранилищ, промышленной переработки, тепличных хозяйств.

³ При расчете ИПЦ в 2017 г. их доля составляет от 0,314 до 0,539%.

вался на уровне 4,1%. Масштабы индексации тарифов на коммунальные услуги соответствовали ожиданиям. При этом в летние месяцы несколько увеличилось число услуг с темпами прироста цен, близкими к 4%.

Средние темпы роста цен за скользящий год продолжили снижаться, свидетельствуя об устойчивом уменьшении проинфляционного давления в экономике. В августе среднегодовая инфляция составила 4,8% (в мае – 5,6%). Сохранилась тенденция к замедлению цен на товары и услуги, за исключением регулируемых и наиболее волатильных позиций (в том числе на плодоовощную продукцию), что указывает на ослабление краткосрочных проинфляционных рисков. В результате годовая базовая инфляция в августе составила 3,6% (в мае – 3,8%). Другие показатели инфляции, отражающие динамику цен с исключением наиболее волатильных компонент потребительской корзины («усеченные» показатели¹¹), также снизились.

Вместе с тем ряд рисков (превышение инфляцией 4% и ее формирование ниже этого уровня) сохраняются. При этом среднесрочные риски превышения инфляцией цели преобладают над рисками устойчивого отклонения инфляции вниз. К основным среднесрочным рискам относятся следующие.

Во-первых, динамика цен на мировых сырьевых рынках отражается на изменении цен производителей в добывающих производствах. В настоящее время она не несет существенных рисков. Однако в дальнейшем возможное ускорение роста цен производителей, а также повышение их волатильности могут создать риски для потребительских цен в России.

Во-вторых, динамика инфляционных ожиданий чутко реагирует на проинфляционные фак-

торы, даже краткосрочного характера. Существенное повышение продовольственных цен или ухудшение внешних условий, даже эпизодическое, может временно прервать тенденцию к снижению инфляционных ожиданий. Это подтверждается, в частности, произошедшим в июне повышением инфляционных ожиданий на фоне всплеска продовольственной инфляции. Для закрепления инфляционных ожиданий и постепенного приближения их к фактическому уровню инфляции в экономике может потребоваться длительное время. В этой связи особую важность приобретает укрепление уверенности домохозяйств и бизнеса в том, что под влиянием последовательной политики Банка России инфляция будет находиться на низких уровнях в среднесрочной перспективе. Для этого в том числе необходимо проведение активной информационной политики.

В-третьих, дальнейшее восстановление экономической активности и улучшение потребительских настроений населения могут создать стимулы для ускорения перехода от сберегательной модели поведения к модели, предполагающей более активное расширение потребления в ответ на изменение дохода и условий кредитования. Резкое и заметное по масштабам снижение нормы сбережения может стать источником проинфляционных рисков. Кроме того, наличие структурных диспропорций на рынке труда, которое может усилиться по мере дальнейшего роста экономики, также может приводить к росту заработной платы, опережающему увеличению производительности труда и несущему проинфляционные риски.

С учетом совокупности указанных факторов, принимая во внимание сохранение инфляции вблизи 4%, продолжающееся снижение инфляционных ожиданий и рост экономики, Совет директоров Банка России 15 сентября 2017 г. принял решение снизить ключевую ставку на 50 б.п., до 8,50% годовых. На горизонте ближайших двух кварталов Банк России допускает возможность снижения ключевой ставки. Принимая решение по ключевой ставке, Банк России будет исходить из оценки рисков существенного и устойчивого отклонения инфляции от цели, а также динамики потребительских цен и экономической активности относительно прогноза.

¹¹ «Инфляция, усеченная по среднему значению» – ряд инфляции, «усеченный» в каждой точке на 8 позиций потребительской корзины, имеющих наибольшее значение, и на 8 позиций, имеющих наименьшее значение.

«Инфляция, усеченная по дисперсии» – ряд инфляции, «усеченный» в каждой точке на 10 позиций потребительской корзины, имеющих наибольшее значение стандартного отклонения, рассчитанного по данным за последние 3 месяца.

«Усеченная базовая инфляция» – инфляция без цен на плодоовощную продукцию, масло и жиры, сахар, алкогольную продукцию, бензин, услуги пассажирского транспорта, жилищно-коммунальные услуги.

Таблица 1

Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий (абсолютные), %	2014				2015				2016				2017								
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	
Инфляционные ожидания (абсолютные), %																						
Население																						
	следующие 12 месяцев	11,8	11,7	12,5	15,5	15,7	15,0	16,0	16,4	14,7	14,2	14,2	14,2	12,4	11,5	12,9	11,2	11,0	10,3	10,7	10,3	9,5
	ФОМ (расчеты Банка России)	8,1	9,0	9,6	14,4	13,8	12,2	14,5	12,8	7,4	6,7	6,7	5,9	5,1	4,6	4,4	4,0	3,7	4,0	4,1	4,0	3,7
Профессиональные аналитики																						
	Bloomberg										4,7	5,2	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,1	4,0	4,2	4,0	4,0
	Интерфакс								5,7	5,5	4,9	4,7	4,4	4,2	4,2	4,1	4,1	4,0	3,9	4,1	4,1	4,1
	Рейтер										5,1	4,6	4,1	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,1	4,0	4,0
Финансовые рынки																						
	ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)							6,4	5,8	5,4	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5	4,3	4,1	4,3	4,5	4,4
	Рынок облигаций	6,9	7,0	7,7	8,3	10,6	15,0	14,1	14,2	12,0	6,9	7,2	6,6	-	-	-	5,5	-	-	4,7	-	-
	Рынок МБК	6,7	7,5	8,2	10,2	14,8	17,1	15,0	13,3	9,9	5,3	5,4	5,6	-	-	-	4,5	-	-	3,6	-	-
Инфляционные ожидания (баланс ответов*)																						
Население																						
	ФОМ	84	85	84	83	76	72	80	83	84	78	82	80	80	80	83	79	80	80	80	82	79
	ФОМ	79	82	76	77	68	60	71	78	72	68	70	76	72	72	72	68	71	66	68	73	67
Предприятия																						
	РЭБ	26	26	32	70	32	20	28	48	14	38	36	46	42	20	22	14	26	20	-	-	-
	Розничные цены (Росстат)	42	41	41	43	31	28	30	29	32	29	28	27	-	-	-	-	-	24	-	-	-
	Тарифы (Росстат)	6	5	2	5	7	6	2	2	5	5	0	0	-	-	4	-	-	3	-	-	-

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

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

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

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Экономическая ситуация в России в июне – первой половине сентября не привела к принципиальному изменению видения Банка России на среднесрочную перспективу. Основным фактором некоторой корректировки параметров макроэкономического прогноза на 2017 г. по сравнению с июньским Докладом стала оценка Росстатом экономической динамики в России в II квартале текущего года, которая превысила ожидания. В результате годовые темпы роста экономики в целом, а также отдельных компонент совокупного спроса в 2017 г. были несколько скорректированы вверх в рамках всех трех сценариев Банка России – базового, сценария с ростом цен на нефть и рискового. При этом прогноз на 2018–2019 гг. не претерпел существенных изменений.

Базовый сценарий опирается на консервативные предпосылки в части внешних и внутренних экономических условий. Он служит основным при принятии решений по ключевой ставке и описывает развитие экономической ситуации, наиболее вероятное с учетом последней информации, доступной при подготовке прогноза Банком России. В сценарии с ростом цен на нефть и рисковом сценариях рассматриваются альтернативные варианты развития событий при различных комбинациях предпосылок прогноза – как внешних, так и внутренних.

Базовый сценарий

Ситуация на нефтяном рынке в июне – первой половине сентября складывалась в целом в рамках ожиданий Банка России, на которых строился июньский Доклад, и не привела к существенной корректировке предпосылок об уровне цен на нефть в среднесрочной перспективе. Как и в июньском выпуске Доклада, предполагается сохранение цен на нефть вблизи текущих значений (около \$50 за баррель) до конца I квартала 2018 года. По-прежнему одним из важнейших факторов неопределенности

на прогнозном горизонте остается перспектива продления соглашения об ограничении добычи после марта 2018 года. Она будет зависеть от соотношения мирового спроса и предложения на рынке энергоносителей, которое, в свою очередь, формируется рядом ключевых факторов. Основным фактором со стороны предложения – усиление конкуренции на рынке энергоносителей. Дальнейшее устойчивое расширение добычи на сланцевых месторождениях в США может создать конкуренцию для традиционных сортов нефти и оказать заметное понижающее давление на их цены. Усилить конкуренцию может также восстановление экспорта из Ливии и Нигерии после его длительного снижения в связи с военными конфликтами в этих странах. При прочих равных это уменьшит положительный эффект от исполнения обязательств в рамках соглашения и снизит стимулы его участников. Важным фактором риска со стороны спроса, как уже отмечалось в предыдущем разделе Доклада, является замедление роста потребления нефти в Китае, связанное с неопределенностью относительно динамики его экономики на прогнозном горизонте. Не исключено, что это будет способствовать формированию избыточного предложения на рынке нефти, поддерживая стимулы к дальнейшему сокращению запасов в условиях действия соглашения.

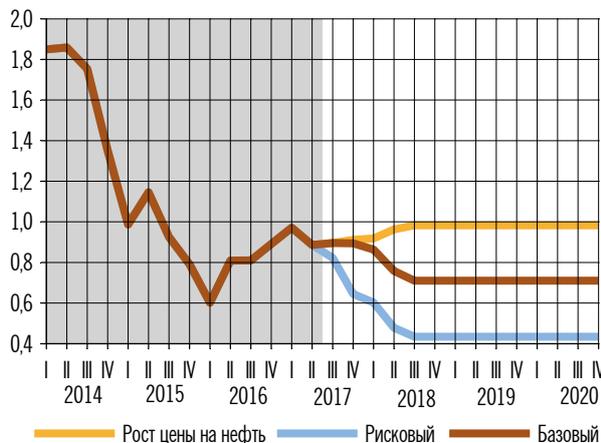
Учитывая данные факторы, а также следуя консервативному подходу к оценке внешних условий на прогнозном горизонте, Банк России предполагает снижение цен на нефть до уровня около \$40 за баррель в течение II квартала 2018 г. и их сохранение на данном уровне¹ на горизонте 2019–2020 гг. (рис. 2.1, табл. 2.1).

В части глобального спроса сохраняется предпосылка о его дальнейшем восстановлении. С учетом некоторого ускорения динамики крупнейших экономик в II квартале на 2017 г. Банк России несколько улучшил оценку агреги-

¹ В реальном выражении, то есть в ценах 2017 года.

Рисунок 2.1

Условия торговли



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

рованного годового роста стран – торговых партнеров России по сравнению с июньским Докладом – с уровня около 2% до уровня 2,2–2,4%. В среднесрочной перспективе рост торговых партнеров продолжится, однако, по оценкам, не будет сопровождаться значительным проинфляционным давлением и не создаст дополнительных рисков для инфляции в России. Ограничивать внешнее проинфляционное давление будет в том числе политика крупнейших мировых центральных банков по поддержанию инфляции около целевых значений.

Риторика ЕЦБ в отношении изменения денежно-кредитной политики на ближайшее будущее не изменилась, однако тенденции в динамике экономики и инфляции создают предпосылки для ее нормализации в среднесрочной перспективе. С учетом продления действия программы количественного смягчения до конца 2017 г., а также ряда других факторов, упомянутых при описании текущих внешних условий в разделе 1, характер нормализации, наиболее вероятно, будет постепенным. В США, согласно заявлениям представителей ФРС, до конца 2017 г. ожидается еще одно, третье за год повышение базовой ставки. В среднесрочной перспективе предполагается также постепенное сокращение баланса ФРС США. Указанные меры могут оказать повышательное давление на доходности казначейских облигаций и привести к сужению их спреда к ценным бумагам развивающихся стран и СФР. Это, в свою очередь, создает предпосылки для

уменьшения привлекательности вложений в активы СФР, снижения притока капитала в них и повышения премии за риск. Однако с учетом постепенного характера корректировки политики ФРС США данный эффект будет относительно небольшим.

Как и в июньском Докладе, Банк России ожидает сохранение CDS вблизи текущих уровней (около 150 б.п.) до конца 2017 г., а также ее временное повышение в 2018 г. на фоне снижения цен на нефть. В дальнейшем, по мере стабилизации ситуации на сырьевых рынках, CDS вернется обратно к текущим уровням и останется там на прогнозном горизонте.

В условиях снижения цен на энергоносители и поступлений от внешнеэкономической деятельности в 2018 г. несколько уменьшатся возможности для наращивания иностранных активов и снизится сальдо финансового счета по частному сектору. Факторами его сокращения будут также снижение объема выплат компаний по внешнему долгу и постепенное усиление инвестиционной привлекательности России на фоне ее экономического роста (подробнее – см. табл. 2.1, приложение «Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы»). На среднесрочном горизонте сальдо финансового счета по частному сектору стабилизируется на уровне около -\$10 млрд (табл. 2.2). Приток зарубежных инвестиций в Россию будет частично компенсировать расширение спроса российских компаний на иностранные активы.

Внутренние финансовые условия в российской экономике продолжат формироваться под влиянием денежно-кредитной политики Банка России, направленной на поддержание ценовой стабильности, не создавая препятствий для устойчивого роста экономики. С учетом совокупности указанных факторов, принимая во внимание сохранение инфляции вблизи 4%, продолжающееся снижение инфляционных ожиданий и рост экономики, Совет директоров Банка России 15 сентября 2017 г. принял решение снизить ключевую ставку на 50 б.п., до 8,50% годовых. На горизонте ближайших двух кварталов Банк России допускает возможность снижения ключевой ставки. Принимая решение по ключевой ставке, Банк России будет исходить из оценки рисков существенного и устойчивого отклонения инфляции от цели,

а также динамики потребительских цен и экономической активности относительно прогноза. В дальнейшем целью денежно-кредитной политики будет закрепление инфляции около 4%, а также тонкая настройка ожиданий различных участников экономики – как профессиональных аналитиков, так и бизнеса и населения. При этом ключевым аспектом в работе с ожиданиями является не только поддержание тенденции к их снижению, но и уменьшение их чувствительности к колебаниям на отдельных рынках, а также в экономике в целом. Улучшение динамики инфляционных ожиданий создаст условия для смягчения денежно-кредитной политики. Однако до закрепления инфляционных ожиданий на уровне, способствующем сохранению инфляции около 4%, политика Банка России останется умеренно жесткой.

По мере уменьшения жесткости денежно-кредитной политики номинальные ставки по кредитам и депозитам в экономике будут снижаться вслед за ключевой ставкой Банка России и ожиданиями ее дальнейшего изменения. С одной стороны, это уменьшит стоимость заимствований и создаст возможности для расширения кредитования. С другой стороны, снижение процентных ставок и, соответственно, альтернативной стоимости потребления, может несколько уменьшить стимулы к сбережениям. Эти два фактора в совокупности будут способствовать дальнейшему появлению стимулов к переходу населения от сберегательной к потребительской модели поведения, признаки которого уже наметились в первом полугодии 2017 г. (см. раздел 1). Однако этот процесс, как ожидается, будет плавным и не создаст дополнительного проинфляционного давления в экономике. Скорость перехода к потребительской модели продолжат ограничивать постепенный характер смягчения денежно-кредитной политики, с одной стороны, и сохранение в целом консервативного взгляда на будущее как кредиторов, так и заемщиков, с другой стороны. Консервативный подход будет проявляться в сохранении в целом относительно высоких требований банков к надежности клиентов и их тщательном отношении к оценке рисков. В случае появления предпосылок к накоплению дисбалансов на отдельных сегментах рынка Банк России будет нивелировать их мерами

макропруденциальной политики. Этот комплекс факторов будет способствовать постепенному и в целом достаточно сдержанному восстановлению кредитной активности, не создающему проинфляционных рисков. Согласно базовому прогнозу Банка России, темп прироста кредита экономике со стороны банковского сектора в 2017 г. составит 3–5%², что несколько ниже прогноза, опубликованного в предыдущем Докладе. В дальнейшем на фоне постепенного восстановления реальных доходов ожидается расширение кредитной активности годовым темпом 5–7% в 2018 г. и 7–10% в 2019–2020 гг., что соответствует прогнозу, опубликованному в июньском Докладе.

Рост кредита экономике, по оценкам, будет вносить основной положительный вклад в рост денежной массы в национальном определении. Ее увеличению также продолжит способствовать динамика чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы в связи с финансированием дефицита бюджета. Однако вклад этого компонента будет постепенно ослабевать по мере дальнейшего следования Правительства Российской Федерации стратегии фискальной консолидации, направленной на постепенное сокращение дефицита бюджета в среднесрочной перспективе (подробнее – см. врезку «Бюджетная политика»). В результате, по оценкам Банка России, денежная масса на прогнозном горизонте будет расти годовым темпом 8–12%, постепенно приближаясь к темпам прироста кредита экономике в среднесрочной перспективе. Увеличение денежной массы будет соответствовать по темпам приросту ВВП с учетом постепенного повышения уровня монетизации³ экономики, что является нормальным, согласно опыту других стран.

² Приведенные здесь и далее оценки темпа прироста кредита экономике представляют собой оценки темпов прироста требований банковского сектора к организациям и населению, что несколько шире, чем кредитный портфель банков, поскольку включает также облигации, векселя, акции, требования, связанные с проведением банковских расчетов, и так далее.

³ С 2000 г. монетизация российской экономики росла в среднем на 2,5 п.п. в год, что сопоставимо с аналогичным показателем других восточноевропейских стран. По состоянию на начало 2017 г. уровень монетизации в России, по оценкам, составил около 59%.

Бюджетная политика

В июле 2017 г. Минфин России опубликовал проект Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов (далее – ОНБП), в котором учтено и регламентировано применение «бюджетного правила» с 2018 года.

В проект «бюджетного правила» были внесены два важных уточнения:

- планируемый объем заимствований может быть уменьшен (увеличен) вследствие превышения (снижения) фактически полученных нефтяных доходов по сравнению с прогнозируемыми (такое изменение может произойти в результате корректировки прогноза макропараметров);
- отклонения дефицита бюджета, не связанные с изменением цен на нефть, будут балансироваться исключительно корректировкой программы заимствований, а не параметров использования средств суверенных фондов. Таким образом, объем операций Минфина России по покупке/продаже валюты будет определяться исключительно динамикой цен на нефть. Применение с 2018 г. «бюджетного правила» позволит сохранить устойчивую траекторию госдолга. Ежегодный прирост федерального долга будет ограничен объемом процентных расходов (0,8–1,0% ВВП), уровень которых ниже темпов роста номинального ВВП в 2017–2020 гг., обозначенных в ОНБП.

В рамках внедрения «бюджетного правила» с 2018 г. планируется объединение суверенных фондов в единый фонд. Привязка расходов федерального бюджета к параметрам доходов снижает неопределенность относительно ключевого параметра бюджета – дефицита, величина которого при различных макропараметрах на прогнозном горизонте 2019–2020 гг. будет близкой к 0,8–1% ВВП (величина процентных расходов).

«Бюджетное правило» ориентировано на накопление бюджетных резервов и сохранение стратегии фискальной консолидации. Так, объем интервенций для финансирования дефицита бюджета не может превышать 1% ВВП, если совокупный объем суверенного фонда меньше 5% ВВП. В случае реализации рискованного сценария при значительном снижении цен на нефть Правительство Российской Федерации не сможет осуществить интервенции для финансирования дефицита в объеме более 1% ВВП при объеме суверенного фонда менее 5% ВВП, а будет вынужденно сокращать расходы.

В планах по расходам бюджетной системы в 2017–2020 гг. учитывается исполнение «майских указов» в 2017–2018 гг., индексация оплаты труда «неуказных» категорий работников бюджетной сферы на 4% с 1.01.2018 и в 2019–2020 годах. Применение «бюджетного правила» и консервативная политика индексации оплаты труда работников бюджетного сектора и социальных пособий будет ограничивать проинфляционные риски в среднесрочной перспективе.

В динамике экономической активности продолжится оживление. С учетом более быстрого, чем ожидалось ранее, экономического роста в II квартале прогноз темпа прироста ВВП на 2017 г. несколько скорректирован вверх по сравнению с июньским Докладом – с 1,3–1,8% до 1,7–2,2% в годовом выражении (рис. 2.2). Эта корректировка связана с динамикой макроэкономических показателей в II квартале 2017 г., в то время как взгляд Банка России на динамику экономики и ее ключевые факторы во втором полугодии и в среднесрочной перспективе в целом не изменился. Оценка развития событий в дальнейшем на прогнозном горизонте в целом не изменилась по сравнению с предыдущим Докладом. На фоне некоторого

ухудшения внешних условий в 2018 г. экономический рост временно замедлится до 1,0–1,5%. Период коррекции будет относительно непродолжительным, в том числе благодаря снижению чувствительности российской экономики к внешним шокам. В дальнейшем этому будет способствовать также повышение устойчивости государственных финансов и реализация механизма бюджетных правил (подробнее – см. врезку «Бюджетная политика»). В 2019 г. темп прироста ВВП восстановится до уровня 1,5–2,0% в годовом выражении, что близко к оценке среднесрочного потенциала российской экономики, и закрепится на этом уровне на оставшейся части прогнозного горизонта.

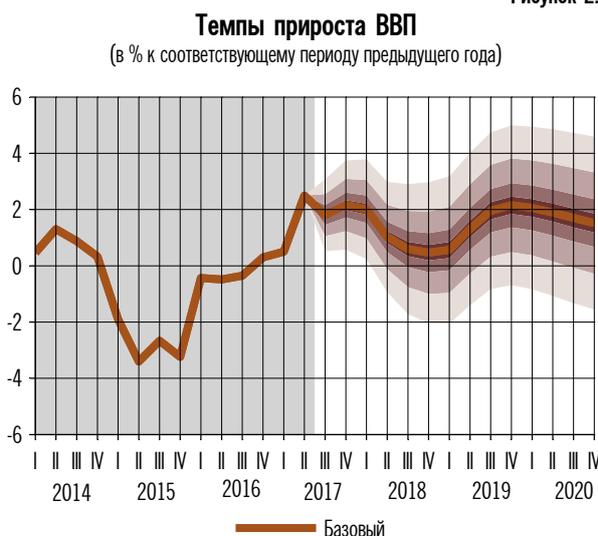
Взгляд на структуру совокупного выпуска, как и на его динамику, в целом не изменился по сравнению с предыдущим Докладом. Основной вклад в рост ВВП на прогнозном горизонте продолжит вносить расширение и потребительской, и инвестиционной активности. При этом количественные оценки темпов прироста компонентов ВВП существенно не изменились по сравнению с июньским Докладом, за исключением экспорта и импорта, которые несколько скорректированы вверх на всем прогнозном горизонте.

Согласно базовому прогнозу, вклад чистого экспорта в рост ВВП останется отрицательным, поскольку импорт будет расти устойчиво быстрее экспорта. Годовой прирост физических объемов экспорта на прогнозном горизонте останется умеренным, однако будет несколько выше по сравнению с предыдущим Докладом. В 2017 г. он составит 3,5–4,0% в годовом выражении, после чего замедлится до 1,5–2,0% в среднесрочной перспективе. Поддержку экспорту будет оказывать расширение его нефтяного сегмента, в том числе по ряду позиций, уже показавших уверенный рост (отдельные виды сельскохозяйственной продукции, а также машин и оборудования). Ограничивать масштаб расширения экспорта может количество и качество мощностей в российской экономике, а также сохраняющиеся сложности с транспортировкой (в том числе сельскохозяйственной продукции).

Рост импорта в реальном выражении также будет более уверенным, чем оценивал ранее Банк России. Годовой темп прироста импорта в 2017 г. сложится в диапазоне 13,0–13,5%. Заметное изменение прогноза импорта связано с его опережающим ростом в I квартале на фоне укрепления рубля, а также сохранением позитивных тенденций впоследствии. В 2018 г. импорт замедлится на фоне некоторого ухудшения внешних условий и на оставшейся части прогнозного горизонта будет расти, постепенно ускоряясь вслед за увеличением внутреннего спроса.

Стоимостной объем экспорта и импорта также заметно пересмотрен вверх по сравнению с июньским Докладом. При этом под влиянием более существенной корректировки объема импорта по сравнению с объемом экспорта оцен-

Рисунок 2.2



Источник: расчеты Банка России.

ка профицита текущего счета также понижена на всем прогнозном горизонте. В 2017 г. положительное сальдо текущего счета составит \$30 млрд, после чего сократится за счет снижения экспорта товаров при продолжающемся увеличении импорта. В дальнейшем на прогнозном горизонте профицит текущего счета стабилизируется на уровне около \$4 млрд.

Увеличение потребительской и инвестиционной активности на среднесрочном горизонте будет сопровождаться постепенным восстановлением реальных доходов, улучшением настроений и условий банковского кредитования в экономике.

Постепенное смягчение требований банков к заемщикам, расширение спектра направлений кредитования в сторону более рискованных сегментов и смягчение денежно-кредитной политики будут способствовать оживлению кредитной активности. Оно, как и в экономике в целом, будет постепенным и не приведет к накоплению избыточной долговой нагрузки. Это расширит возможности компаний по финансированию новых проектов и окажет поддержку инвестиционному спросу. Годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2017 г. сложится в диапазоне 4,0–4,5%, что выше оценки предыдущего Доклада в связи с существенно опережающей ожидания фактической динамикой II квартала 2017 года. Дальнейшая динамика соответствует июньскому прогнозу Банка России. В 2018–2019 гг. накопление основного капитала замедлится до 1,0–1,5% под влияни-

Индексация оплаты труда работников бюджетной сферы

В 2017–2020 гг. Правительством Российской Федерации планируется реализация нескольких мероприятий в области социальной политики и оплаты труда сотрудников бюджетного сектора:

- Индексация оплаты труда работников социальной сферы бюджетного сектора в рамках Указа Президента Российской Федерации № 597 от 7.05.2012 («майские указы»). На 1.07.2017 мероприятия по повышению оплаты труда не исполнены приблизительно на 16% – на такую сумму в среднем необходимо проиндексировать оплату труда сотрудникам социальной сферы бюджетного сектора для достижения ключевых уровней на текущий момент времени. По оценкам Банка России, объем бюджетных ассигнований, необходимых для реализации этих поручений в 2017–2018 гг., составляет около ₽550–600 млрд.

- Индексация оплаты труда и денежного довольствия работников «неуказных» категорий бюджетного сектора на 4% будет проводиться 1.01.2018 и может потребовать около ₽125 млрд. В 2019–2020 гг. индексация оплаты труда на уровень инфляции предыдущего года будет проводиться с 1 октября каждого года. Для исполнения этих мероприятий потребуется еще около ₽150–250 млрд ежегодно.

- Индексации пенсий, социальных пособий, стипендий и публичных нормативных обязательств будет проводиться по уровню инфляции предыдущего года (4% на прогнозном горизонте в 2018–2020 гг.).

- Постепенное доведение минимального размера оплаты труда (МРОТ) до уровня прожиточного минимума. С 1.07.2017 МРОТ составляет ₽7800, что ниже прожиточного минимума на 21%. С учетом регулярного повышения прожиточного минимума не ниже уровня инфляции МРОТ будет индексироваться более высокими темпами (в среднем около 15% в год). Ожидается, что в 2020 г. МРОТ сравняется с прожиточным минимумом на уровне более ₽11 000. Постепенное повышение МРОТ и доведение его до уровня прожиточного минимума в 2018–2020 гг. коснется изменения отдельных социальных пособий и параметров оплаты труда в бюджетном секторе. По оценкам Банка России, совокупные ассигнования бюджетной системы на проведение данных мероприятий составят около ₽50–100 млрд в 2018–2020 гг. ежегодно, что не окажет значимого влияния на инфляцию.

Мероприятия в области социальной политики и оплаты труда сотрудников бюджетного сектора учтены в прогнозе по расходам бюджетной системы, опубликованном в проекте Основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов (ОНБП). Среднегодовой рост расходов бюджетной системы в 2017–2020 гг. составляет 2,5%. При этом среднегодовой рост ассигнований по профильным статьям расходов, связанным с исполнением «майских указов» Президента Российской Федерации, выше и составляет 4–7%.

ем относительно непродолжительного ухудшения внешних условий и настроений компаний. В дальнейшем компании постепенно адаптируются к новому равновесию на сырьевых рынках, и рост инвестиционной активности возобновится годовым темпом 2,3–2,8%. Указанные процессы будут сопровождаться продолжающимся восстановлением запасов МОС. Их вклад в динамику валового накопления останется положительным на большей части прогнозного периода, постепенно убывая к его концу.

Сохранение умеренного оптимизма компаний будет поддерживать производственную активность в российской экономике, а также способствовать расширению спроса на труд. Это, в свою очередь, окажет повышательное давление на заработную плату как в номинальном,

так и в реальном выражении. Рост реальной заработной платы в среднесрочной перспективе продолжится годовым темпом 1,5–2,3%, способствуя восстановлению реальных располагаемых доходов населения. Его поддержит заложенная в бюджетные проектные программы Правительства Российской Федерации индексация оплаты труда работников бюджетной сферы на 4% с 1 января 2018 г. и завершение в течение 2018 г. мероприятий по исполнению Указа Президента от 7 мая 2012 г. (подробнее – см. врезку «Индексация оплаты труда работников бюджетной сферы»). Данные меры могут поддержать приток занятых в сегменты рынка труда, связанные с образованием, здравоохранением, научной деятельностью, где в настоящее время наиболее сильно ощущаются признаки

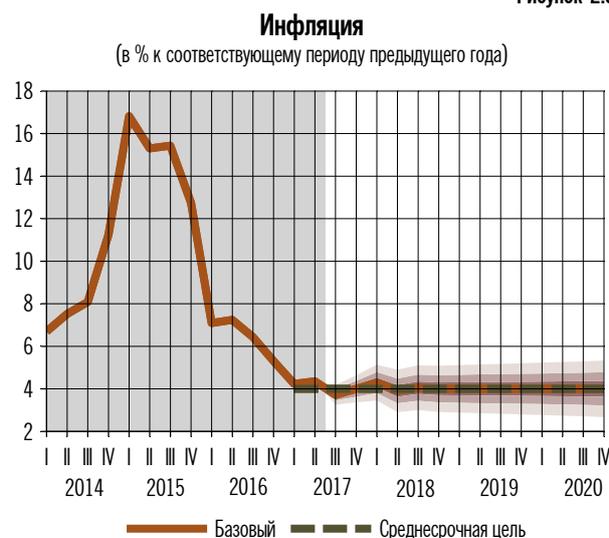
дефицита кадров. Ограничивать проинфляционное давление со стороны роста заработной платы в целом по экономике будет миграция рабочей силы из стран СНГ, интенсивность которой, наиболее вероятно, будет увеличиваться по мере ускорения экономического роста.

На фоне роста реальных доходов оживление потребительского спроса продолжится. Согласно базовому прогнозу Банка России, темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление в 2017 г. составит 3,0–3,5%, что несколько выше оценки июньского Доклада на фоне более уверенного восстановления потребительской активности в первом полугодии 2017 года. Под влиянием временного ухудшения внешних условий оживление потребительской активности, как и инвестиционной активности, в 2018 г. замедлится, однако в среднесрочной перспективе вновь вернется к темпам 2017 года. По оценкам Банка России, темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление в 2019–2020 гг. составит 2,0–3,5%.

Население продолжит плавно переходить от сберегательной к потребительской модели поведения в условиях восстановления реальных доходов и постепенного расширения кредитной активности. Однако сохранение в целом относительно высоких реальных процентных ставок, чему будет способствовать денежно-кредитная политика, а также осторожного подхода банков к смягчению неценовых условий кредитования будет способствовать сохранению стимулов к сбережениям. В результате, по оценкам Банка России, смена модели поведения населения будет происходить постепенно, поддерживаться ростом доходов, не создавая дополнительного проинфляционного давления в экономике. Вклад спросовых ограничений в инфляцию к концу 2017 г. приблизится к нулю и останется вблизи нуля на большей части прогнозного горизонта.

В условиях продолжающегося восстановления экономической активности и повышения устойчивости экономики к внешним шокам Банк России мерами денежно-кредитной политики будет поддерживать инфляцию вблизи 4% (рис. 2.3). Это отразится на стабилизации широкого круга показателей ценовой динамики, включая среднюю инфляцию за скользящий

Рисунок 2.3



Источник: расчеты Банка России.

год, которая будет приближаться к 4% в течение 2017 г. и закрепится вблизи этого уровня в среднесрочной перспективе. Не исключено, что в отдельные периоды темпы роста цен могут сложиться как несколько ниже, так и несколько выше 4% под влиянием факторов временного характера, что в целом характерно для динамики экономических показателей.

Согласно базовому прогнозу Банка России, годовая инфляция на конец 2017 г. составит 3,5–3,8% годовых. В дальнейшем темп прироста цен останется вблизи 4%. Помимо постепенного характера восстановления потребительской активности, этому будет способствовать сохранение умеренного вклада затрат в инфляцию, в том числе благодаря индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий темпом, не превышающим 4%.

Вклад затрат в инфляцию также останется умеренным. Этому будет способствовать индексация административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий темпом, не превышающим 4%.

Поддержание инфляции около 4% будет содействовать дальнейшему снижению инфляционных ожиданий. До окончательного закрепления на устойчиво низком уровне возможно повышение их волатильности в отдельные периоды, в частности связанные с сезонным увеличением цен на плодоовощную продукцию, а также другими шоками временного характера. Для стабилизации динамики инфляционных

ожиданий на прогнозном горизонте необходима тонкая настройка ожиданий экономических агентов. Этому в том числе во многом будет способствовать информационная и коммуникационная политика Банка России.

Сценарий с ростом цен на нефть

В сценарии с ростом цен на нефть факторы, формирующие внешний фон для России, сложатся таким образом, что будут способствовать более быстрому, чем в базовом сценарии, увеличению спроса и цен на товары российского экспорта, а также интереса инвесторов к российским активам.

Одним из ключевых факторов более благоприятной динамики цен на нефть будет сохранение стимулов к продлению соглашения об ограничении добычи за горизонтом марта 2018 г., которое поддержит цены энергоносителей на всем прогнозном горизонте. В результате цена на нефть марки Urals, как ожидалось и в июньском сценарии с ростом цен на нефть, сложится на уровне около \$55 за баррель в 2018 г. и будет постепенно расти до \$60 за баррель на оставшейся части прогнозного горизонта, оказывая положительное влияние на экономическую активность в России.

Восстановление глобального спроса, более уверенное, чем в базовом сценарии, будет способствовать оживлению мировых товарных рынков и спроса на товары российского экспорта, включая его несырьевой сегмент. Это поддержит выпуск в отраслях российской обрабатывающей промышленности. Положительный вклад оживления внешнего спроса в рост российского экспорта будут несколько сдерживать формирование более сильного, чем в базовом сценарии, курса рубля, а также действие ограничений по добыче нефти и нефтепродуктов в связи с продлением соглашения. В этих условиях годовой темп прироста экспорта сложится вблизи уровня базового сценария и составит 1,5–2,0% в 2017–2020 годах.

Более уверенное восстановление спроса в мировой экономике может несколько увеличить риски ускорения инфляции в крупнейших странах. В этих условиях возможна более бы-

страя, чем предполагается в базовом сценарии, нормализация денежно-кредитной политики их центральных банков. Однако сохранение процентных ставок в развитых странах в целом на относительно низких уровнях, общее улучшение настроений на финансовых рынках под влиянием относительно быстрого восстановления мировой экономики, а также понижательная динамика российского CDS на фоне роста цен энергоносителей будут поддерживать интерес инвесторов к российским активам и способствовать притоку капитала.

В результате годовой темп прироста российского ВВП приблизится к своему потенциальному уровню 1,5–2,0% уже в 2018 г. и стабилизируется вблизи него в среднесрочной перспективе. В условиях более крепкого, чем в базовом сценарии, курса рубля на прогнозном горизонте компаниям будет легче находить новые источники заимствований – как внешних, так и внутренних, что поддержит восстановление инвестиционной и производственной активности в экономике. В результате годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2018 г. составит 3,0–3,5%. Впоследствии на фоне стабилизации темпов роста ВВП он несколько замедлится, до 2,5–3,0%, однако останется выше базового сценария на всем прогнозном горизонте. Повышение оптимизма в реальном секторе экономики окажет поддержку динамике реальных заработных плат и доходов, способствуя более быстрому, чем в базовом сценарии, оживлению потребительского спроса. По оценкам Банка России, темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление уже в 2018 г. сложится в диапазоне 3,0–3,5% и стабилизируется на этом уровне в дальнейшем.

Потребительский спрос и инвестиционный спрос, как и в базовом сценарии, будут удовлетворяться отчасти за счет импортных товаров. По оценкам Банка России, увеличение физических объемов импорта будет сильнее опережать рост экспорта на прогнозном горизонте, чем в базовом сценарии. Годовой темп прироста импорта в 2018 г. составит 7,5–8,0%, после чего на фоне стабилизации потребительской активности несколько замедлится – до 5,5–6,0% в 2019–2020 годах.

Таблица 2.1

Основные параметры прогнозных сценариев Банка России

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

	2016 (факт)	2017		2018		2019		2020	
		Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Рост цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	50	56	44	56	42	59	42	60
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	5,4	3,5-3,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,5	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	-0,2	1,7-2,2	1,5-2,0	1,0-1,5	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0
Расходы на конечное потребление	-3,5	2,5-3,0	2,0-2,5	1,0-1,5	2,0-2,5	1,5-2,0	2,5-3,0	2,5-3,0	2,5-3,0
– Домашних хозяйств	-4,5	3,0-3,5	3,0-3,5	1,5-2,0	3,0-3,5	2,0-2,5	3,0-3,5	3,0-3,5	3,0-3,5
Валовое накопление	1,5	6,0-7,0	4,5-5,5	1,0-2,0	4,5-5,5	2,0-3,0	2,5-3,5	1,5-2,5	2,5-3,5
– валовое накопление основного капитала	-1,8	4,0-4,5	3,0-3,5	1,0-1,5	3,0-3,5	1,0-1,5	2,5-3,0	2,3-2,8	2,5-3,0
Экспорт	3,1	3,5-4,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0
Импорт	-3,8	13,0-13,5	7,5-8,0	2,0-2,5	7,5-8,0	3,0-3,5	5,5-6,0	4,0-4,5	5,5-6,0
Денежная масса в национальном определении	9,2	8-11	10-13	9-12	10-13	9-12	9-12	8-11	8-11
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	-0,6	3-5	7-10	5-7	7-10	7-10	8-11	7-10	8-11

Таблица 2.2

Показатели платежного баланса России*

(млрд долл. США)

	2016 (факт)	2017		2018		2019		2020	
		Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Рост цены на нефть
Счет текущих операций	26	30	40	4	38	4	37	4	37
Торговый баланс	90	102	112	78	113	80	115	80	115
Экспорт	282	330	348	313	363	322	374	322	374
Импорт	-192	-228	-236	-235	-250	-242	-259	-242	-259
Баланс услуг	-24	-28	-27	-28	-28	-29	-29	-29	-29
Экспорт	51	55	61	60	63	63	65	63	65
Импорт	-74	-84	-88	-89	-91	-92	-94	-92	-94
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-43	-45	-45	-47	-47	-49	-47	-49
Счет операций с капиталом	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	25	30	40	4	38	4	37	4	37
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-17	-6	-7	-4	2	-4	4	-4	4
Сектор государственного управления и центральный банк	3	12	8	6	7	6	7	6	7
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-20	-17	-15	-10	-5	-10	-3	-10	-3
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-8	-24	-32	0	-39	0	-40	0	-40

* В знаках РГБ5.

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

С учетом оценок перспективной динамики экспорта и импорта вклад чистого экспорта в экономическую динамику останется отрицательным. На фоне роста цен на нефть сальдо торгового баланса и текущего счета будут расти. Рост доходов в экономике расширит возможности для приобретения иностранных активов, что в сочетании с ростом поступлений валюты от экспортной выручки будет способствовать увеличению отрицательного сальдо финансового счета по частному сектору. Оно сложится на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, и будет постепенно снижаться на прогнозном горизонте. Приобретение иностранной валюты Минфином России приведет к росту международных резервов на протяжении всего прогнозного периода. В бюджетной политике, как и в базовом сценарии, будет происходить фискальная консолидация. При этом дефицит федерального бюджета может снижаться несколько быстрее, чем в базовом сценарии, в связи со значительными налоговыми поступлениями на фоне более быстрого роста экономики.

Инфляция будет находиться вблизи 4% на всем прогнозном горизонте, в том числе благодаря мерам денежно-кредитной политики Банка России. С учетом формирования более крепкого, чем в базовом сценарии, курса рубля Банк России не исключает более быстрого снижения ключевой ставки при сохранении степени жесткости денежно-кредитной политики, необходимой для поддержания ценовой стабильности в экономике и устойчивости инфляционных ожиданий.

Расширение кредитной активности в этих условиях будет более уверенным, чем в базовом сценарии, и будет поддерживать потребление. По оценкам Банка России, темп прироста кредита экономике со стороны банковского сектора составит 7–10% в 2018 г. и 8–11% на оставшейся части прогнозного горизонта. В этих условиях население продолжит постепенный переход от сберегательной к потребительской модели поведения. Однако, как и в базовом сценарии, он не будет резким и не приведет к значительному усилению проинфляционного давления в экономике. Этому будет способствовать в том числе сохранение стимулов к сбере-

жениям на фоне постепенного и взвешенного снижения жесткости денежно-кредитной политики. Это будет сопровождаться постепенным уменьшением инфляционных ожиданий в экономике, а также повышением однородности и устойчивости данного процесса. Динамика денежных агрегатов, как и в базовом сценарии, будет обеспечивать необходимое количество трансакций в экономике, соответствуя по темпам росту экономики с учетом сохранения тенденции к постепенному увеличению ее монетизации. Годовой темп прироста денежной массы в национальном определении в 2018–2019 гг. будет опережать темп прироста кредита экономике на фоне сохранения дефицита бюджета и составит 9–13%. В дальнейшем на фоне постепенного сокращения дефицита и стабилизации кредитной активности темпы прироста денежной массы приблизятся к темпам прироста кредита экономике и составят 8–11%.

Рисковый сценарий

Рисковый сценарий описывает развитие ситуации в российской экономике в условиях заметного ухудшения внешнего фона. Основными факторами формирования внешних условий в данном сценарии будут существенное по масштабу снижение цен на нефть и ослабление глобального спроса.

Формированию понижательной динамики нефтяных цен будет способствовать реализация упомянутых ранее среднесрочных рисков (см. раздел 1). Среди них основным является опережающий рост предложения на рынке в связи со снижением вероятности продления соглашения об ограничении добычи, быстрым и существенным увеличением экспорта нефти из Ливии и Нигерии, расширением добычи в США. Со стороны спроса значимым риском остается замедление роста экономики Китая и его спроса на энергоносители. В результате цена на нефть сложится на уровне около \$25 за баррель к середине 2018 г., что ослабит положительный эффект от участия в соглашении по ограничению добычи экспортеров нефти и ослабит их стимулы к дальнейшему продлению соглашения. Это будет препятствовать вос-

становлению нефтяных цен, в результате чего они стабилизируются вблизи \$25 за баррель в среднесрочной перспективе.

Ухудшение внешних условий будет способствовать повышению премии за риск для России, а также будет сопровождаться давлением на рубль в сторону ослабления. В этих условиях возможно некоторое снижение интереса инвесторов к российским активам и увеличение отрицательного сальдо финансового счета по сравнению с базовым сценарием.

Наряду с увеличением стоимости импорта оборудования и потребительских товаров, ухудшение условий внешних заимствований для компаний окажет негативное влияние на инвестиционный и потребительский спрос в российской экономике. В результате темпы экономического роста будут заметно замедляться до середины следующего года и в среднесрочной перспективе сложатся существенно ниже, чем в базовом сценарии. Ограничивать негативное влияние внешних шоков на российские макроэкономические показатели будет накопленный эффект от уже произошедшего восстановления российской экономики, повышение ее устойчивости к внешним шокам, а также бюджетная политика, направленная на повышение устойчивости государственных финансов, в том числе благодаря применению механизма бюджетных правил. В результате годовой прирост ВВП приблизится к потенциальному уровню 1,5–2,0% только в 2020 г. и в дальнейшем будет определяться структурными факторами.

В случае реализации рискованного сценария не исключено проведение более жесткой денежно-кредитной политики.

Риски среднесрочного прогноза

Взгляд Банка России на ключевые риски среднесрочного прогноза, как и видение его предпосылок, существенно не изменился по сравнению с июньским Докладом. Как и ранее, ключевыми факторами риска для ценовой стабильности в российской экономике являются динамика инфляционных ожиданий, а также

скорость перехода населения от сберегательной к потребительской модели поведения.

В части инфляционных ожиданий определенное беспокойство вызывает их заметная инерция и достаточно высокая чувствительность к временным шокам в экономике в целом, а также на отдельных рынках, особенно плодоовощной продукции. Для закрепления инфляционных ожиданий и постепенного приближения их к фактическому уровню инфляции может потребоваться время. В связи с этим особую важность приобретает последовательность и непротиворечивость денежно-кредитной и информационной политики Банка России.

Как отмечено выше, одним из факторов, оказывающих повышательное давление на инфляционные ожидания, является волатильность темпов роста цен на отдельные виды товаров. В условиях стабилизации темпов роста цен в экономике на относительно низких уровнях в среднесрочной перспективе динамика наиболее волатильных компонент потребительской корзины начинает оказывать относительно других факторов большее, чем ранее, влияние на колебания инфляции. Снижение чувствительности инфляции и инфляционных ожиданий к временным шокам на отдельных рынках требует в том числе снизить влияние ряда немонетарных факторов, таких как недостаточное количество площадей для хранения плодоовощной продукции, низкое качество условий хранения и так далее. Для этого может потребоваться длительное время, а также активные меры промышленной политики и политики в области сельского хозяйства.

Наконец, дальнейшее восстановление экономической и кредитной активности может привести к более быстрому и уверенному, чем ожидается, улучшению потребительских настроений населения и снижению стимулов для формирования сбережений. Резкое и заметное по масштабам снижение нормы сбережения может стать источником проинфляционных рисков. Фактором, усиливающим данный риск, может стать углубление структурных диспропорций на рынке труда, в результате темп прироста заработной платы может начать превышать по темпам увеличение производитель-

ности труда, создавая тем самым проинфляционное давление в экономике.

Реализация указанных рисков может потребовать увеличения жесткости денежно-кредитной политики по сравнению с заложенной в текущие сценарии Банка России. Кроме того,

в случае возникновения признаков дисбалансов на отдельных сегментах рынка Банк России будет нивелировать их при помощи мер макропруденциальной политики, способствуя поддержанию ценовой и финансовой стабильности в российской экономике.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Динамика основных статей платежного баланса России в II квартале 2017 года

В II квартале 2017 г. сальдо текущего счета снизилось¹. Расширение дефицита баланса инвестиционных доходов и баланса услуг было существенно увеличением (более чем на 10%) профицита торгового баланса (рис. 1).

Рост стоимостного объема экспорта товаров замедлился с 36% в I квартале до 23% в II квартале на фоне уменьшения положительной разницы между мировыми ценами на большинство сырьевых товаров в текущем и прошлом годах. Понижительное давление на цены на нефть оказал рост производства в Ливии и Нигерии, не попадающих под ограничения добычи. Цена на природный газ в Европе хотя и оставалась выше уровня прошлого года в условиях более низких запасов, однако ее восстановление приостановилось вслед за ценами на нефть. Мировые цены на уголь сдерживало увеличение добычи в Китае, крупнейшем производителе. Снижение положительных годовых темпов прироста цен на металлы связано с замедлением роста деловой активности в промышленности в мире и Китае, обеспечивающем половину мирового потребления металлов.

Замедление роста стоимостного объема экспорта также произошло за счет сокращения физического объема зарубежных поставок нефти и нефтепродуктов России, которые, по данным ФТС, уменьшились на 2,3 и 6,5% соответственно на фоне выполнения страной обязательств по снижению добычи в рамках договоренностей. Сокращение экспорта данных энергоносителей произошло в основном за счет уменьшения поставок в ЕС в условиях усиления конкуренции с Ливией и Нигерией. Данные

страны, доля которых в импорте сырой нефти ЕС снизилась в совокупности с 16% в 2012 г. до 8% в 2016 г., в последнее время быстро восстанавливают добычу и возвращают свои позиции на европейском рынке. Вместе с тем ситуация с поставками нефти из России в Беларусь улучшается. Хотя физический объем экспорта нефти в Белоруссию в II квартале 2017 г. был на 17% ниже, чем в II квартале 2016 г., он увеличился почти на четверть к предыдущему кварталу благодаря урегулированию в апреле разногласий в нефтегазовой сфере. Физический объем экспорта природного газа России увеличился на 0,5%, однако его годовой рост замедлился по сравнению с прошлым кварталом в основном за счет европейских стран.

Годовые темпы прироста стоимостного объема импорта товаров повысились с 26% в I квартале до более 28% в II квартале в условиях укрепления рубля и заметного ускорения роста российской экономики. Расширение импорта России в большей степени обеспечивалось за счет инвестиционных, чем потребительских товаров. По оценкам на основе данных ФТС и группировки товаров Росстата, стоимостной объем импорта инвестиционных товаров увеличился на 34% в условиях усиления деловой активности в промышленности России. Наибольший вклад в данный прирост внесли такие товары, как машины для сжижения воздуха или газов, вычислительные машины и их блоки, танкеры, тракторы, бульдозеры, телефонные аппараты для сотовых или других беспроводных сетей связи. Импорт потребительских товаров поднялся на 17% на фоне оживления внутреннего спроса населения в условиях повышения реальных зарплат.

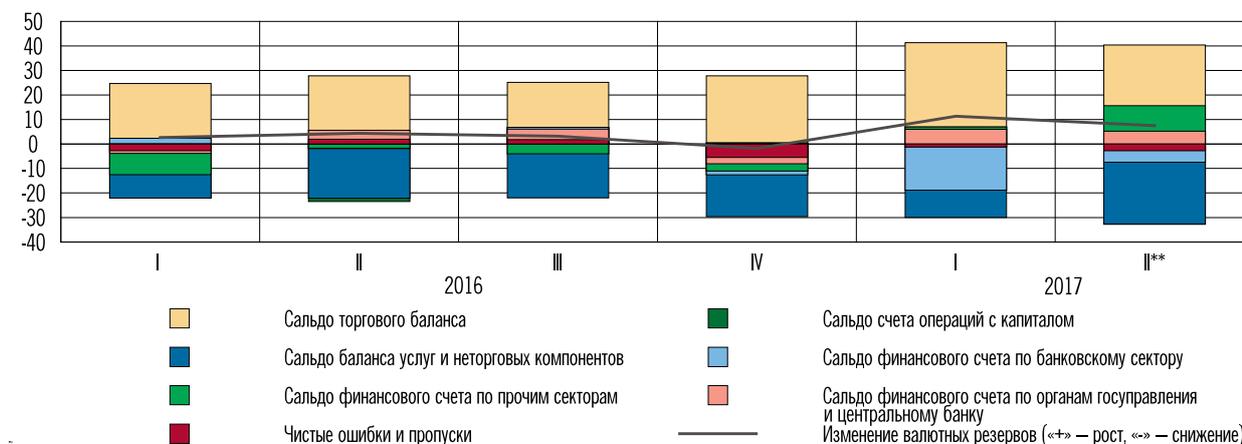
Усиление потребительской активности также способствовало расширению импорта услуг, причем наиболее заметно туристских, и, как следствие, росту дефицита баланса услуг.

Среди неторговых компонентов текущего счета значительно всего расширился дефицит

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

Рисунок 1

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



* В знаках РПБ5.
** Оценка.
Источник: Банк России.

баланса инвестиционных доходов, в основном за счет увеличения выплат нерезидентам. Данная тенденция наблюдается четвертый квартал подряд. В предыдущие три квартала наибольший вклад в прирост инвестиционных доходов к выплате вносили реинвестированные доходы, увеличившиеся на фоне привлечения российских компаниями прямых зарубежных инвестиций.

Отрицательное сальдо финансового счета по частному сектору², по предварительной оценке, сменилось в II квартале 2017 г. небольшим чистым ввозом капитала частным сектором (\$0,5 млрд)³. Приток сформировался преимущественно за счет увеличения иностранных обязательств прочих секторов более чем на \$10 млрд, несмотря на ограниченный из-за санкций доступ к западным рынкам капитала. В то же время отрицательное сальдо финансового счета по банковскому сектору в виде существенно сокращения иностранных обязательств лишь отчасти компенсировался притоком средств от снижения их зарубежных активов. Заметный вклад в уменьшение иностранных активов банков внес возврат ранее предоставленной Банком России ликвидности в иностранной валю-

те. Погашение банками задолженности перед Банком России по операциям валютного репо и приобретение иностранной валюты для Минфина России привело к заметному увеличению резервных активов.

Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы

Видение Банка России развития макроэкономической ситуации в среднесрочном периоде существенно не изменилось. Вместе с тем с учетом превзошедшей ожидания оценки Росстатом экономического роста России в II квартале 2017 г. параметры прогноза ряда макроэкономических показателей были скорректированы⁴. Данные изменения, а также выход оценок по платежному балансу за летние месяцы оказали влияние на прогноз некоторых статей платежного баланса.

В базовом сценарии по сравнению с предыдущим Докладом профицит текущего счета заметно понижен на всем прогнозном горизонте за счет пересмотра вверх стоимостного объема импорта. В 2017 г. прогнозируется рост импорта товаров и услуг на 17%, тогда как в июньском Докладе – на 13%. Более значительное увеличение импорта ожидается на фоне более быстрого, чем предполагалось ранее, эконо-

² В знаках РПБ5.

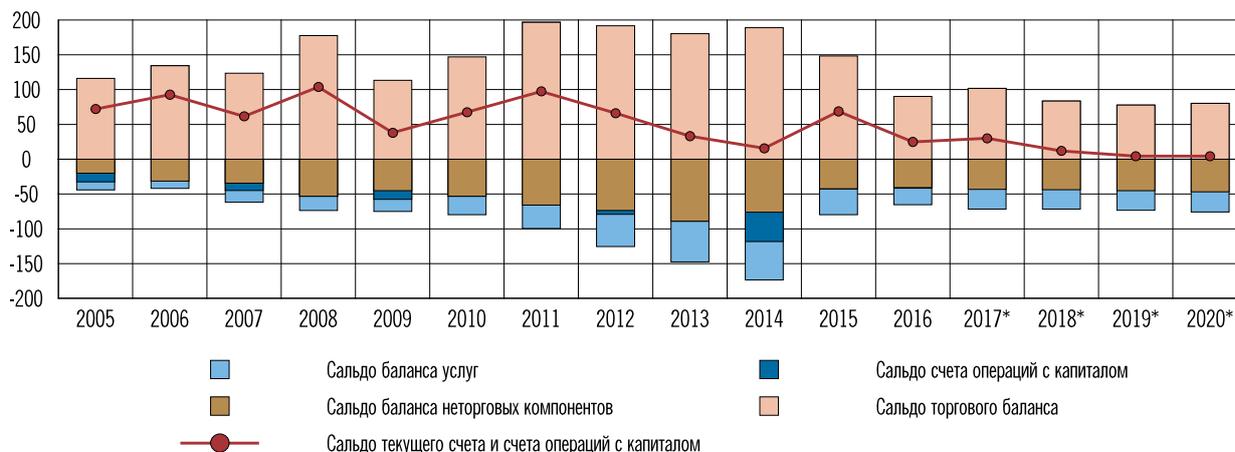
³ С поправкой на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп».

⁴ См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке».

Рисунок 2

Динамика основных компонентов счета текущих операций*

(млрд долл. США)



* Прогноз по базовому сценарию.
Источник: Банк России.

мического роста России, расширения инвестиций и признаков перехода населения к потребительской модели поведения (подробнее – см. врезку «О сберегательной и потребительской моделях поведения населения»). Вместе с тем данный переход носит плавный характер, а уверенный рост импорта в первой половине 2017 г. обеспечивался скорее за счет инвестиционных, чем потребительских товаров. В 2018 г. на фоне ослабления рубля в условиях снижения цен на нефть рост импорта замедлится. В 2019–2020 гг. он ускорится вслед за повышением темпов роста ВВП России.

Прогноз стоимостного объема экспорта тоже скорректирован вверх на фоне улучшения оценки роста внешнего спроса, связанного с хорошими экономическими данными ключевых торговых партнеров России, в том числе Китая, Беларуси и Турции. Вместе с тем пересмотр прогноза экспорта по сравнению с июньским Докладом был менее значительным, чем импорта. Предпосылки по ценам на нефть существенно не изменились. По-прежнему ожидается сохранение цены нефти около \$50 за баррель до конца текущего года, ее снижение к \$40 за баррель в середине следующего года и стабилизация на данном уровне в реальном выражении в 2019–2020 годах. В 2017–2019 гг. стоимостной объем экспорта в годовом выражении будет следовать за ценой нефти. В 2017 г. по сравнению с 2016 г. он увеличится на 16% за счет повышения среднегодовой

цены нефти до \$50 за баррель благодаря высокой степени выполнения соглашения об ограничении добычи странами ОПЕК и вне ОПЕК. Вместе с тем высока неопределенность относительно его продления после марта следующего года. В рамках базового сценария, не предполагающего продления договоренностей, а также в условиях продолжения расширения добычи в странах, не участвующих в соглашении, в 2018–2019 гг. среднегодовая цена нефти снизится, а экспорт сократится. В 2020 г. при довольно стабильных ценах на нефть увеличение экспорта ожидается преимущественно благодаря усилению внешнего спроса.

При более существенном по сравнению с импортом приросте экспорта в 2017 г. положительное сальдо текущего счета расширится до \$30 млрд. Однако в 2018–2019 гг. его состояние заметно ухудшится за счет сокращения экспорта товаров на фоне снижения среднегодовых цен на энергоносители при незначительном увеличении импорта. В 2020 г. при сохранении цены нефти около \$40 за баррель в реальном выражении профицит текущего счета стабилизируется на уровне предыдущего года – \$4 млрд (рис. 2).

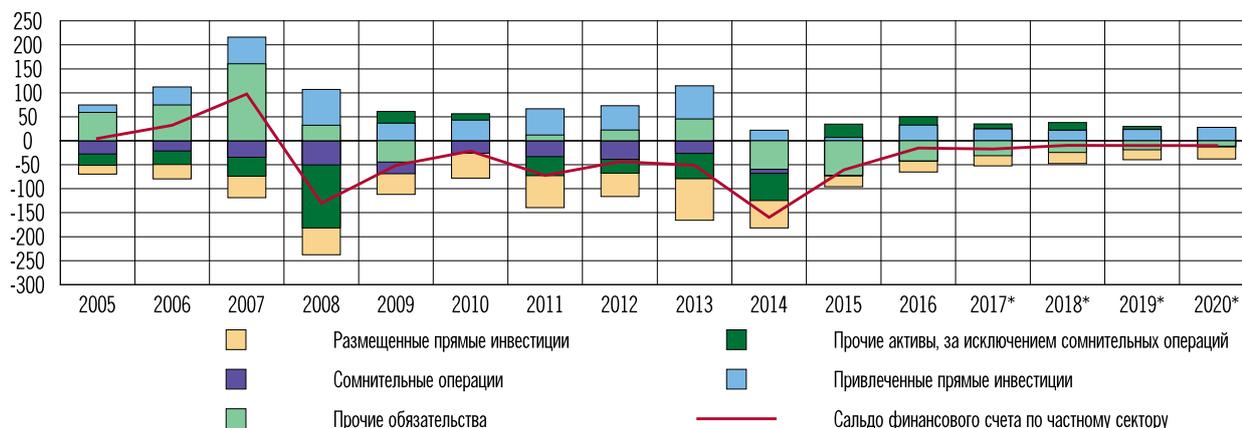
Вместе с тем параллельно с сокращением профицита текущего счета уменьшится и чистый вывоз капитала частным сектором с \$17 млрд в 2017 г. до \$10 млрд в 2018–2020 годах.

Замедление роста отрицательного сальдо финансового счета по частному секто-

Рисунок 3

Динамика основных компонентов финансового счета по частному сектору*

(млрд долл. США)



* Прогноз по базовому сценарию.
Примечание: в знаках РПБ5.
Источник: Банк России.

ру, как ожидается, произойдет в первую очередь за счет менее интенсивного по сравнению с предыдущими годами сокращения иностранных обязательств в 2017–2018 годах. Во-первых, согласно графику выплат по внешнему долгу объем погашения внешней задолженности снизится. Во-вторых, компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего финансирования. Более того, на фоне роста российской экономики инвестиционная привлекательность страны улучшится. С 2019 г. ожидается чистый приток иностранных обязательств частного сектора (рис. 3).

Вместе с тем главным компонентом отрицательного сальдо финансового счета по частному сектору с 2017 г. снова будет наращивание иностранных активов. В 2018 г. оно замедлится на фоне снижения цены нефти и поступлений от внешнеэкономической деятельности. В 2019–2020 гг. в условиях низких цен на нефть спрос на иностранные активы останется небольшим, но усилится благодаря увеличению доходов экономических агентов на фоне экономического роста России.

По сравнению с предыдущим Докладом прогноз отрицательного сальдо финансового счета по частному сектору понижен на всем прогнозном горизонте. На фоне меньших прогнозируемых поступлений по текущему счету российский частный сектор будет располагать менее существенными средствами для приобретения иностранных активов.

В то же время прогноз притока капитала по госсектору на 2017–2018 гг. скорректирован вверх в связи с более значительным, чем предполагалось ранее, интересом иностранных инвесторов к российским государственным ценным бумагам.

Резервные активы в 2017 г. существенно увеличатся за счет полного погашения перед Банком России задолженности банков по операциям валютного репо и приобретения иностранной валюты для Минфина России. В 2018 г. рост резервов прогнозируется только за счет операций для Минфина России. В 2019–2020 гг. не ожидается заметного изменения резервных активов.

В рамках сценария, предполагающего постепенное повышение среднегодовых цен на нефть примерно до \$60 за баррель в 2020 г., а также более высокие темпы роста мировой экономики, объемы российского экспорта в 2018–2020 гг. сложатся на значительно более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. В то же время объемы импорта также существенно увеличатся на фоне ускоренного восстановления российской экономики и более высокого курса рубля. При этом рост экспорта будет опережать восстановление импорта, в результате чего положительное сальдо торгового баланса будет увеличиваться на протяжении всего прогнозного периода. Профицит текущего счета в 2017–2018 гг. также увеличится, а в 2019–2020 г., несколько снизившись за счет

роста дефицита баланса неторговых компонент на фоне роста выплат по внешнему долгу, стабилизируется на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Увеличение темпов экономического роста в России в сочетании с ростом сырьевых цен повысит привлекательность российских активов для иностранных инвесторов, что будет способствовать увеличению объемов внешнего финансирования российских компаний и госсектора. Одновременно по мере роста доходов будет происходить увеличение объемов вложений в иностранные активы со стороны российского частного сектора. Отрицательное сальдо финансового счета по частному сектору в рамках данного сценария в 2018–2020 гг. будет постепенно снижаться и в целом сложится на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием. Более значительное, чем в базовом сценарии, приобретение иностранной валюты Минфином России отразится в существенно большем росте международных резервов в 2018–2020 годах.

Рисковый сценарий предполагает снижение цены на нефть к середине 2018 г. до \$25 за баррель и ее сохранение вблизи данного уровня до конца прогнозного периода. Замедление роста мировой экономики и связанное с этим снижение сырьевых цен приведут к значительному сокращению объемов экспорта из России по сравнению с базовым сценарием. В то же время объем импорта товаров и услуг также сложится на более низких уровнях на фоне более низкого курса рубля и слабого роста российской экономики. При этом ожидается, что падение экспорта будет опережать сокращение импорта, в результате чего произойдет снижение положительного сальдо торгового баланса и падение профицита счета текущих операций на прогнозном периоде.

Ужесточение условий внешнего финансирования на фоне падения цен на нефть, повышения премии за риск и связанного с этим ослабления рубля отразится в более существенном объеме сокращения обязательств по сравнению с базовым сценарием на протяжении всего прогнозного периода. В то же время объемы приобретения резидентами иностранных активов в 2018–2020 гг. сложатся вблизи уровней

базового сценария. В результате отрицательное сальдо финансового счета по частному сектору на прогнозном периоде в рисковом сценарии ускорится по сравнению с базовым сценарием, при этом объем резервных активов уменьшится вследствие обратных операций Минфина России.

Экономическая ситуация в регионах России

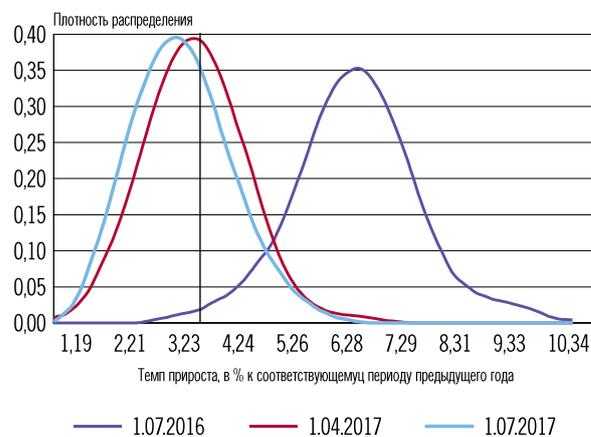
Региональный анализ тенденций в компонентах инфляции

В мае-июле 2017 г. инфляция в целом по России находилась вблизи 4%. В начале рассматриваемого периода (май-июнь) наблюдался краткосрочный всплеск инфляции, связанный с удорожанием плодоовощной продукции, но затем с поступлением нового урожая темп роста цен снизился.

• Однородность инфляционных процессов в региональном разрезе в II квартале 2017 года продолжила повышаться: количество субъектов, в которых инфляция не превысила 4%, увеличилось с 44 в апреле до 59 в июле. Медиана распределения темпов инфляции в июле 2017 г. по сравнению с прошлым кварталом сместилась влево (рис. 1).

Рисунок 1

Распределение регионов России по годовой инфляции



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В разрезе компонентов в большинстве регионов динамика инфляции была схожа с общефедеральной:

- по продовольственным товарам наблюдалось ускорение роста цен в мае-июне и его последующее замедление в июле;
- по непродовольственным товарам продолжилось устойчивое замедление роста цен;
- годовой темп прироста цен на услуги по итогам рассматриваемого периода остался на том же уровне.

Наибольшая однородность среди регионов наблюдалась в компоненте непродовольственных товаров. Наблюдавшиеся в отдельных регионах отклонения в динамике региональной инфляции от общефедеральных тенденций были связаны с ускоренным ростом цен на плодоовощную продукцию, тарифы наземного пассажирского транспорта и услуги связи.

Продовольственные товары

В мае-июне в трети регионов России наблюдалось ускорение роста цен на плодоовощную продукцию, в частности на овощи «борщевых набор», и его последующее замедление в июле. Наиболее сильный рост цен был зарегистрирован в центральной и южной частях России.

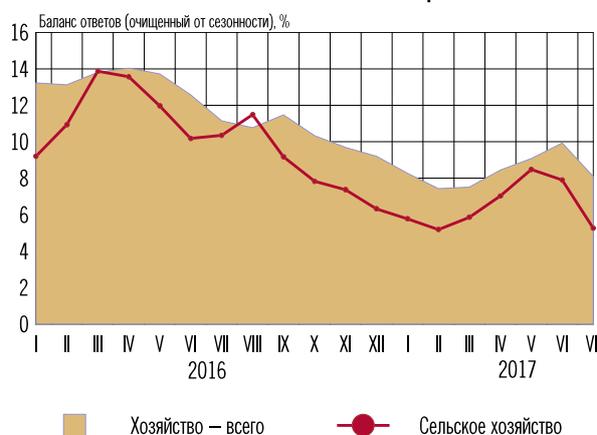
С начала 2017 г. «борщевых набор» в среднем по России подорожал на 49% в основном за счет удорожания картофеля. Основные причины – более раннее, чем обычно, истощение запасов урожая картофеля прошлого года и завоз в большинство регионов новой партии импорта, более дорогого относительно цены запасов российского картофеля.

На фоне временного всплеска цен на плодоовощную продукцию наблюдалось незначительное повышение инфляционных ожиданий сельскохозяйственных производителей, подкреплявшееся неблагоприятными прогнозами погодных условий и возможным снижением урожая.

В целом более низкий рост цен на овощи, чем в среднем по России (по некоторым товарам отмечалась дефляция), наблюдался в регионах Дальневосточного федерального округа и был связан с эффективной реализацией

Рисунок 2

Ответы предприятий на вопрос: «Как изменятся (увеличатся/уменьшатся) цены на готовую продукцию в течение ближайших 3 месяцев?»



Источник: по данным мониторинга Банка России.

региональной программы по сдерживанию цен на продукты питания. Кроме того, большая часть импорта овощей и фруктов в Дальневосточный федеральный округ осуществляется из Китая, а не из южных регионов России, в которых наблюдался наибольший по масштабу всплеск продовольственной инфляции.

С поступлением на рынки продукции нового урожая в июле ускорение роста цен на плодоовощную продукцию прекратилось, а инфляционные ожидания сельскохозяйственных производителей снизились (рис. 2).

Услуги

В июле 2017 г. цены на услуги незначительно снизились по сравнению с концом I квартала. В отдельных регионах ускорение инфляции услуг относительно среднероссийского уровня было связано с услугами пассажирского транспорта и услугами связи.

Рост тарифов на услуги пассажирского транспорта был связан с дополнительной индексацией тарифов для снижения убыточности местных компаний в отдельных регионах. Кроме того, важным фактором инфляции в регионах ДФО был рост цен на авиаперевозки: билеты по минимальным тарифам (субсидируемые по президентской программе, открытой в конце марта, и экономического класса) были полностью распроданы еще в первой половине апреля; в летние месяцы сохраняющийся высокий

спрос в сочетании с недостаточной конкуренцией привели к ускорению роста цен на оставшиеся билеты. На ситуацию также негативно повлиял рост в мае 2017 г. тарифов на перевозки пассажиров железнодорожным транспортом в поездах дальнего следования в купейных и плацкартных вагонах, а также на перевозку пассажиров автомобильным транспортом.

Драйверами роста цен на услуги связи стали услуги сотовых операторов. В целом по Российской Федерации увеличение годового темпа роста цен на услуги связи наблюдается четвертый месяц подряд (с 3% в марте до 5,2% в августе 2017 г.).

Рост цен на тарифы операторов сотовой связи мог произойти в связи с опасениями отмены внутрироссийского роуминга по требованию Федеральной антимонопольной службы, а также возможной подготовкой операторами сотовой связи оборудования для реализации законов, обязывающих их в ближайшем будущем хранить гораздо большие, чем сейчас, объемы информации.

Непродовольственные товары

Годовой темп роста цен на непродовольственные товары в большинстве регионов устойчиво снижался, эта тенденция характеризовалась наибольшей степенью однородности в региональном разрезе. Отмечаемый в мае риск ускорения инфляции на товары длительного пользования (в частности, на автомобили) не реализовался. Годовой темп прироста цен на автомобили снизился (с 4% в апреле до 2,7% в августе в целом по России), при этом объем продаж продолжал устойчиво расти. Дилеры отмечают, что спрос предъявляют не только наиболее обеспеченные слои населения, но и «средний класс», спрос которого поддерживают в том числе государственные программы «Первый автомобиль» и «Семейный автомобиль».

Однородность восстановления экономической активности регионов

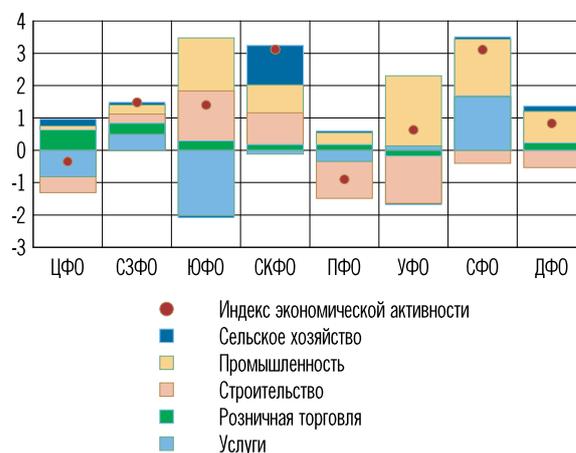
В целом по России в II квартале темп прироста ВВП составил 2,5%. В региональном разрезе наблюдалось повышение однородности восстановительных процессов в экономике – в июле 2017 г. в 59 субъектах был зарегистрирован рост ВРП (в апреле – в 51 субъекте). Основной вклад в восстановление экономической активности по-прежнему вносили промышленное производство и сельское хозяйство. Розничная торговля демонстрировала слабopожительную динамику, а объем платных услуг населению в большинстве федеральных округов снижался (рис. 3).

Ключевой вклад в прирост промышленного производства (на федеральном уровне ИПП в июле составил 1,0%) вносили крупнейшие промышленные центры с диверсифицированной структурой экономики – Красноярский край и Московская область, а также крупнейший добывающий регион – Тюменская область.

Продолжение восстановительных процессов в экономике подтверждалось также активизацией лизинга. По данным опроса Банка России, из 3477 предприятий 30% прибегали к использованию лизинговых услуг (причем более половины из них относились к категории малых и средних предприятий). Среди предметов лизинга преобладали легковой и грузовой

Рисунок 3

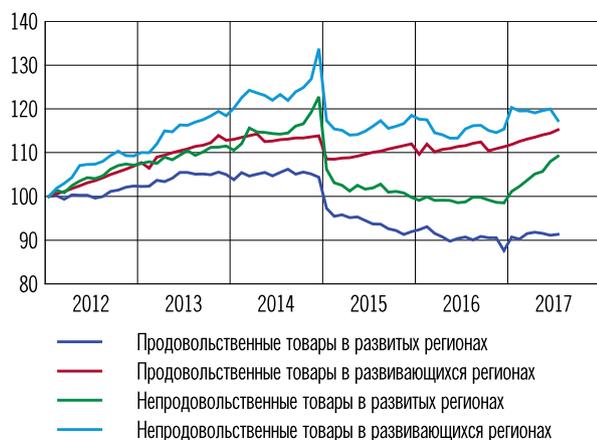
Вклады ВЭД в экономическую активность
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Оборот розничной торговли (с исключением сезонности) (январь 2012 г. = 100%)

Рисунок 4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

автотранспорт (53%), машины и оборудование (27%), сельскохозяйственная техника (12%). Тем не менее предприятия дают осторожные оценки в отношении дальнейших перспектив развития бизнеса: о планах по заключению новых договоров лизинга сообщило только 10,8% от общего количества респондентов.

В сельском хозяйстве в рассматриваемом периоде активно развивались процессы импортозамещения. На данный момент реализуется более 520 инвестиционных проектов, основная доля которых приходится на Центральный (23,5%) и Приволжский федеральные округа (22,3%). Больше всего инвестиционных проектов реализуется в производстве мяса, молока и молочной продукции, создании тепличных хозяйств.

В II квартале на федеральном уровне наблюдалось существенное увеличение объема строительных работ. При этом в региональном разрезе сохранялась достаточно разнородная динамика – стандартное отклонение распределения показателя продолжило расти. В большинстве субъектов строительная отрасль оставалась депрессивной, при этом наибольшее падение демонстрировало жилищное строительство. Высокие темпы роста наблюдались в регионах, где действовали крупные проекты с государственной поддержкой (в частности, в регионах Северо-Кавказского, Южного и Дальневосточного федеральных округов). В Северо-Кавказском федеральном округе объем 30 крупнейших реализуемых инве-

стиционных проектов превышал 700 млрд руб. (существенно в масштабах экономики округа). Значительный рост в строительстве был также отмечен в Республике Крым и г. Севастополе. Он обусловлен увеличением объемов работ по строительству моста через Керченский пролив, федеральной трассы «Таврида» и нового здания международного аэропорта «Симферополь».

В динамике потребительской активности в России наблюдалось постепенное оживление, в то время как динамика потребительской активности в регионах оставалась разнородной. В регионах с высоким уровнем развития наблюдался существенный прирост ОРТ по непродовольственным товарам; в регионах со средним уровнем развития и ниже спрос сохранялся ниже своего докризисного уровня (рис. 4). Таким образом, в регионах, где выше покупательная способность населения (значительные доходы и сбережения населения), наблюдается реализация отложенного спроса населения на товары длительного пользования. Начавшееся расширение потребительской активности в силу своей постепенности и восстановительного характера не носит инфляционного характера.

Развитие процессов импортозамещения и увеличение экспорта в 2014–2017 годах

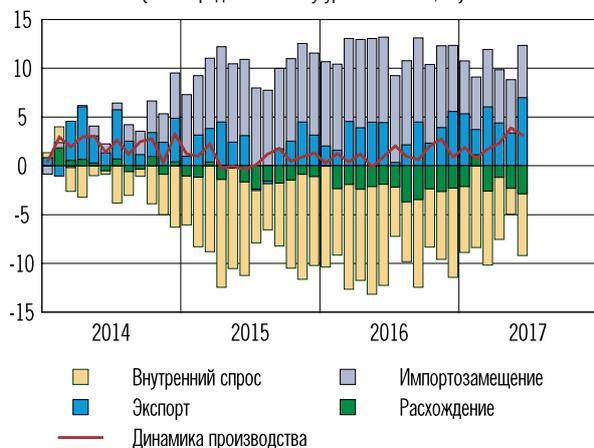
С середины 2014 г. в результате введения продовольственных контрсанкций и ослабления рубля отечественная продукция получила конкурентное преимущество. С начала 2015 г. импортозамещение и рост экспорта внесли существенный вклад в поддержку отечественных производств (рис. 1). В результате масштаб сокращения выпуска в российской промышленности в кризисный период оказался значительно меньше падения внутреннего спроса.

В развитии импортозамещения в последние годы можно выделить два периода – его активное развитие с 2014 г. по середину 2016 г. и торможение – начиная со второй половины 2016 года.

Рисунок 1

Динамика обрабатывающей промышленности и вклады факторов

(в % к среднемесячному уровню 2013 г., sa)



Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

Активное замещение импорта продовольственных товаров началось с августа 2014 г. после введения продуктового эмбарго, а к концу 2014 г., после значительного снижения курса национальной валюты, процесс импортозамещения охватил многие отрасли российской промышленности.

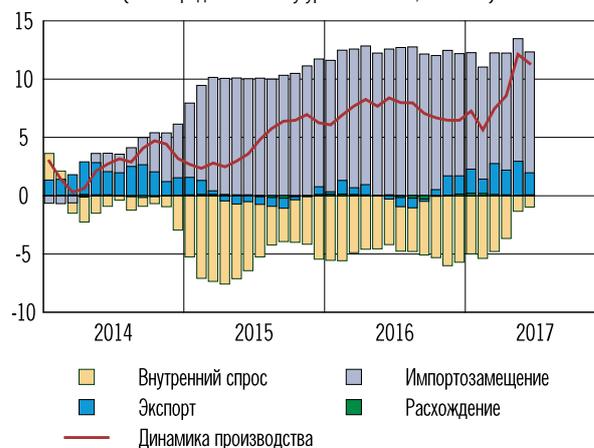
Наиболее весомый вклад импортозамещения в динамику выпуска наблюдался в производстве продовольственных товаров (где доля импорта в товарных ресурсах в 2012–2013 гг. была достаточно высокой – около 25%), а наименее заметный – в переработке сырья (ввиду изначально низкой доли импорта).

С середины 2016 г. потенциал импортозамещения начал ослабевать. В одних производствах это было связано с практически полным вытеснением импорта. В других – с постепенным исчерпанием ценовых конкурентных преимуществ, полученных в результате ослабления рубля. Сильнее всего процесс вытеснения импорта замедлился в производстве непродовольственных потребительских товаров, а также товаров инвестиционного спроса, что может быть обусловлено недостаточной конкурентоспособностью отечественной продукции в этом сегменте рынка. Тем не менее некоторые производства продолжили увеличивать выпуск благодаря импортозамещению, что свидетельствует о возможности производителей конкурировать с импортными аналогами (сельскохозяйственная техника, металлорежущие станки, грузовые автомобили, автобусы). В производ-

Рисунок 2

Динамика производства пищевых продуктов и вклады факторов

(в % к среднемесячному уровню 2013 г., ЗММА sa)



Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

стве продовольственных товаров и товаров промежуточного спроса импортозамещение по-прежнему стимулирует рост выпуска, однако его потенциал также ослабевает.

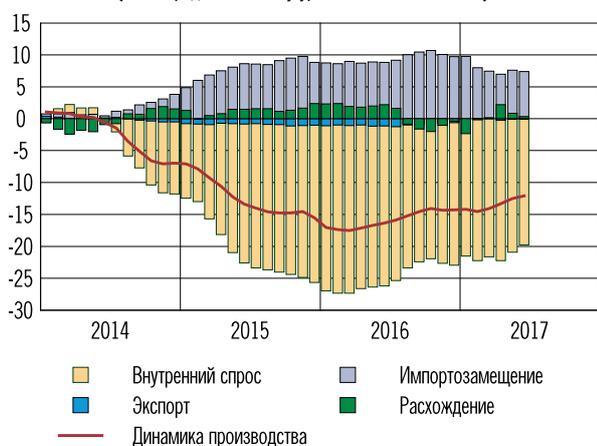
Товары потребительского спроса

Развитие импортозамещения существенно поддержало выпуск в сельском хозяйстве и пищевой промышленности. Устойчивый рост отечественного производства отмечается на рынке мяса, где производители реализуют потенциал, связанный с закрытием импорта из стран, попавших под эмбарго. Доля говядины отечественного производства возросла в I квартале 2017 г. до 59% по сравнению с началом 2014 г., когда она составляла 48%. В производстве свинины уровень обеспечения собственным мясом в I квартале 2017 г. приблизился к 92% (тогда как в начале 2014 г. он составлял 82%). Рынок птицы практически полностью обеспечен отечественной продукцией (потенциал импортозамещения исчерпан).

Активное замещение импорта происходит в молочной промышленности, хотя основное увеличение производства произошло в первой половине 2015 года. Ярким примером может служить рынок сыров, где доля отечественной продукции возросла с 52% (по данным за I квартал 2014 г.) до 72% в I квартале 2017 года. Вместе с тем потенциал импортозамещения в молочной промышленности ограничен де-

Рисунок 3

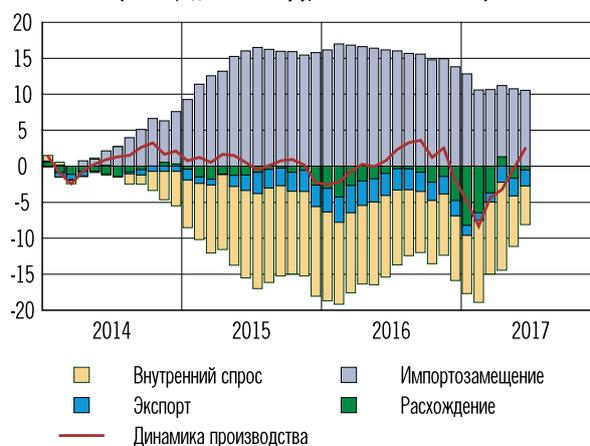
Динамика производства непродовольственных потребительских товаров и вклады факторов
(в % к среднемесячному уровню 2013 г., ЗММА sa)



Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

Рисунок 4

Динамика производства товаров инвестиционного спроса и вклады факторов
(в % к среднемесячному уровню 2013 г., ЗММА sa)



Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

фицитом отечественного сырого молока, увеличение производства которого требует развития молочного животноводства и представляет собой длительный процесс.

Помимо импортозамещения, важным фактором роста выпуска отдельных пищевых производств является экспорт. Его увеличение оказывает поддержку пищевой промышленности. Переработка хорошего урожая 2016 г. позволила в течение длительного периода времени сохранять высокие темпы роста экспорта готовой продукции, например подсолнечного масла, муки. Стремительно увеличивается экспорт продукции свиноводства и птицеводства, однако его вклад в рост производства мясной промышленности остается незначительным.

Вклад импортозамещения в динамику производства непродовольственных потребительских товаров оказался менее значительным, чем в производство продуктов питания (рис. 3). Вытеснение импорта поддержало выпуск лекарственных препаратов, моющих средств, бытовых приборов (холодильники, стиральные машины) и некоторых товаров легкой промышленности (обувь, сумки).

Товары инвестиционного спроса

Процесс вытеснения импорта в производстве инвестиционных товаров носит характер точек роста, производств с устойчивым импор-

тозамещением немного. Среди них – производство сельскохозяйственных машин и оборудования, комбайнов, тракторов, доильных установок (спрос на эту продукцию, в свою очередь, связан с импортозамещением в сельском хозяйстве, а также с расширением программы предоставления субсидий производителям сельхозтехники). Также импорт активно вытесняется в производстве транспортных средств (грузовых автомобилей, автобусов – в том числе благодаря увеличению государственных закупок). Интенсивный рост, связанный с переключением спроса на отечественные товары, демонстрируют производства автомобильных двигателей и газовых турбин; выпуск лифтов, элеваторов; производство металлорежущих станков. Напротив, в большинстве подотраслей электронного оборудования импортозамещение развито слабо – его вклад в рост производства не компенсирует падение внутреннего спроса.

С середины 2016 г. влияние импортозамещения на выпуск товаров инвестиционного назначения начало ослабевать, что связано с ослаблением ценовых конкурентных преимуществ при сохранении в целом невысокой конкурентоспособности отечественной продукции (рис. 4).

Небольшую поддержку отдельным производствам оказывает локальный рост экспорта некоторых товаров инвестиционного назначения (комбайнов, культиваторов, грузовых вагонов, радиолокационной аппаратуры).

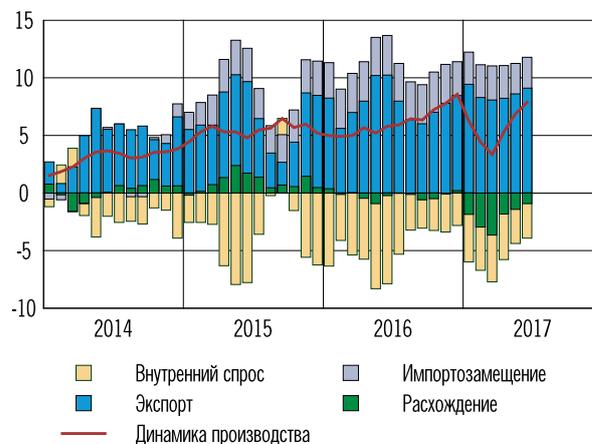
Товары промежуточного спроса

Импортозамещение в производстве товаров промежуточного спроса выражено слабее по сравнению с другими группами товаров (рис. 5). В таких отраслях, как производство нефтепродуктов, деревообработка, производство целлюлозы, доля отечественной продукции на внутреннем рынке близка к 100%, поэтому вклад импортозамещения в прирост выпуска ограничен. Устойчивую поддержку выпуску в указанных видах деятельности оказывает экспорт.

Вытеснение импорта происходило лишь в тех производствах, где доля импорта в товарных ресурсах изначально была относительно высока. К таким видам деятельности относятся химическая промышленность, производство резины и пластмасс.

Рисунок 5

Динамика производства товаров промежуточного спроса и вклады факторов
(в % к среднемесячному уровню 2013 г., ЗММА sa)



Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

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

Таблица 1

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

Банк России провел первый аукцион по размещению собственных купонных облигаций	Банк России 15 августа 2017 г. провел первый аукцион по размещению собственных купонных облигаций. Банк России предложил кредитным организациям ОБР в объеме 150 млрд рублей. Погашение ОБР запланировано на 15 ноября 2017 года. Купонный доход по облигациям будет начисляться исходя из действующей ключевой ставки на каждый день купонного периода. Этот выпуск преимущественно носит технический характер, то есть направлен на то, чтобы кредитные организации оценили готовность к работе с этими бумагами и при необходимости уточнили внутренние процедуры. В дальнейшем Банк России будет выпускать ОБР для абсорбирования устойчивой части формирующегося избытка ликвидности.
Банк России изменил подходы к формированию Ломбардного списка (в части пересмотра общих требований для включения ценных бумаг)	С 14 июля 2017 г. при включении в Ломбардный список новых выпусков облигаций российских эмитентов требуется наличие кредитного рейтинга на уровне не ниже «ruBBB», присвоенного рейтинговым агентством АО «Эксперт РА» (из облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации только в отношении облигаций кредитных организаций), или не ниже «BBB (RU)», присвоенного рейтинговым агентством АКРА (АО). Кроме того, Банком России начали учитываться результаты собственной оценки кредитного качества ценных бумаг, условия их размещения и обращения, а также иные существенные обстоятельства. Также с 14 июля 2017 г. минимальный уровень кредитного рейтинга для облигаций иностранных эмитентов, включаемых в Ломбардный список, установлен на уровне «BB-/«Ba3» по классификации рейтинговых агентств S&P Global Ratings, Fitch Ratings/Moody's Investors Service.
Банк России изменил подходы к формированию Ломбардного списка (в части требований к отдельным группам эмитентов)	С 1 октября 2017 г. приостанавливается включение в Ломбардный список новых выпусков следующих ценных бумаг: облигаций кредитных и страховых организаций; облигаций Внешэкономбанка; облигаций международных финансовых организаций; долговых ценных бумаг, выпущенных юридическими лицами – нерезидентами Российской Федерации за пределами Российской Федерации, бенефициарами или конечными заемщиками которых являются российские кредитные и страховые организации, а также Внешэкономбанк. С 1 октября 2017 г. осуществляется поэтапное повышение дисконтов/снижение поправочных коэффициентов по включенным в Ломбардный список ценным бумагам указанных финансовых организаций. С 1 июля 2018 г. операции репо и операции кредитования с этими бумагами будут приостановлены.
Банк России расширил Ломбардный список	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России от 16, 29 июня и от 1 сентября 2017 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включено 38 выпусков ценных бумаг.
Банк России увеличил совокупный лимит на предоставление кредитов, обеспеченных поручительствами АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства»	В соответствии с решением Совета директоров Банка России от 7 июля 2017 г. совокупный лимит на предоставление кредитов, обеспеченных поручительствами АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», увеличен до 175 млрд рублей.
Банк России ввел механизм экстренного предоставления ликвидности (МЭПЛ)	Банк России 1 сентября 2017 г. ввел механизм экстренного предоставления ликвидности (МЭПЛ). Теперь банки, которые будут испытывать временные проблемы с ликвидностью, могут обратиться в Банк России и получить средства на срок до 90 дней по фиксированной ставке, соответствующей ключевой ставке, увеличенной на 1,75 процентного пункта.
Банк России прекращает проведение аукционов репо в иностранной валюте	Банк России с 11 сентября 2017 г. прекратил проведение регулярных аукционов репо в иностранной валюте. Вместе с тем Банк России 2 октября 2017 г. проведет аукцион репо в иностранной валюте на срок 28 дней.

Таблица 2

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

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	(% годовых)				
					На 1.01.17	С 27.03.17	С 2.05.17	С 19.06.17	С 18.09.17
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) ¹ ; операции репо	1 день	Ежедневно	11,00	10,75	10,25	10,00	9,50
			От 2 до 549 дней	Ежедневно	11,75	11,50	11,00	10,75	10,25
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами ² Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами ²	3 месяца	Ежемесячно ³	10,25	10,00	9,50	9,25	8,75
			1 неделя	Еженедельно ⁴					
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁵	10,00 (ключевая ставка)	9,75 (ключевая ставка)	9,25 (ключевая ставка)	9,00 (ключевая ставка)	8,50 (ключевая ставка)
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ⁴					
			1 неделя	Еженедельно ⁴					
	Операции постоянного действия	Аукционы по размещению ОВР ²	1 день, до востребования	Нерегулярно	-	-	-	9,00	8,50
			1 день, до востребования	Ежедневно	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50

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_154523if2015-01-19T15_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.

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 1.07.16	На 1.07.17	На 1.08.17	На 1.09.17
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	1,5	4,2	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			1,2	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			0,0	0,0	0,0	0,0
		Операции репо			273,7	103,2	396,1	767,5
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней		242,1	8,8	14,3	54,5
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно ¹	219,6	0,0	0,0	0,0
			18 месяцев	Нерегулярно ²				
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ³	370,7	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней					
	Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней	Нерегулярно ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней		0,0	470,0	519,6	1003,7
			1 неделя	Еженедельно ³				
		Аукционы по размещению ОБР	3 месяца	Нерегулярно	-	-	-	150,2
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	436,8	188,4	182,1	185,7

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 по 31.03.16	С 1.04.16	С 1.07.16	С 1.08.16
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях				
По иным обязательствам в рублях				
Перед физическими лицами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте				
По иным обязательствам в иностранной валюте				

Источник: Банк России.

Таблица 3

Коэффициент усреднения обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 4

Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота 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 1.07.16	На 1.07.17	На 1.08.17
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	0,0	0,0	100,1	100,1
	28 дней			12 955,2	2 305,5	1 365,1	1 197,2
	12 месяцев			168,5	0,0	0,0	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней			3,25	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	420,5	0,0	0,0	0,0

¹ Кредитные аукционы в 2016 г. и в январе-августе 2017 г. не проводились; проведение аукционов репо на срок 12 месяцев приостановлено с 1 апреля 2016 г.; проведение регулярных аукционов репо на сроки 1 неделя 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	Процентная ставка, % годовых ²						Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.					Лимит на 1.09.17, млрд руб.
			На	С	С	С	С	С	На	На	На	На	На	
			1.01.17	27.03.17	2.05.17	19.06.17	18.09.17	1.07.16	1.07.17	1.08.17	1.09.17			
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСПАР»	9,00	8,75	6,50	6,50	6,50	50,98	33,47	33,66	45,08	75,00		
Крупные инвестиционные проекты ³	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственным гарантиями Российской Федерации	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	91,02	102,43	107,16	104,23	150,00		
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	8,75	8,25	8,00	7,50	0,86	0,00	0,00	0,00			
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ⁴	10,00	9,75	9,25	9,00	8,50	29,31	29,31	29,31	29,31	30,00		
Военная ипотека	До 3 лет	Поручительства 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	0,00	0,20	0,20	0,20	10,00		
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,00	9,75	9,25	9,00	8,50	29,31	29,31	29,31	29,31	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 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 прелюбительности ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

² Дополнительная информация о процентных ставках по специализированным механизмам размещена в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте 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 принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

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

Источник: Банк России.

Таблица 6

Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг
(в % месяц к предыдущему месяцу)

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары ¹	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2015								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3
Сентябрь	0,6	0,8	0,4	0,7	-2,3	1,1	1,1	0,0
Октябрь	0,7	0,7	1,0	0,8	2,9	1,0	1,1	-0,1
Ноябрь	0,8	0,6	1,2	0,7	5,6	0,7	0,8	0,2
Декабрь	0,8	0,6	1,2	0,6	6,6	0,4	0,5	0,7
В целом за год (декабрь к декабрю)	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
2016								
Январь	1,0	0,8	1,2	0,6	6,2	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,6	0,7	0,7	0,5	2,3	0,8	0,9	0,3
Март	0,5	0,6	0,4	0,6	-1,3	0,8	0,8	0,1
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,1	0,6	0,6	0,3
Май	0,4	0,5	0,4	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5
Июнь	0,4	0,4	0,1	0,3	-1,1	0,5	0,4	0,6
Июль	0,5	0,3	0,0	0,5	-4,2	0,4	0,3	1,7
Август	0,0	0,4	-0,6	0,4	-8,9	0,4	0,4	0,3
Сентябрь	0,2	0,5	-0,1	0,4	-5,4	0,6	0,6	0,1
Октябрь	0,4	0,4	0,8	0,6	2,5	0,5	0,6	-0,3
Ноябрь	0,4	0,4	0,7	0,5	2,5	0,4	0,5	0,0
Декабрь	0,4	0,3	0,6	0,6	0,9	0,3	0,3	0,3
В целом за год (декабрь к декабрю)	5,4	6,0	4,6	6,0	-6,8	6,5	6,8	4,9
2017								
Январь	0,6	0,4	0,9	0,3	5,3	0,5	0,4	0,5
Февраль	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6	0,2	0,2	0,3
Март	0,1	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0
Апрель	0,3	0,2	0,6	0,1	4,7	0,2	0,1	0,2
Май	0,4	0,1	0,6	-0,1	5,8	0,2	0,1	0,4
Июнь	0,6	0,1	1,0	0,1	8,3	0,1	0,0	0,7
Июль	0,1	0,1	-1,0	0,1	-8,3	0,1	0,1	1,6
Август	-0,5	0,1	-1,8	0,0	-15,5	0,1	0,1	0,4

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг
(в % месяц к соответствующему месяцу предыдущего года)

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары ¹	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2015								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,1	11,6
Июнь	15,3	16,7	18,8	18,4	22,8	14,2	15,0	11,7
Июль	15,6	16,5	18,6	17,5	27,9	14,3	15,0	13,4
Август	15,8	16,6	18,1	17,0	29,1	14,6	15,3	14,1
Сентябрь	15,7	16,6	17,4	16,4	27,7	15,2	16,0	13,8
Октябрь	15,6	16,4	17,3	16,2	27,9	15,6	16,6	13,1
Ноябрь	15,0	15,9	16,3	15,5	24,3	15,7	16,7	11,9
Декабрь	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
2016								
Январь	9,8	10,7	9,2	10,2	2,0	10,9	11,4	9,0
Февраль	8,1	8,9	6,4	7,8	-2,7	9,5	9,9	8,5
Март	7,3	8,0	5,2	6,7	-5,1	8,8	9,1	8,2
Апрель	7,3	7,6	5,3	6,3	-1,6	8,5	8,7	8,4
Май	7,3	7,5	5,6	6,4	0,0	8,4	8,5	8,4
Июнь	7,5	7,5	6,2	6,5	4,1	8,5	8,7	7,9
Июль	7,2	7,4	6,5	6,7	4,2	8,4	8,7	6,5
Август	6,9	7,0	6,5	6,7	5,3	8,1	8,4	5,5
Сентябрь	6,4	6,7	5,9	6,4	1,9	7,5	7,9	5,6
Октябрь	6,1	6,4	5,7	6,1	1,5	7,0	7,4	5,4
Ноябрь	5,8	6,2	5,2	6,0	-1,5	6,7	7,0	5,3
Декабрь	5,4	6,0	4,6	6,0	-6,8	6,5	6,8	4,9
2017								
Январь	5,0	5,5	4,2	5,7	-7,6	6,3	6,4	4,4
Февраль	4,6	5,0	3,7	5,4	-9,0	5,7	5,7	4,3
Март	4,3	4,5	3,5	4,9	-7,6	5,1	5,0	4,2
Апрель	4,1	4,1	3,6	4,5	-3,1	4,7	4,6	4,1
Май	4,1	3,8	3,9	4,0	2,0	4,4	4,2	4,0
Июнь	4,4	3,5	4,8	3,8	11,6	4,0	3,8	4,1
Июль	3,9	3,3	3,8	3,4	6,9	3,7	3,5	4,1
Август	3,3	3,0	2,6	2,9	-0,8	3,4	3,2	4,1

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

Макроэкономические индикаторы
(с исключением сезонности, прирост в % к предыдущему периоду)

	Промышлен- ное производ- ство ¹	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузооборот транспорта	Оборот рознич- ной торговли	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД ²	ВВП ³
2015								
Январь	-2,9	0,1	-0,6	-0,3	-9,1	-7,0	-0,6	
Февраль	-1,7	0,0	-0,6	-0,1	-2,8	-0,5	-1,2	
Март	1,9	0,3	-0,7	2,3	0,1	-0,1	0,8	-2,6
Апрель	-0,8	-0,1	0,0	-1,9	-0,3	-0,9	-4,0	
Май	-0,6	0,1	-0,3	-0,6	0,3	0,2	1,5	
Июнь	0,8	0,4	-0,2	0,4	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3
Июль	0,0	-1,3	-1,2	2,4	-0,2	-0,3	0,6	
Август	0,6	1,3	-0,4	-1,0	-0,1	-0,4	0,0	
Сентябрь	0,6	0,5	-0,1	0,7	-0,7	-0,5	0,8	-0,2
Октябрь	-0,7	-1,4	-0,9	2,9	0,0	-0,2	0,4	
Ноябрь	0,1	1,1	-0,7	-1,3	-0,5	-0,5	-5,1	
Декабрь	0,5	0,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	0,3	-0,3
2016								
Январь	-1,1	0,1	-1,1	-2,8	-1,0	-0,7	-4,7	
Февраль	3,1	0,3	0,2	2,8	0,0	1,8	1,9	
Март	-1,8	-0,1	-0,3	-1,4	-1,0	-2,5	-0,3	-0,2
Апрель	-0,3	0,3	-1,2	-1,2	0,0	0,2	0,3	
Май	-0,8	0,2	-0,5	-0,4	-0,6	-0,4	-1,1	
Июнь	1,2	0,0	-0,9	1,3	-0,2	-0,1	1,2	0,0
Июль	0,5	1,2	0,6	2,0	0,0	0,0	1,2	
Август	0,0	-0,7	-0,1	0,4	-0,2	0,1	0,3	
Сентябрь	-0,4	0,0	-0,3	1,6	0,1	0,0	0,4	0,2
Октябрь	0,7	-0,1	0,6	-1,5	-0,4	0,0	-0,8	
Ноябрь	1,2	0,5	0,2	1,8	0,1	0,2	0,7	
Декабрь	-1,5	-0,1	-0,5	0,4	-0,3	-0,1	0,1	0,4
2017								
Январь	0,8	-0,2	0,6	1,8	0,6	0,5	-0,9	
Февраль	-1,4	0,1	0,0	-1,2	-0,3	0,2	-0,1	
Март	1,3	0,3	0,4	-0,9	0,5	0,2	0,8	0,6
Апрель	0,8	0,1	1,0	3,6	0,0	0,1	0,9	
Май	1,6	0,2	0,7	-0,2	0,2	0,2	0,6	
Июнь	-0,5	0,0	0,7	0,7	0,1	0,2	0,2	0,7
Июль	-1,1	-0,1	0,7	-0,5	0,0	...	-0,7	

¹ Оценка Росстата.

² Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.

³ Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

Макроэкономические индикаторы
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	2016	2017									Справочно: 2016
	Всего	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Январь-июль	Январь-июль	
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	0,5	2,6	-2,3	1,7	2,9	5,8	4,5	1,8	2,5	0,4	
Промышленное производство	1,3	2,3	-2,7	0,8	2,3	5,6	3,5	1,1	1,9	1,3	
Продукция сельского хозяйства	4,8	0,6	0,2	1,1	0,8	0,3	1,3	-2,9	-0,7	4,4	
Строительные работы	-4,3	-2,4	-4,5	-5,0	-0,4	3,8	5,3	7,1	1,6	-6,0	
Оборот розничной торговли	-4,6	-2,1	-2,6	-0,2	0,1	0,7	1,2	1,0	-0,2	-4,8	
Реальные располагаемые денежные доходы населения	-5,9	8,2	-3,7	-2,3	-7,5	-0,1	0,0	-0,9	-1,4	-5,3	
Реальная начисленная заработная плата одного работника	0,8	3,1	1,0	3,2	3,7	2,8	3,9	4,6	3,0	-0,2	
Численность безработных	-0,5	-3,2	-4,6	-10,0	-10,4	-8,3	-7,9	-5,3	-7,1	2,0	
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)	5,4 ¹	5,6	5,6	5,4	5,3	5,2	5,1	5,1	5,1 ¹	5,3 ¹	

¹ На конец периода.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП¹
стран – торговых партнеров России согласно базовому сценарию
(%)

	Прогноз роста ВВП в 2017 г.		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Сентябрь 2017	Июнь 2017	
Всего	2,4	2,1	100,0
1 Германия	1,7	1,5	14,6
2 Китай	6,4	6,2	10,3
3 Италия	0,9	0,6	9,3
4 Турция	3,0	2,4	6,9
5 Беларусь	0,3	0,2	5,5
6 Япония	1,3	0,8	5,3
7 Республика Корея	2,5	2,2	4,7
8 Бельгия	1,3	1,1	4,6
9 Польша	3,3	2,8	4,4
10 Соединенное Королевство	1,6	1,6	4,4
11 Казахстан	2,7	2,3	4,2
12 Нидерланды	1,9	1,7	3,3
13 США	2,1	2,2	3,1
14 Франция	1,3	1,0	3,1
15 Финляндия	1,6	0,8	3,1
16 Латвия	3,7	2,5	3,0
17 Индия	6,6	6,8	1,9
18 Швейцария	1,1	1,1	1,5
19 Чехия	2,6	2,2	1,4
20 Венгрия	3,4	2,9	1,4
21 Словакия	2,9	2,7	1,4
22 Литва	3,1	3,0	1,3
23 Испания	2,6	2,2	1,3
24 Украина	2,0	2,2	0,0

¹ Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по доле в российском экспорте 24 стран – торговых партнеров. Удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры. Прогноз по агрегированному ВВП дается без учета экономики Украины, с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

О сберегательной и потребительской моделях поведения населения.....	11
О влиянии международной трудовой миграции на динамику реальной заработной платы в России.....	16
Риски в сельском хозяйстве и их влияние на инфляцию	19
Волатильность динамики цен на плодоовощную продукцию и инфляция в 2017 году	21
Бюджетная политика.....	28
Индексация оплаты труда работников бюджетной сферы.....	30

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

Риск 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 (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Неторгуемый сектор экономики

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Обязательные резервы

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

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

Относительная цена

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

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Режим плавающего валютного курса

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

Режим таргетирования инфляции

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

Спред по CDS

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

Средства расширенного правительства на счетах в Банке России

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

Структурные преобразования

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

Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора

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

Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета

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

Текущий дефицит/профицит ликвидности

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

Торгуемый сектор экономики

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов.

Трендовая инфляция

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

Условия внешней торговли

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

Изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К факторам формирования ликвидности относятся изменение объема наличных де-

нег 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

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 федеральных займов

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

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

- ОФЗ-ПК** – облигации федерального займа с переменным купонным доходом
- ОЭСР** – Организация экономического сотрудничества и развития
- ПАО** – публичное акционерное общество
- ПСК** – полная стоимость кредита
- п.п.** – процентный пункт
- РПБ6** – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом
- РЭБ** – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»
- СНС** – система национальных счетов
- СФР** – страны с формирующимися рынками
- УБК** – условия банковского кредитования
- УК** – управляющая компания
- ФАО** (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
- ФБ ММВБ** – Фондовая биржа ММВБ
- ФГУП** – Федеральное государственное унитарное предприятие
- ФРС** – Федеральная резервная система США
- ФТС** – Федеральная таможенная служба
- Cbonds-Muni** – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый 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 Московской Биржей)
- 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)

