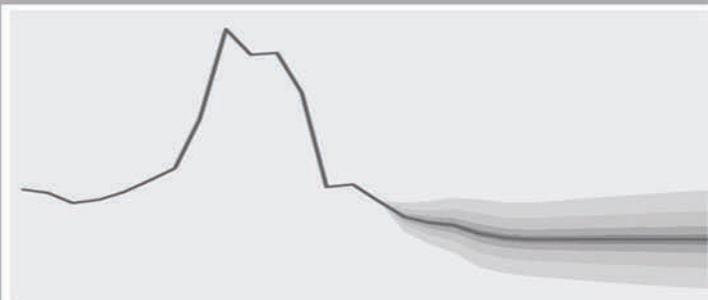




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 4
ДЕКАБРЬ 2017

ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ

МОСКВА

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по статистическим данным на 8.12.2017.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 1.12.2017 (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>	5
<i>Внутренние финансовые условия</i>	8
<i>Экономические условия</i>	12
<i>Инфляция</i>	14
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	21
<i>Базовый сценарий</i>	21
<i>Сценарий с ростом цен на нефть</i>	29
<i>Риски среднесрочного прогноза</i>	31
ПРИЛОЖЕНИЯ	33
<i>Динамика основных статей платежного баланса России в III квартале 2017 года</i>	33
<i>Экономическая ситуация в регионах России</i>	35
<i>Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы</i>	38
<i>Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России</i>	41
<i>Статистические таблицы</i>	44
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	53
ГЛОССАРИЙ	54
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	61

РЕЗЮМЕ

В сентябре – первой половине декабря российская экономика продолжала расти темпом, близким к потенциальному, а инфляционное давление оставалось низким.

Годовая инфляция в ноябре составила 2,5%. Средняя инфляция за скользящий год в ноябре опустилась до 3,9%. При этом масштаб произошедшего замедления роста цен в последние месяцы несколько превысил ожидания Банка России, что преимущественно объяснялось действием временных факторов. Среди них ключевыми были повышение предложения на рынке сельскохозяйственной продукции в результате высокого урожая и дефицита мощностей для длительного хранения отдельных ее видов, а также эффекты базы, связанные с более поздней уборочной кампанией. Влияние временных факторов со стороны рынка продовольствия на уровень годовой инфляции, как ожидается, будет исчерпываться на горизонте одного года. Вклад укрепления рубля в годовую инфляцию продолжает уменьшаться и приблизится к нулю в начале 2018 года.

По итогам 2017 г. инфляция составит менее 3% и постепенно приблизится к 4% к концу 2018 г. по мере исчерпания влияния временных факторов. Невысокому уровню инфляционного давления в экономике, помимо временных факторов, способствовало также сохранение умеренной потребительской и кредитной активности и продолжившееся снижение инфляционных ожиданий, условия для чего формировало в том числе проведение последовательной умеренно жесткой денежно-кредитной политики. В сентябре-декабре замедление роста цен затронуло все основные группы товаров – как продовольственные, так и непродовольственные. Исключение составили лишь отдельные товары (например, нефтепродукты), рост цен на которые отражал влияние повышения цен на нефть, а также услуги. Однако и по этим категориям темп прироста цен оставался на относительно низком уровне, вблизи исторических минимумов. Большой круг показателей ценовой динамики, в том числе в разрезе отдельных рынков и регионов, указывает на то, что замедление темпов прироста цен до уровня не выше 4% приобрело устойчивый характер и широкое распространение.

Устойчивое восстановление внутреннего потребительского спроса оставалось основным драйвером роста экономики, однако происходило достаточно плавно и не препятствовало замедлению роста цен. Основным фактором, поддерживавшим потребительскую активность, оставались доходы. По мере их роста наблюдалось также постепенное улучшение качества кредитных портфелей, вследствие чего банки осторожно смягчали неценовые условия кредитования. В совокупности со снижением рыночных процентных ставок, основу для которого создавало реализованное и ожидаемое изменение ключевой ставки Банка России, это вело к некоторому увеличению доступности кредита в экономике. Указанные тенденции в динамике кредитной активности, по оценкам Банка России, сохранятся на прогнозном горизонте, что будет вносить вклад в расширение спектра источников финансирования инвестиций для компаний и потребления для населения. При этом плавность этого процесса должна обеспечить отсутствие рисков для ценовой и финансовой стабильности. Этому будет способствовать в том числе постепенный и взвешенный переход от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике.

Инфляционные ожидания снижались как у профессиональных участников рынка, так и у домохозяйств. Вместе с тем, согласно опросам, инфляционные ожидания населения все еще остаются на повышенном уровне относительно целевого значения 4% и сохраняют высокую чувствительность к временным факторам. Повышение устойчивости инфляционных ожиданий субъектов экономики, а также в целом их уверенности в будущем и, следовательно, готовности расширять горизонт планирования при принятии хозяйственных решений может потребовать значительного

времени, а также проведения дополнительных мероприятий информационного характера со стороны Банка России.

Изменение конъюнктуры мирового рынка нефти стало основным фактором пересмотра предпосылок среднесрочного прогноза и оценки баланса рисков. В связи с продлением соглашения стран – экспортеров нефти об ограничении добычи в базовом сценарии была повышена предполагаемая траектория цен на нефть на 2018 год. С учетом этого были уточнены прогноз и оценка баланса внешних рисков для российской экономики и инфляции на ближайшую перспективу.

Согласно базовому сценарию прогноза Банка России, годовые темпы роста ВВП в 2017–2018 гг. сложатся в диапазоне 1,5–2,0%, что близко к оценке среднесрочного потенциала для российской экономики. В 2019 г. на фоне предполагаемого в базовом сценарии ухудшения внешних условий в части цен на нефть рост экономики временно скорректируется (до 1,0–1,5%), однако это замедление будет непродолжительным, и в среднесрочной перспективе годовые темпы роста ВВП восстановятся до уровня 1,5–2,0%. Относительно непродолжительная и небольшая коррекция темпов роста ВВП в ответ на перманентное снижение нефтяных цен будет обусловлено повышением устойчивости российской экономики к внешним шокам, которому содействуют в том числе проводимая Правительством Российской Федерации политика фискальной консолидации и применение бюджетного правила, окончательно закрепленного в Бюджетном кодексе. Выход потенциальных темпов роста экономики на более высокий уровень возможен в случае успешной реализации структурных реформ и институциональных преобразований в российской экономике, которые требуют времени.

С учетом снижения неопределенности по динамике цен на нефть в 2018 г. риски отклонения инфляции вверх от 4%, по оценке Банка России, на горизонте до года несколько снизились. Вместе с тем на среднесрочном горизонте проинфляционные риски по-прежнему преобладают над рисками устойчивого отклонения вниз от цели. К основным источникам рисков превышения инфляцией цели относятся избыточное увеличение потребительской и кредитной активности в экономике, опережающий рост заработных плат по отношению к темпам роста производительности труда, а также неустойчивость динамики инфляционных ожиданий. Ряд факторов формирует риски отклонения инфляции как вверх, так и вниз от 4%. Это повышенная волатильность цен на продовольствие под действием факторов со стороны предложения, а также колебания цен на мировых сырьевых и товарных рынках, динамика которых останется источником неопределенности в 2019–2020 годах. Отчасти чувствительность экономики к колебаниям на сырьевых рынках будет сглаживаться действием бюджетного правила. Кроме того, при оценке баланса рисков Банк России будет учитывать будущие решения в области бюджетной и тарифной политики, а также возможные изменения других внешних условий, кроме мировых цен на нефть.

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 декабря 2017 г. принял решение снизить ключевую ставку с 8,25 до 7,75% годовых. Банк России допускает возможность некоторого снижения ключевой ставки в первом полугодии 2018 года. Принимая решения по ключевой ставке, Банк России будет оценивать баланс рисков существенного и устойчивого отклонения инфляции вверх и вниз от цели, а также динамику экономической активности относительно прогноза.

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Внешние условия

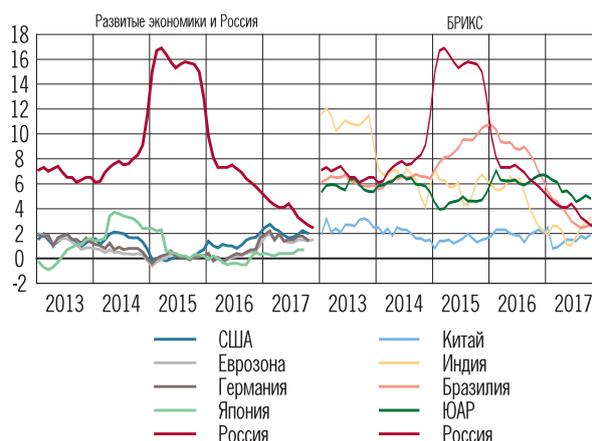
Развитие внешнеэкономической ситуации в сентябре-декабре 2017 г. происходило в целом в рамках ранее сложившихся тенденций и не препятствовало продолжению восстановления российской экономики при выполнении целевых ориентиров по инфляции и сохранении устойчивости финансовой системы. Действие внешних факторов в большинстве своем соответствовало ранее сделанным прогнозам, за исключением динамики мировых цен на нефть, текущие и ожидаемые уровни которых повышались.

Рост глобальной экономики продолжил постепенно ускоряться (рис 1.1). С учетом вышедшей позитивной статистики в отдельных развитых странах и странах с формирующимися рынками (в том числе в европейских странах, а также Китае) Банк России пересмотрел вверх по сравнению с сентябрьским Докладом о денежно-кредитной политике (далее – Доклад) оценку темпа прироста агрегированного ВВП стран – торговых партнеров России на 2017 г.: с 2,3–2,4% до 2,7–2,8%.

Восстановление глобального спроса было достаточно плавным, что определяло сохранение сдержанного инфляционного фона в большинстве развитых стран и стран с формирующимися рынками (рис. 1.2). С учетом этого в крупнейших мировых экономиках преобладала относительно мягкая направленность денежно-кредитной политики, что соответствовало прогнозам. Наряду с другими факторами, это поддерживало сохранение умеренного оп-

Рисунок 1.2

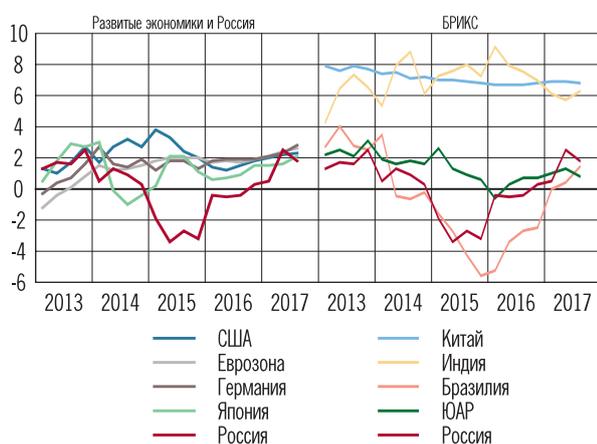
Темпы инфляции в ключевых развитых и развивающихся экономиках
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.1

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



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.3

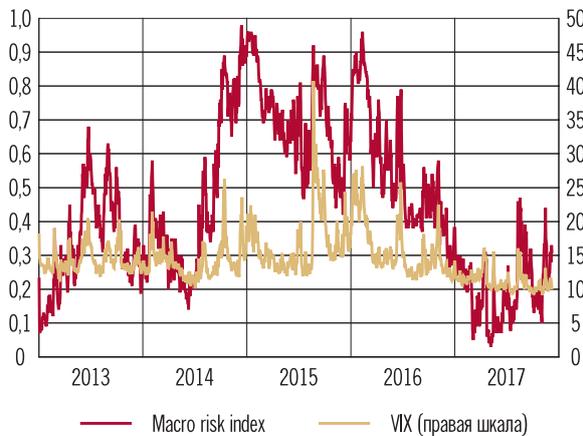
Мировые фондовые индексы
(январь 2013 г. = 100%)



* См. Глоссарий.
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.4

Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках



Источник: Bloomberg.

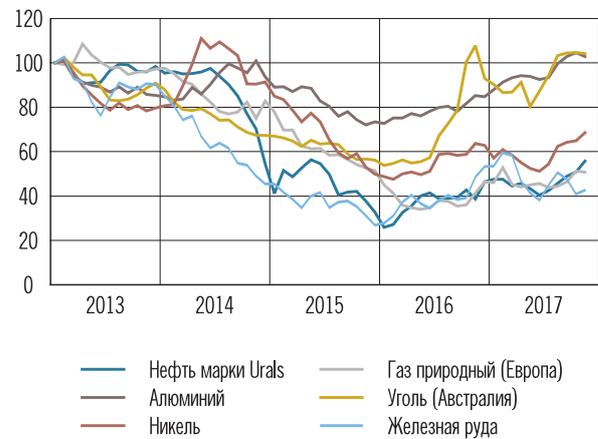
тимизма на мировых финансовых рынках (рис. 1.3, 1.4).

На фоне восстановления мирового спроса преобладали повышательные тенденции в динамике цен на большинство сырьевых товаров, в том числе на нефть (рис. 1.5). Последнее, помимо уверенного роста спроса, поддерживалось и совокупностью факторов со стороны предложения. Соглашение о совместном ограничении добычи ОПЕК и других стран – экспортеров нефти по результатам переговоров в конце ноября было продлено на 2018 год. Кроме того, предложение на глобальном рынке нефти ограничивалось такими локальными тенденциями, как снижение экспорта из Ирака (на фоне внутреннего политического конфликта), сокращение добычи в Венесуэле, приостановка ее быстрого восстановления в Ливии и Нигерии, рост политических рисков в Саудовской Аравии. С учетом действия совокупности этих факторов Банк России в базовом сценарии предполагает, что цены на нефть марки Urals в I квартале 2018 г. сложатся на уровне около \$57 за баррель (в IV квартале 2017 г. – \$59 за баррель).

Ситуация на мировом рынке нефти оказывала неоднозначное действие на российскую экономику. С одной стороны, международное соглашение об ограничении добычи сдерживало рост нефтяного экспорта России в количественном выражении, соответственно отражаясь на производственной и инвестиционной активности в секторе добычи сырья. С другой сторо-

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

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.

ны, ценовой фактор поддерживал рост экспортных поступлений в стоимостном выражении. В совокупности с ростом экспорта других товаров, поддерживаемым внешним спросом, это обеспечивало повышение сальдо торгового баланса и устойчивость счета текущих операций платежного баланса России в целом (подробнее – см. приложение «Динамика основных статей платежного баланса России в III квартале 2017 года»).

В группе стран с формирующимися рынками экономические показатели демонстрировали преимущественно благоприятную динамику (рис. 1.1). На этом фоне рискованные премии по ним в среднем находились заметно ниже

Рисунок 1.7

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



* За ноябрь 2017 г. - оценка по недельным значениям.
Источник: EPFR Global/

Рисунок 1.8

Изменение курса российского рубля и курсов валют стран с формирующимися рынками к доллару США (1.01.2013 = 100%)



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

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

летних уровней, несмотря на кратковременные эпизоды роста в начале сентября и начале ноября (рис. 1.6). Сохранялся интерес международных инвесторов к вложениям в финансовые активы крупнейших стран с формирующимися рынками (рис. 1.7). Вместе с тем валюты большинства стран с формирующимися рынками в сентябре-ноябре несколько ослабились по отношению к доллару США (рис. 1.8). Это можно связать в большой степени с локальным улучшением ожиданий инвесторов относительно перспектив роста экономики США на фоне обсуждения возможных стимулирующих мер фискальной политики.

Изменения рискованной премии на Россию, притока средств иностранных инвесторов на российские рынки и курса национальной валюты в сентябре-ноябре в значительной мере совпадали с динамикой аналогичных показателей по всей группе стран с формирующимися рынками. Вместе с тем нетипичным было то, что ослабление рубля, усилившееся в ноябре (рис. 1.8), происходило на фоне роста мировых цен на нефть. Такое расхождение, помимо обозначенного выше фактора укрепления доллара США, может объясняться и тем, что участники рынка воспринимали наблюдаемое удорожание нефти до уровней около \$60 за баррель как кратковременное явление. Кроме того, чувствительность курса рубля к колебаниям цен на нефть ослабляло действие операций Минфина России по покупке иностранной валюты

на внутреннем валютном рынке в рамках выполнения бюджетного правила, направленного на накопление суверенных фондов в среднесрочной перспективе и смягчение действия на российскую экономику изменений конъюнктуры мировых сырьевых рынков (подробнее – см. врезку «Бюджетное правило» в разделе 2).

В ближайшей перспективе, как ожидается, сохранится привлекательность России для внешних инвесторов, поддерживаемая в том числе восстановлением экономической активности и последовательной экономической политикой. Погашение и рефинансирование внешней задолженности российского корпоративного и банковского секторов находятся в рамках ожиданий и, по оценкам Банка России, не несут дополнительных рисков для потоков капитала и конъюнктуры внутреннего финансового рынка.

Происходившее в октябре-ноябре ослабление рубля может оказать сдерживающее влияние на рост импорта, ускорившийся в 2017 г., тем самым поддерживая сальдо торгового баланса и уменьшение отрицательного вклада чистого экспорта в годовой темп прироста ВВП в реальном выражении. Вместе с тем оно также будет вносить вклад в динамику инфляции через цены импорта: дезинфляционное влияние курсовой динамики в годовом сопоставлении, наблюдавшееся в течение большей части 2017 г., как ожидается, в 2018 г. будет исчерпано (подробнее – см. подраздел «Инфляция»).

В то же время изменения внешних цен (с учетом инфляционного фона в странах – торговых партнерах России и динамики мировых товарных цен) не оказывали и, как ожидается, не будут оказывать в ближайшие месяцы дополнительного давления на формирование инфляции в России.

Внутренние финансовые условия

Внутренние финансовые условия в российской экономике в сентябре-ноябре продолжили смягчаться, однако остались умеренно жесткими. Их формирование определялось двумя основными факторами. Во-первых, с учетом текущей и ожидаемой динамики инфляции Банк России продолжил снижение ключевой ставки. Вместе с тем ее изменение происходило достаточно плавно, и в целом направленность денежно-кредитной политики оставалась умеренно жесткой. Во-вторых, участники внутреннего финансового рынка преимущественно сохраняли консервативное отношение к риску, что ограничивало смягчение как ценовых, так и неценовых условий кредитования.

В целом такая динамика внутренних финансовых условий способствовала сохранению стимулов к формированию сбережений и умеренного спроса на заимствования в экономике. Таким образом, они ограничивали риски для ценовой стабильности со стороны совокупно-

го спроса, но при этом не препятствовали естественному росту экономической активности.

Проведение Банком России операций по управлению ликвидностью способствовало формированию краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России и их снижению вслед за ее изменением (рис. 1.9). Сохранение небольшого отрицательного спреда между ставками МБК и ключевой ставкой (ставки денежного рынка находились в нижней половине процентного коридора) при наличии структурного профицита ликвидности в банковском секторе было связано с ограниченными возможностями российского денежного рынка по перераспределению денежных средств между кредитными организациями.

Под влиянием накопленного эффекта от реализованного снижения ключевой ставки Банка России и ее ожидаемого изменения (с учетом сигнала денежно-кредитной политики) доходности рынка облигаций, кредитные и депозитные ставки продолжали преимущественно снижаться (рис. 1.10). При этом с начала 2017 г. коррекция процентных ставок на различных сегментах была неоднородной. Снижение ставок по долгосрочным кредитным и депозитным операциям было менее выраженным, чем по краткосрочным операциям на большинстве сегментов кредитного рынка и на рынке облигаций. Это отражало ожидаемое участниками рынка завершение перехода к нейтральной денежно-кредитной политике на среднесроч-

Рисунок 1.9

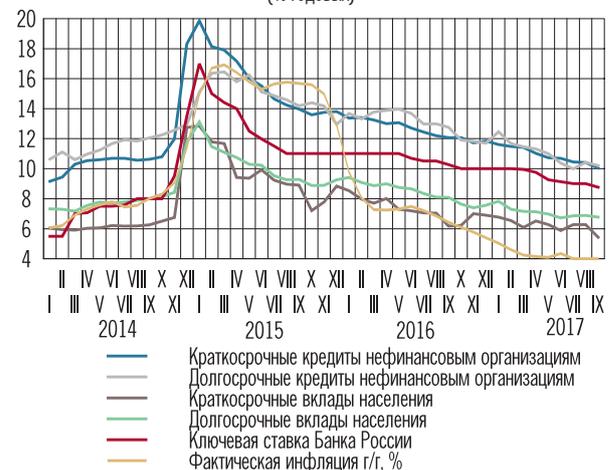
Ключевая ставка и ставка МБК (% годовых)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.10

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



Источник: Банк России.

ном горизонте. В дальнейшем эта тенденция, как ожидается, сохранится.

Снижение доходности на рынке облигаций происходило как в сегменте государственного, так и корпоративного долга. В ноябре она достигла уровней конца 2013 – начала 2014 года. На этом фоне активность участников облигационного рынка оставалась относительно высокой как в терминах текущих торговых оборотов, так и объемов новых размещений. За январь-ноябрь 2017 г. объем размещенных облигаций уже превысил совокупный показатель за весь 2016 год. Сохранение высокой активности участников облигационного рынка способствовало увеличению его вклада в совокупный рост кредитования в экономике. Привлекательность данного сегмента, как для инвесторов, так и для заемщиков, поддерживалась в том числе сложившимся уровнем процентных ставок (более высоким, чем по банковским депозитам, и менее высоким, чем по банковским кредитам для части корпоративных заемщиков). Росла популярность инвестирования в облигации среди физических лиц. За январь-октябрь 2017 г. вложения населения в ОФЗ выросли на $\text{R}87$ млрд, а в корпоративные облигации – на $\text{R}78$ млрд, что более чем в два раза превышает уровень 2016 года.

Темпы роста вложений населения в банковские депозиты в целом соответствовали динамике доходов в экономике. При этом в сентябре-октябре, как и в предыдущие месяцы, наиболее быстро увеличивались краткосрочные руб-

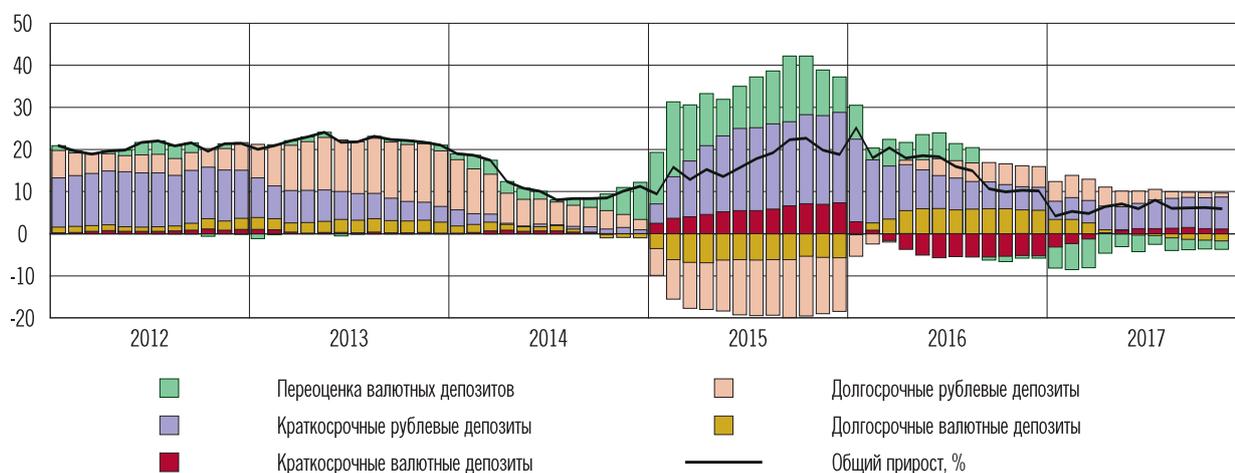
левые депозиты (рис. 1.11). Это определялось сближением процентных ставок по краткосрочным и долгосрочным депозитам на фоне формирования ожиданий дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России в среднесрочном периоде. Долларизация депозитов продолжала сокращаться. Сохранение относительно высокой склонности к вложениям в рублевые депозиты поддерживалось привлекательным уровнем процентных ставок в реальном выражении и сохранением доверия к внутренней финансовой системе.

Продолжившееся восстановление экономической активности способствовало улучшению финансового положения заемщиков, повышению доверия банков к своим клиентам и постепенному осторожному смягчению неценовых условий банковского кредитования. Вместе с тем в целом банки продолжили придерживаться достаточно консервативной политики, отдавая предпочтение наименее рискованным направлениям размещения средств.

Согласно опросу Банка России, условия банковского кредитования (УБК) в III квартале 2017 г. смягчались (рис. 1.12), причем это происходило преимущественно за счет снижения процентных ставок, а также осторожного смягчения требований к обеспечению по кредитам. Помимо политики Банка России, важнейший вклад в смягчение ценовых условий кредитования продолжала вносить интенсификация конкуренции между кредиторами. В сегменте потребительского кредитования снижению ставок

Рисунок 1.11

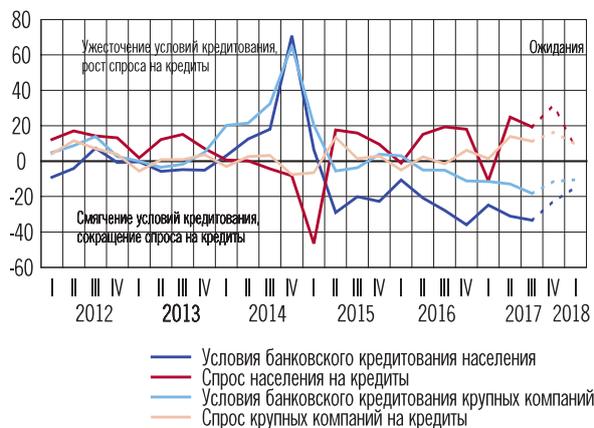
Вклад отдельных элементов в годовой прирост депозитов населения
(процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.12

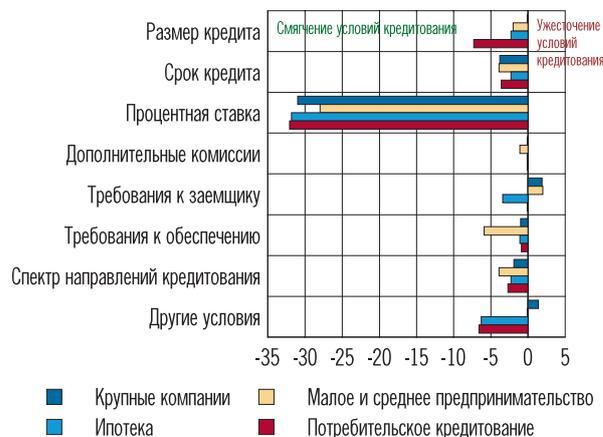
Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.13

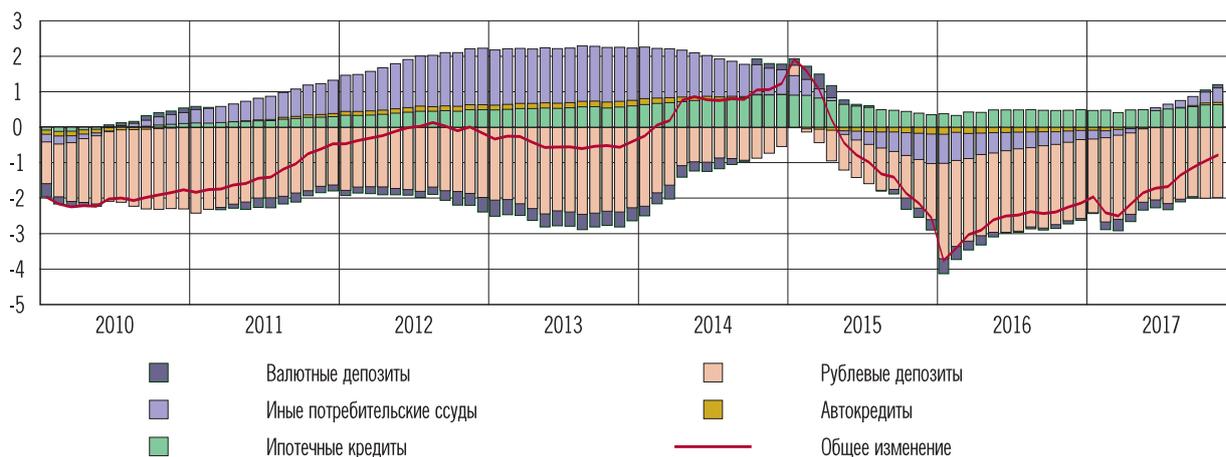
Индексы изменения отдельных условий кредитования заемщиков в III квартале 2017 года (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.14

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



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

способствовали также продолжающееся уменьшение максимального уровня полной стоимости кредита¹ и макропруденциальные меры Банка России, реализованные весной 2017 года².

В то же время смягчение неценовых условий оставалось медленным и неоднородным по направлениям кредитования и категориям заемщиков (рис. 1.13). Сохранение консервативной политики банков в отношении отбора

¹ Устанавливается Банком России по отдельным категориям потребительских кредитов для применения в следующем квартале на основе фактических среднерыночных ставок по соответствующим категориям кредитов, выданных банками в предыдущем квартале.

² Банк России пересмотрел шкалу коэффициентов риска по потребительским кредитам для целей расчета нормативов достаточности капитала.

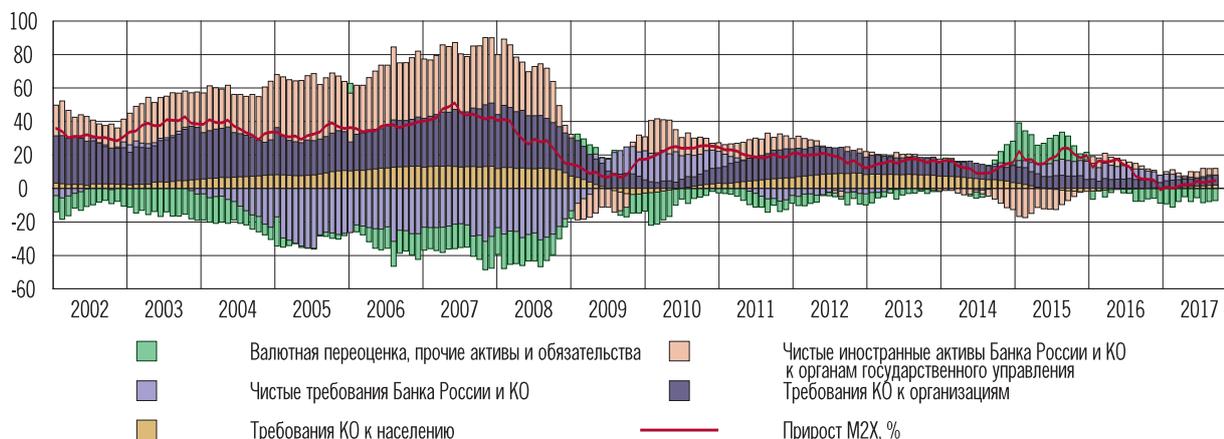
Коэффициент обслуживания долга (%)



* Показатель кредита к ВВП был представлен данными статистики банковского сектора в части кредитования нефинансовых организаций и физических лиц (в рублях и в иностранной валюте). Также использовались данные о величине внешнего долга прочих секторов.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.16

Динамика источников формирования широкой денежной массы (вклад в годовые темпы прироста агрегата М2Х, процентных пунктов)



* Данные до и после 1.01.2016 временно несопоставимы.
Источник: Банк России.

заемщиков в корпоративном сегменте определялось оценкой кредитных рисков и финансового положения клиентов. Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле банков в 2017 г. снижалась, однако это происходило медленно, и ее уровень по-прежнему оставался выше показателей начала 2014 года. Рост спроса на кредиты со стороны предприятий, по оценкам банков, в III квартале несколько замедлился (рис. 1.12). При этом сдерживающими были не столько кредитные ставки, сколько неценовые условия. Так, по данным мониторинга предприятий, осуществляемого Банком России, более половины компаний считают текущие ставки по рублевым банковским кредитам приемлемыми.

В сегменте кредитования населения смягчение УБК было более выраженным, что поддержало рост спроса на кредиты (рис. 1.14). Наиболее активно банки, как и ранее, увеличивали объемы ипотечного кредитования, являющегося наименее рискованным в силу наличия залога. Вместе с тем оживление наблюдалось и в необеспеченном потребительском кредитовании. С учетом длительного периода спада на этом сегменте текущая динамика кредитования населения рассматривается Банком России как естественный восстановительный процесс, соответствующий постепенному переходу населения от сберегательной модели поведения к росту потребительской активности и завершению продолжительной «кредитной разгрузки» заемщиков. В совокупности со стабильной

динамикой депозитов наблюдаемое достаточно плавное восстановление склонности населения к кредитованию не связано с дополнительными инфляционными рисками.

В IV квартале 2017 – I квартале 2018 г., по оценкам банков, тенденция к смягчению условий кредитования сохранится прежде всего за счет дальнейшего снижения ставок. На этом фоне банки ожидают умеренного роста спроса на кредиты со стороны всех основных категорий заемщиков, особенно со стороны заемщиков по ипотечным кредитам (рис. 1.13).

С учетом совокупности текущих тенденций Банк России пересмотрел прогноз прироста кредита экономике со стороны банковского сектора³ за 2017 г. в сторону повышения – с 3–5% до 7–9%. Изменение краткосрочного прогноза кредитования рассматривается, во-первых, как следствие более выраженного и быстрого процесса нормализации финансового положения и долговой нагрузки заемщиков (рис. 1.15) и, во-вторых, как естественный результат происходящего замещения в структуре денежно-

³ Под кредитом экономике со стороны банковского сектора подразумеваются все требования банковского сектора к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

го предложения снизившегося притока государственных средств (на фоне последовательного сокращения фактического дефицита бюджета в 2017 г. относительно планируемого ранее уровня) частным кредитом экономике. По оценке Банка России, процесс восстановления кредитной активности в 2017 г. в целом был сбалансированным. При этом рост денежного предложения в целом соразмерен увеличению экономической активности и не создает дополнительных проинфляционных рисков (рис. 1.16). С учетом этого Банк России сохраняет (без изменений относительно сентябрьского Доклада) прогноз динамики денежной массы на 2017 г., а также среднесрочные прогнозы денежного предложения и кредита с учетом сценарных предпосылок о динамике цен на нефть (раздел 2).

Экономические условия

С учетом совокупности обозначенных выше внешних факторов и внутренних финансовых условий экономическая ситуация в России развивалась в целом в рамках ранее прогнозируемых тенденций. Рост российской экономики продолжился, при этом темпы его приближались к уровню, который оценивается Банком России как соответствующий долгосрочному потенциалу экономики с учетом ее текущей структуры. Такая динамика экономической активности не создавала давления на уровень инфляции ни в сторону повышения, ни в сторону снижения.

В III квартале годовой темп прироста ВВП составил 1,8%, что совпадало с ожиданиями Банка России (прогноз сентябрьского Доклада – 1,7–2,2%⁴). В структуре ВВП по направлениям использования, по оценке, несколько меньше прогноза оказался вклад валового накопления основного капитала. Вместе с тем устойчивым драйвером роста остался внутренний потребительский спрос (рис. 1.17).

Рост инвестиций в основной капитал в III квартале, как и ожидалось, замедлился, однако масштаб замедления превзошел про-

⁴ В октябрьском выпуске информационно-аналитического комментария по экономике темп прироста ВВП в III квартале оценивался в 1,8–2,2%.

Рисунок 1.17



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

Рисунок 1.18

Показатели инвестиционной активности

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



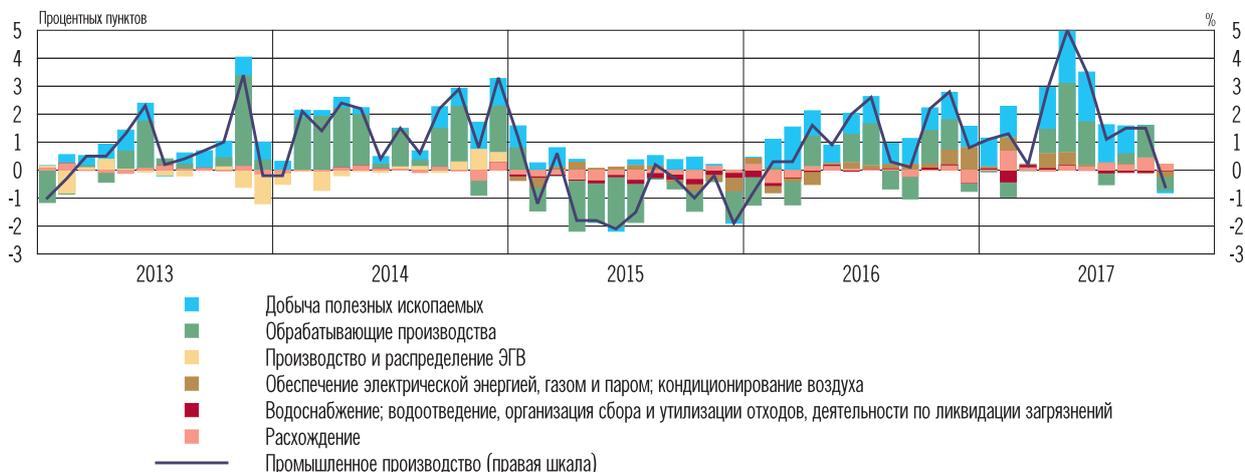
Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

гноз предыдущего Доклада и информационно-аналитических комментариев по экономике за октябрь и ноябрь: годовой прирост составил 3,1% против ожидаемых ранее 4–5%. В октябре тенденции в динамике показателей инвестиционной активности (производство и импорт инвестиционных товаров, строительство) также указывали на замедление ее роста в годовом сопоставлении (рис. 1.18). Такая динамика инвестиционного спроса могла быть связана с заметным снижением вклада временных факторов, в том числе строительства инфраструктурных объектов, поддержавших его в первом полугодии. Годовой темп прироста

Рисунок 1.19

Вклады компонентов промышленного производства

(с поправкой на календарный фактор,
к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

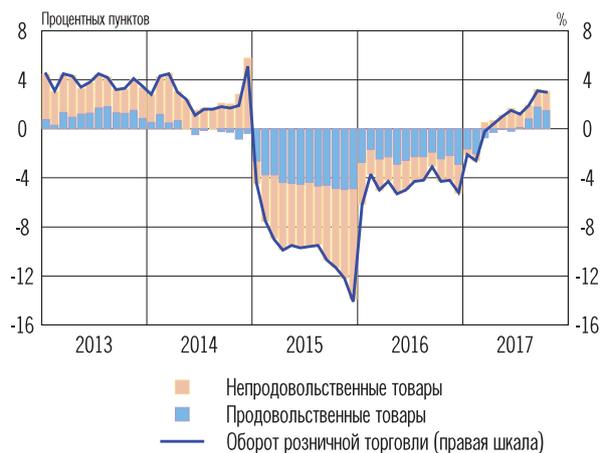
ста валового накопления основного капитала в 2017 г. может составить 3,2–3,6%, что ниже ранее сделанного прогноза сентябрьского Доклада (4–5%). При этом прогноз прироста валового накопления в целом за 2017 г. был уточнен несущественно и составляет 6–6,5% (оставшись в рамках предыдущего прогноза – 6–7%) с учетом соответствующей корректировки прогноза динамики запасов материальных оборотных средств в сторону повышения.

Замедление роста инвестиционного спроса отчасти сказалось на динамике производственной активности (рис. 1.19). Выпуск инвестиционных и промежуточных товаров в сентябре-октябре снижался. Неустойчивая динамика спроса со стороны отечественных производителей на большинство промежуточных материалов, таких как продукция деревообработки, целлюлозно-бумажной промышленности и металлургии, определяла снижение объемов переработки сырья (кроме аграрного). Другим сдерживающим фактором для промышленности являлось действие соглашений об ограничении добычи нефти, которое сказалось на производственной и инвестиционной активности в сырьевой отрасли (рис. 1.20) и, соответственно, на динамике экспорта нефти. Вместе с тем годовой прирост совокупного экспорта в реальном выражении оставался устойчивым (4,4% в III квартале), что обеспечивалось стабильным внешним спросом на другие сырьевые и несырьевые товары, экспортируемые Россией.

Рисунок 1.20

Структура прироста оборота розничной торговли

(вклад в темп прироста, к соответствующему периоду предыдущего года)



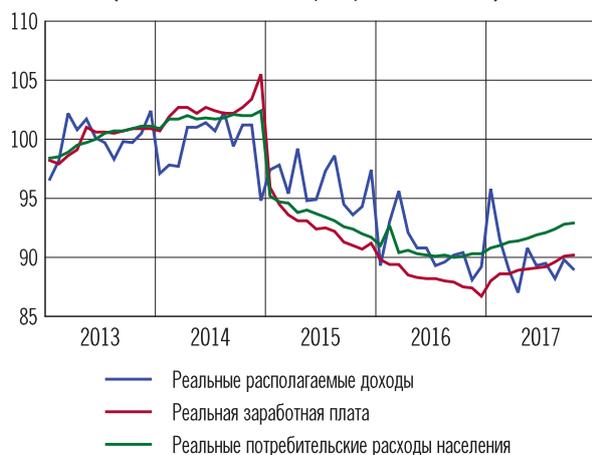
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В свою очередь импорт в реальном выражении продолжил демонстрировать устойчивый рост в годовом сопоставлении как в части потребительских, так и инвестиционных товаров. Условия для этого создавало восстановление внутреннего спроса и укрепление рубля в годовом сопоставлении. В III квартале динамика чистого экспорта продолжала вносить отрицательный вклад в годовой прирост ВВП (рис. 1.17). В IV квартале, как ожидается, эта тенденция сохранится, однако отрицательный вклад окажется заметно меньше, что будет обеспечиваться замедлением роста импорта на фоне снижения темпов укрепления рубля в годовом сопоставлении.

Рисунок 1.21

Зарботная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении

(с исключением сезонного фактора, 2013 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В то же время уверенное восстановление внутренней потребительской активности продолжило оказывать поддержку выпуску. Годовой прирост оборота розничной торговли в сентябре-октябре составлял около 3% (рис. 1.21). Повышение потребительской уверенности и внутреннего спроса домохозяйств обеспечивалось прежде всего сохранением устойчивой ситуации на рынке труда. Наблюдалось ускорение роста заработной платы (рис. 1.22) в номинальном и (с учетом замедления инфляции) реальном выражении. Безработица сохранялась невысокой вблизи уровня, оцениваемого Банком России как естественный (не создающий дополнительного давления на изменение заработных плат и цен). Условия для восстановления потребительской активности также создавало постепенное повышение доступности кредита и некоторое снижение склонности к сбережению на фоне продолжившегося снижения процентных ставок.

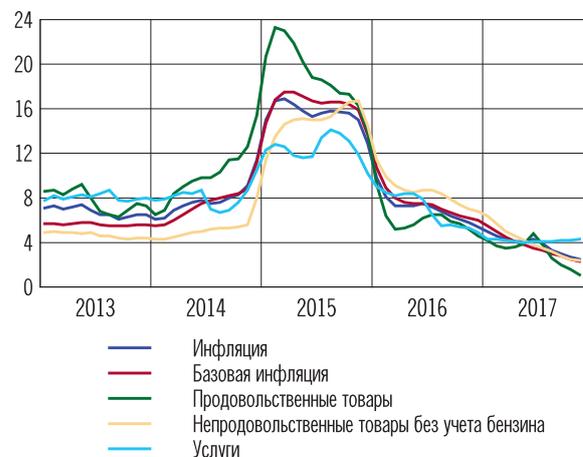
Внутренний потребительский спрос поддерживал производство товаров длительного пользования (мебели, бытовой электроники и легковых автомобилей). Выпуск продовольственной продукции получил дополнительный стимул благодаря хорошему урожаю текущего года (в том числе в части переработки сельскохозяйственного сырья – подсолнечного масла, крупы, сахара).

Как ожидается, в ноябре-декабре 2017 г. потребительский спрос продолжит восстанавливаться, и по итогам 2017 г. прирост расходов

Рисунок 1.22

Динамика цен на потребительские товары и услуги

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

на конечное потребление домашних хозяйств, по оценкам, составит 3,5–4,0% (прогноз сентябрьского Доклада – 3,0–3,5%). Расходы на конечное потребление органов государственного управления в условиях реализуемой последовательной консервативной бюджетной политики продолжают демонстрировать слабый рост в реальном выражении, что оказывает некоторое сдерживающее влияние на динамику совокупного спроса и инфляции.

С учетом ожидаемой динамики внутреннего спроса деловые настроения промышленных предприятий, как показывают данные опросов, остаются на относительно высоком уровне. Согласно результатам опроса ИЭП им. Е.Т. Гайдара, в ноябре планы выпуска и оптимизм прогнозов спроса достигли максимальных значений за последние несколько лет. Исследование Markit PMI также указывает на то, что деловые ожидания остаются относительно позитивными.

В целом с учетом отраженных тенденций Банк России сохраняет прогноз темпа прироста ВВП в 2017 г. на уровне 1,7–2,2%, как и в сентябрьском Докладе.

Инфляция

Инфляция в сентябре-ноябре продолжила замедляться. В ноябре годовая инфляция снизилась до 2,5% (рис. 1.22), базовая инфляция – до 2,3%. Продолжилось также снижение

среднегодовой скользящей инфляции⁵, которая в ноябре составила 3,9%. В основе тенденции к замедлению роста цен лежало сохранение умеренной потребительской и кредитной активности в экономике и продолжившееся снижение инфляционных ожиданий, чему в том числе способствовало проведение последовательной умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Вклад в снижение годовой инфляции также продолжало вносить укрепление рубля в годовом сопоставлении.

При этом более заметное замедление инфляции относительно прогноза сентябрьского Доклада (3,5–3,8%) и прогнозов, представленных в пресс-релизах Банка России по денежно-кредитной политике, можно объяснить преимущественно действием временных факторов. По оценке, их вклад в снижение годовой инфляции на конец 2017 г. составит около 1,0 процентного пункта. В осенние месяцы наиболее заметный вклад в снижение годовой продовольственной инфляции внесло расширение предложения продукции растениеводства, эффекты базы, связанные с более поздней уборочной кампанией, специфические разовые факторы на рынке овощей открытого грунта. Этот вывод подтверждает анализ динамики широкого круга показателей изменения цен (подробнее – см. врезку «О показателях базисной инфляции»), а также обзор региональной специфики инфляционных процессов (подробнее – см. приложение «Экономическая ситуация в регионах России»). Влияние обозначенных временных факторов со стороны предложения продовольствия на уровень годовой инфляции, как ожидается, будет исчерпываться на горизонте одного года, что определит некоторое ускорение годовой инфляции и ее приближение к уровню 4% без дополнительного изменения денежно-кредитной политики.

Снижение продовольственной инфляции было наиболее выраженным (рис. 1.22). Годовой темп прироста цен продовольственных товаров в ноябре составил 1,1%. В частности, ниже, чем годом ранее, были цены на плодоовощную продукцию, сахар-песок, мясо и птицу, крупы и бо-

бовые и так далее. Удешевление или замедление роста цен на продовольствие происходило на фоне расширения предложения, определявшегося, с одной стороны, рекордным урожаем ряда сельскохозяйственных культур, устойчивым ростом предложения продукции животноводства и, с другой стороны, сдержанным спросом, ограничениями со стороны транспортной и складской логистики, стремлением производителей и ритейлеров быстрее продать отдельные виды овощей в связи с недостаточным для длительного хранения качеством урожая. Расширение предложения обусловило снижение цен производителей в сельском хозяйстве и пищевой промышленности в годовом сопоставлении, что способствовало замедлению удорожания продовольствия на потребительском рынке. Определенный дисбаланс на рынке в пользу предложения продовольствия является временным. По мере его исчерпания к весне 2018 г. рост цен на продовольствие в годовом сопоставлении может несколько ускориться.

Годовой темп прироста цен на непродовольственные товары также продолжил снижаться и в ноябре составил 2,7%. Вклад в замедление темпа роста или снижение цен на ряд непродовольственных товаров со значительной долей импорта (в частности, бытовую технику и электронику, медицинские товары) вносило укрепление рубля в годовом сопоставлении. Вместе с тем возросли темпы удорожания моторного топлива, что было связано с ускорением роста цен производителей нефтепродуктов на фоне повышения сырьевых цен на международных рынках.

Темпы прироста цен на услуги в ноябре немного возросли (до 4,3% после 4,2% в октябре и сентябре), в основном за счет повышения годовых темпов роста цен на услуги транспорта (отчасти связанного с повышением цен на топливо, отчасти – с эффектами базы) и зарубежного туризма. Следует отметить, что повышение цен на услуги относительно цен на товары в текущем году, будучи отражением динамики цен неторгуемых товаров относительно торгуемых, соответствовало наблюдавшемуся реальному укреплению рубля.

На фоне последовательного замедления инфляции инфляционные ожидания продолжились снижаться (табл. 1.1). Данные декабрьского

⁵ Отражает изменение среднего уровня цен за последние 12 месяцев к среднему уровню цен за предыдущие 12 месяцев. Такой показатель в силу высокой инерционности менее чувствителен к разовым шокам.

опроса ООО «инФОМ», проведенного по заказу Банка России, продемонстрировали заметное снижение инфляционных ожиданий населения. При этом прямые оценки наблюдаемой инфляции за прошедший год и инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев снизилась (до 10,0 и 8,7% соответственно), обновив исторические минимумы, однако пока остались на уровне, существенно превышающем 4%. При этом, по итогам опроса, можно отметить, что в преддверии новогодних празд-

ников население традиционно ожидает более заметного роста цен. Это указывает на то, что, несмотря на снижение, инфляционные ожидания домохозяйств сохранили высокую чувствительность к действию разовых факторов, в том числе к динамике цен на отдельные товары и услуги, календарным факторам.

Среднесрочные прогнозы профессиональных участников финансового рынка стабилизировались вблизи уровня 4%. В динамике инфляционных ожиданий предприятий преобладали

Врезка 1. О показателях базисной инфляции

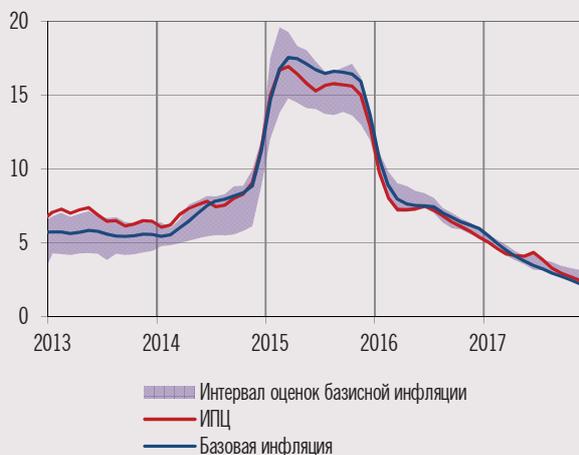
Банк России уделяет большое внимание анализу инфляции. Важное значение имеет выделение в динамике потребительских цен устойчивой компоненты, очищенной от влияния разовых эффектов, таких как скачки предложения на отдельных товарных рынках, временные изменения относительных цен, связанные с разовыми колебаниями валютного курса или потребительских настроений. Реакция Банка России на такие шоки может приводить, с учетом лагового характера трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, к повышению среднесрочной волатильности инфляции и негативному влиянию на выпуск. Напротив, однопольное изменение цен на широкий круг товаров и услуг, связанное с общеэкономическими факторами, является сигналом об усилении рисков отклонения инфляции вверх или вниз от цели в среднесрочной перспективе, что может указывать на необходимость изменений в области денежно-кредитной политики.

Базовая инфляция, публикуемая Росстатом, свободна от искажений, привносимых динамикой регулируемых цен, а также цен с высокой волатильностью, в том числе связанной с сезонностью. Тем не менее в ней содержится ряд позиций, которые в отдельные периоды могут демонстрировать нестабильную динамику. Для выделения устойчивой составляющей инфляции центральные банки применяют набор показателей базисной инфляции (underlying inflation), рассчитываемых на основе индекса потребительских цен (ИПЦ) и его компонент. К ним относятся следующие.

1. Различные субиндексы потребительских цен с исключением фиксированного набора волатильных, неустойчивых и подверженных временным шокам компонент.

Рисунок 1.23

Диапазон оценок базисной инфляции в России (% к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, Банк России.

Рисунок 1.24

Вклад в инфляцию (к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

2. Различные «усеченные» показатели инфляции – индексы цен, из которых исключается определенная доля самых волатильных компонент или компонент с самым низким и самым высоким темпами роста цен (состав таких показателей является переменным).

3. Ценовые субиндексы, рассчитанные с использованием альтернативных весов, не равных долям исключаемых позиций в потребительской корзине. Например, веса могут быть обратно пропорциональны стандартному отклонению компонент инфляции.

4. Диффузный индекс, зависящий от изменений доли компонент потребительской корзины, темп роста цен которых ускорился или замедлился.

5. Индексы, получаемые с использованием факторных моделей, которые позволяют выделить в динамике различных компонент ИПЦ общую и случайную компоненты. В таком случае общая компонента используется как оценка базисной инфляции.

Банк России для анализа устойчивой компоненты инфляции применяет большинство из перечисленных показателей (рис. 1.23). Для очистки динамики инфляции от шума, создаваемого отдельными ее компонентами, используются субиндексы с исключением жилищно-коммунальных услуг, регулируемых цен и тарифов или плодоовощной продукции. Избавиться от выбросов цен товаров и услуг, входящих в потребительскую корзину, помогает исключение верхнего и нижнего «хвостов» распределения приростов цен либо исключение самых волатильных компонент. Также альтернативой классическому ИПЦ может служить медиана приростов цен на отдельные элементы потребительской корзины. В качестве альтернативы перечисленным методам в Банке России используется оценка базисной инфляции с использованием динамических факторных моделей.

Совокупность показателей базисной инфляции указывает на стабильное замедление темпов роста потребительских цен в течение 2017 года. По оценке на ноябрь, они находятся в диапазоне от 2,2 до 3,2%. Примечательно, что, как и в 2016 г., инфляция и базовая инфляция приближены к нижней границе указанного диапазона (в 2015 г., напротив, они были смещены к его верхней границе). Если в 2016 г. это отражало в первую очередь нормализацию конъюнктуры потребительского рынка после проинфляционных шоков в 2015 г., то в текущем году такое соотношение показателей базисной инфляции указывает на большую роль временных факторов в снижении наблюдаемой инфляции и базовой инфляции, прежде всего связанных с ростом предложения продовольствия. Устойчивая же составляющая ценовой динамики находится выше текущих показателей инфляции, ближе к 4%. Это означает, что по мере исчерпания влияния временных факторов инфляция будет несколько возрасть в 2018 г., приближаясь к уровню 4%.

понижительные тенденции, за исключением отдельных рынков, на которых действовали разовые факторы (подробнее – см. врезку «Ценовые ожидания предприятий»). Дальнейшее снижение уровня и волатильности инфляционных ожиданий должно происходить по мере устойчивого закрепления инфляции вблизи 4%.

Курсовая динамика продолжала оказывать сдерживающее влияние на динамику инфляции в годовом выражении в сентябре-ноябре. Несмотря на некоторое ослабление рубля в этот период, он оставался более крепким, чем в соответствующий период предыдущего года. Вклад укрепления рубля в годовом выражении в снижение уровня потребительской инфляции в ноябре составил, по оценке, 0,5–1,0 про-

центного пункта. С учетом текущих тенденций в динамике валютного курса дезинфляционное влияние этого фактора, как ожидается, в ближайшие месяцы будет исчерпано.

По оценке Банка России, по итогам 2017 г. инфляция составит 2,4–2,6%. В дальнейшем, по мере исчерпания действия указанных выше временных факторов на горизонте года инфляция, как ожидается, будет увеличиваться, приближаясь к уровню 4%.

Вместе с тем сохраняется ряд рисков отклонения инфляции от прогноза как вверх, так и вниз. На краткосрочном горизонте такими факторами являются изменение продовольственных цен под влиянием динамики объемов предложения сельскохозяйственной продукции,

динамика цен на мировых сырьевых и товарных рынках, курсовые колебания.

С учетом текущей и прогнозируемой динамики инфляции и экономической активности, а также баланса краткосрочных и среднесрочных

рисков Банк России в сентябре-декабре продолжил снижение ключевой ставки, постепенно двигаясь от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике.

Врезка 2. Ценовые ожидания предприятий¹

Предприятия реального сектора экономики, принимая хозяйственные решения, ориентируются как на произошедшие, так и на ожидаемые изменения цен. Динамика ценовых ожиданий предприятий может не только в значительной степени предсказывать динамику инфляции, но и оказывать влияние на нее.

Степень взаимосвязанности ожидаемых предприятиями отпускных цен на собственную продукцию с наблюдаемой потребительской инфляцией различается по отраслям экономики. Наиболее выражена она в торговле, ориентированной на реализацию конечной продукции населению, менее выражена – в других отраслях. Это связано с тем, что ценовые ожидания предприятий, не относящихся к сектору торговли, оказывают опосредованное влияние на индекс потребительских цен через изменение цен товаров промежуточного потребления и издержек их потребителей.

В то же время в отдельные периоды влияние ценовых ожиданий предприятий на потребительскую инфляцию может усиливаться. Например, ее ускорению в июне предшествовало повышение ценовых ожиданий сельхозпроизводителей, связанное с плохими прогнозами по урожаю в 2017 г., их ожиданиями роста издержек по сбору урожая и его дальнейшему хранению. Вслед за ожиданиями сельхозпроизводителей в этот период повысились ценовые ожидания торговых предприятий, что отчасти вызвало ускорение темпов роста цен на плодоовощную продукцию.

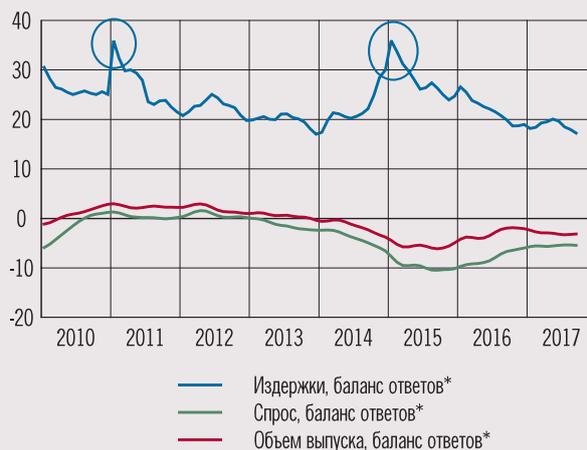
Рисунок 1.25
Динамика ожиданий по приросту цен и их реализация



* Баланс ответов рассчитывается как разница между долями ответов типа «больше» (увеличилось) и «меньше» (уменьшилось) в процентах к сумме долей ответов «больше», «меньше», «не изменилось».

Источник: Банк России.

Рисунок 1.26
Тренды в изменении издержек, спроса и объема выпуска (%)



¹ Банк России ежемесячно проводит опросы среди нефинансовых предприятий о том, как они оценивают текущую экономическую конъюнктуру, свои инвестиционную активность и спрос на банковские услуги, каких изменений ожидают в будущем. В опросах участвует более 13 тыс. предприятий различных отраслей из всех регионов России. В рамках конъюнктурных опросов респонденты сообщают о своих ценовых ожиданиях и о факторах, оказывающих влияние на их деятельность: произошедших и ожидаемых изменениях спроса на выпускаемую продукцию, объема выпуска и других. На основании ответов предприятий на вопрос, как изменятся цены на готовую продукцию предприятий на ближайшие три месяца (увеличатся, уменьшатся, не изменятся), рассчитываются балансы ответов в разрезе основных видов экономической деятельности.

В торговле респонденты весьма чувствительны к формирующимся в экономике тенденциям, и изменения их ожиданий, как правило, опережают статистические наблюдения. Повышенные инфляционные ожидания у данной категории респондентов начинают ослабевать спустя два месяца после фактического замедления инфляции. Поэтому, наблюдая за динамикой ценовых ожиданий предприятий торговли, можно с высокой долей уверенности оценивать моменты начала и окончания инфляционных всплесков (рис. 1.25).

По опросам предприятий, самым значимым среди факторов, определяющих их ценовые ожидания, являются издержки производства. Так, несмотря на общие для большинства отраслей понижательные тенденции в динамике ценовых ожиданий, у предприятий животноводства они растут с августа 2017 г., что связано с подготовкой к введению с 1.01.2018 электронной ветеринарной сертификации в производстве и переработке продукции. Это уже привело к увеличению их издержек на приобретение программного обеспечения, обучение сотрудников, увеличение штата ветеринарных врачей, а в дальнейшем (к концу 2017 – началу 2018 г.) может повысить себестоимость животноводческой продукции на 3–4% и, как следствие, оказать повышательное давление на продовольственную инфляцию.

Ценовые ожидания тесно коррелируют также с текущей и ожидаемой динамикой спроса на продукцию. По данным опросов предприятий, значительное снижение спроса в период с конца 2014 г. по май 2015 г. частично сгладило влияние возросших из-за ослабления рубля издержек на конечные цены потребительских товаров (рис. 1.26).

Таким образом, наблюдая за динамикой получаемых из опросов предприятий ожиданий в отношении роста цен на их продукцию, издержек, спроса и других показателей, можно оценивать уровень формирующихся на краткосрочном горизонте рисков для инфляции.

С начала 2017 г. в большинстве отраслей ценовые ожидания предприятий устойчиво снижаются и в настоящее время находятся на исторических минимумах.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Прогноз Банка России на среднесрочную перспективу был скорректирован по сравнению с сентябрьским выпуском Доклада. Основной причиной корректировки послужило то, что в ноябре страны-экспортеры приняли решение продлить до конца следующего года соглашение об ограничении добычи нефти. Это создало предпосылки сохранения нефтяных цен на более высоком уровне в 2018 г. по сравнению с заложенным в базовый сценарий сентябрьского Доклада¹. Ситуация на рынке нефти, а также сохранение в целом благоприятной макроэкономической конъюнктуры окажут некоторую поддержку экономической активности в России в следующем году. При этом среднесрочный взгляд как на внутренние факторы прогноза, так и на оценку потенциальных темпов роста российской экономики не изменился. Некоторое влияние на прогноз отдельных показателей (например, кредита экономике) также оказал учет последних фактических данных.

Таким образом, в текущем выпуске Доклада в рамках базового сценария предполагается соблюдение соглашения об ограничении добычи нефти в течение 2018 г. и его прекращение в дальнейшем, что приведет к снижению цен на нефть в 2019 г. и их сохранению на относительно низком уровне в среднесрочной перспективе. **Сценарий с растущими ценами на нефть** отличается от базового предположение о сохранении ограничений добычи после 2018 г. и более динамичном росте мировой экономики.

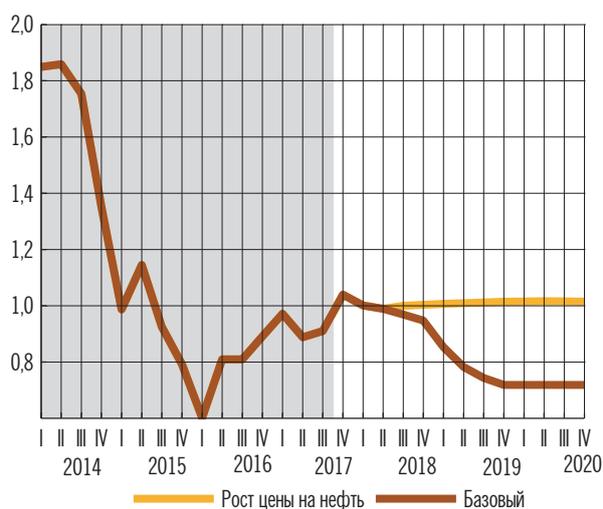
Базовый сценарий

В случае сохранения дисциплины выполнения обязательств в рамках соглашения об ограничении добычи нефтяные цены будут нахо-

диться вблизи среднего значения за текущий год (около \$55 за баррель) в течение 2018 г. (рис. 2.1). В дальнейшем ожидается их плавное снижение до уровня около \$40 за баррель² в течение 2019 г. и сохранение на данном уровне (в реальном выражении) в 2020 году. Видение Банком России ключевых факторов, формирующих такую динамику цен энергоносителей, в целом не изменилось по сравнению с сентябрьским Докладом. Со стороны предложения понижательное давление на цены в среднесрочной перспективе может оказать устойчивое расширение добычи на сланцевых месторождениях в США³. При этом потенциал увеличения спроса на нефть будет ограничен относительно умеренными темпами роста мировой экономики. Кроме того, понижательное давление на цены может оказать сокращение темпов прироста потребления нефти Китаем на фоне

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.

² В реальном выражении, то есть в ценах 2017 года.

³ Риски, связанные с дальнейшим быстрым ростом добычи в Ливии и Нигерии, снизились. Эти страны сообщили, что их добыча в 2018 г. не превысит достигнутых в 2017 г. максимумов.

¹ В базовый сценарий сентябрьского Доклада было заложено сохранение относительно высоких цен на нефть до конца I квартала 2018 г. и их плавное снижение до конца 2018 г. до уровня около \$40 за баррель.

ожидаемого замедления его экономического роста на прогнозном горизонте.

Среднесрочный взгляд на динамику мировой экономики также не претерпел существенных изменений по сравнению с предыдущим прогнозом. Темпы роста экономик стран – торговых партнеров России, по оценкам Банка России, в среднесрочной перспективе сложатся в интервале 2,3–2,4%. При этом умеренная экономическая активность не будет сопровождаться значительным инфляционным давлением в странах – торговых партнерах и не создаст дополнительных рисков для инфляции в России. Ограничивать динамику внешних цен будет в том числе политика крупнейших мировых центральных банков, направленная на поддержание инфляции около целевых значений. Риторика ФРС США свидетельствует о продолжении постепенной нормализации денежно-кредитной политики США. Благоприятные тенденции в динамике стран еврозоны также указывают на возможность постепенного повышения ставок на прогнозном горизонте. Снижение дифференциала ставок между странами с формирующимися рынками и развитыми странами может несколько снизить аппетит к риску глобальных инвесторов, ослабив привлекательность для них активов стран с формирующимися рынками, включая Россию.

С учетом динамики сырьевых цен, а также перспектив изменения внешних финансовых условий, по оценкам Банка России, премия за риск на Россию (CDS) в течение 2018 г. останется вблизи текущих, относительно низких значений (около 150 б.п.), отражая сохранение привлекательности российских активов для иностранных инвесторов. В то же время возможности резидентов по наращиванию иностранных активов также будут улучшаться на фоне роста доходов субъектов экономики. При этом темпы роста вложений в иностранные активы и, соответственно, чистого кредита частного сектора остальному миру прогнозируются на более высоком уровне, чем в сентябрьском Докладе, с учетом более значительных ожидаемых доходов от внешнеэкономической деятельности на фоне сохранения повышенных цен на нефть. Оценка сальдо текущего счета платежного баланса также пересмотрена в сторону повышения, в первую очередь в связи с пересмотром

вверх прогноза поступлений по экспорту (подробнее – см. табл. 2.1, приложение «Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы»).

В дальнейшем на прогнозном горизонте по мере снижения цен на нефть поступления по экспорту будут постепенно уменьшаться. В результате сальдо текущего счета сократится с \$43 млрд в 2018 г. до уровня около \$12 млрд в 2019 г. и около \$3 млрд в 2020 году. Премия за риск на Россию скорректируется до уровня около 170 базисных пунктов. При этом ожидается некоторое снижение чистого кредитования частным сектором остального мира, до уровня порядка \$8-9 млрд в 2019–2020 гг. после \$16 млрд в 2018 году. Внутренние финансовые условия в российской экономике продолжат формироваться под влиянием денежно-кредитной политики Банка России, с одной стороны, и сохранения умеренной склонности к риску участников экономики, с другой стороны.

В части денежно-кредитной политики влияние на экономику будут оказывать уже принятые в 2017 г. решения Банка России, в том числе на декабрьском заседании Совета директоров, а также дальнейшие шаги в направлении снижения ключевой ставки, потенциал для которого сохраняется на прогнозном горизонте. Предпосылки для смягчения денежно-кредитной политики на прогнозном горизонте создают такие факторы, как сбалансированное восстановление спроса относительно производственных возможностей, снижение инфляционных ожиданий вслед за фактической инфляцией, сравнительно стабильная динамика валютного курса при отсутствии значительных внешних шоков. В среднесрочной перспективе Банк России будет постепенно переходить от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике. По оценкам Банка России, нейтральная ставка денежно-кредитной политики на прогнозном горизонте составляет 6–7%. Горизонт снижения ключевой ставки к этому уровню будет зависеть от динамики экономической активности, баланса рисков отклонения инфляции вверх и вниз относительно прогноза, а также от динамики инфляционных ожиданий и их чувствительности к действию временных проинфляционных факторов.

По мере постепенного смягчения денежно-кредитной политики на прогнозном горизонте

Таблица 2.1

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	40	45	12	52	3	58	3	58
Торговый баланс	90	112	124	92	134	83	143	83	143
Экспорт	282	349	366	333	362	325	395	325	395
Импорт	-192	-237	-243	-241	-248	-242	-252	-242	-252
Баланс услуг	-24	-27	-30	-30	-31	-30	-31	-30	-31
Экспорт	51	59	60	61	62	63	65	63	65
Импорт	-74	-86	-90	-91	-93	-94	-96	-94	-96
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-44	-49	-50	-51	-51	-53	-51	-53
Счет операций с капиталом	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	25	40	45	12	52	3	58	3	58
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-12	-9	-10	-1	-13	-3	-14	-3	-14
Сектор государственного управления и центральный банк	3	19	7	6	6	6	6	6	6
Частный сектор	-15	-29	-17	-8	-19	-9	-20	-9	-20
Чистые ошибки и пропуски	-5	0	0	0	0	0	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-8	-31	-35	-11	-38	0	-45	0	-45

* В знаках РЛБ5.

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

Таблица 2.2

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

	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	53	56	45	58	42	60		
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	5,4	2,4-2,6	3,5-4,0	4,0	4,0	4,0	4,0		
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,5	3,5	3,5-4,0	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		
Расходы на конечное потребление	-3,5	2,8-3,2	2,5-3,0	1,0-1,5	2,5-3,0	1,5-2,0	2,0-2,5		
– домашних хозяйств	-4,5	3,5-4,0	3,0-3,5	1,0-1,5	3,0-3,5	2,0-2,5	2,5-3,0		
Валовое накопление	1,5	6,0-6,5	2,0-3,0	1,0-2,0	2,0-3,0	2,0-3,0	1,5-2,5		
– валовое накопление основного капитала	-1,8	3,2-3,6	2,5-3,0	1,5-2,0	2,5-3,0	2,0-2,5	2,0-2,5		
Экспорт	3,1	4,0-4,5	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0	1,5-2,0		
Импорт	-3,8	15,0-15,5	4,0-4,5	2,0-2,5	4,0-4,5	4,0-4,5	4,0-4,5		
Денежная масса в национальном определении	9,2	8-10	8-11	8-11	9-12	8-11	9-12		
Кредит финансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	-0,6	7-9	8-11	8-11	8-11	8-11	9-12		

те процентные ставки в экономике продолжают снижаться, следуя за ключевой ставкой Банка России и под влиянием ожиданий ее дальнейших изменений. В то же время доходы потенциальных заемщиков будут постепенно увеличиваться на фоне продолжения роста российской экономики, перспективы которого на 2018 г. пересмотрены в сторону улучшения по сравнению с сентябрьским Докладом (подробнее – см. далее). Это будет способствовать повышению доверия банков к новым клиентам и расширению спектра направлений кредитования и, как следствие, росту кредитной активности в экономике. Согласно оценкам Банка России, в рамках базового сценария на прогнозном горизонте увеличение кредита экономике продолжит соответствовать тенденциям увеличения доходов и улучшения финансового положения субъектов экономики, не создавая дополнительного инфляционного давления. В 2018 г. темп прироста кредита экономике прогнозируется в интервале 8–11% (табл. 2.2). Увеличение доходов и улучшение настроений участников рынка окажут повышательное давление на уровень здоровой склонности к риску участников экономики, а также создадут дополнительные стимулы к росту потребительского спроса, в том числе за счет расширения кредитования.

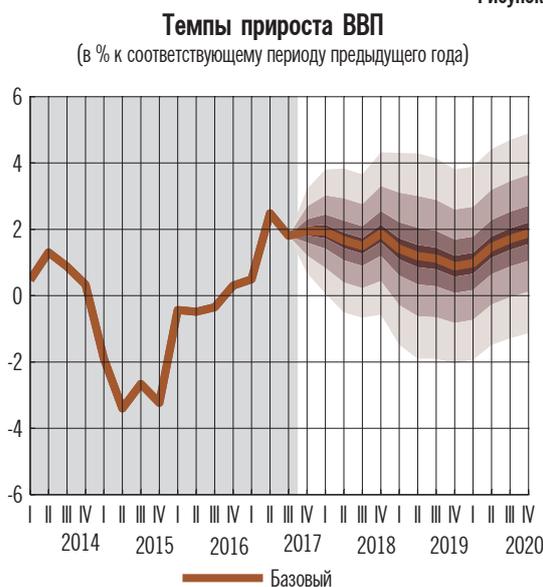
Указанные процессы начались в 2017 г. и, как ожидается, продолжатся в среднесрочной перспективе. Они стали причиной более быстрого, чем ожидалось ранее, восстановления роста кредитования в экономике. В 2019 г. возможно некоторое уменьшение оптимизма участников рынка в связи с замедлением роста экономики на фоне снижения цен на нефть. Однако оно будет временным и практически нивелируется уже к 2020 году. В 2019–2020 гг. темп прироста кредита экономике⁴, по оценкам, составит 7–11%. При этом ожидается сохране-

ние тенденции к усилению роли облигационного рынка в формировании кредита экономике, которая сформировалась в 2017 году.

Изменения в динамике кредитования населения, компаний и экономики в целом будут сонаправлены. Согласно оценкам Банка России, кредит населению будет опережать по темпам роста кредит нефинансовым организациям на всем прогнозном горизонте. Однако этот рост будет иметь догоняющий характер после достаточно длительного периода слабой динамики кредита и его сложившейся низкой базы и потому не будет нести инфляционных рисков. По оценкам Банка России, темп прироста кредита населению составит около 9% в 2018 г. и около 10% в 2019–2020 годах. Кредит организациям, включая как финансовые, так и нефинансовые, по ожиданиям, увеличится на 9–9,5% в 2018 г. и на 8–9% в 2019–2020 годах.

В условиях последовательной реализации Правительством Российской Федерации политики фискальной консолидации рост кредита экономике на прогнозном горизонте будет вносить основной вклад в динамику денежной массы в национальном определении. По мере уменьшения дефицита бюджета вклад чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы в увеличение денежной массы будет постепенно сокращаться. В результате темп прироста денежной массы приблизится к темпам прироста кредита эко-

Рисунок 2.2



Источник: расчеты Банка России.

⁴ Под кредитом экономике со стороны банковского сектора подразумеваются все требования банковского сектора к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долевого ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

номике и составит 8–11% в 2018 г. и 7–11% в 2019–2020 годах. Увеличение денежной массы будет соответствовать по скорости росту ВВП с учетом постепенного повышения уровня монетизации экономики.

В связи с пересмотром траектории нефтяных цен темпы роста ВВП, по оценкам Банка России, останутся вблизи потенциального уровня в 2018 г., а замедление динамики ВВП произойдет годом позднее. Оценка темпов прироста компонентов ВВП также скорректирована с учетом пересмотра траектории нефтяных цен на прогнозном горизонте. При этом взгляд Банка России на структуру роста ВВП не претерпел существенных изменений по сравнению с сентябрьским Докладом.

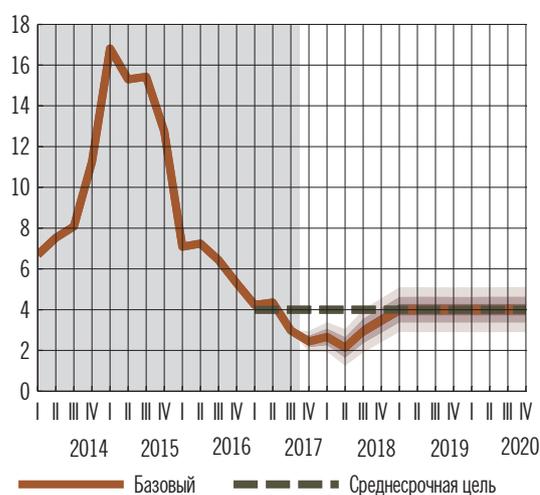
Годовой темп прироста ВВП в 2018 г. сложится на уровне около 1,5–2,0%, что близко к оценке среднесрочного потенциала для российской экономики (рис. 2.2). В условиях продолжения роста доходов и постепенного восстановления кредитной активности годовые темпы прироста расходов домохозяйств на конечное потребление составят 3,0–3,5%, что близко к уровню 2017 года. Как и ранее, потребительский спрос будет удовлетворяться как за счет товаров отечественного производства, так и за счет импорта, который продолжит уверенно расти в реальном выражении годовыми темпами 4,0–4,5% в 2018 году. При этом годовые темпы прироста экспорта в реальном выражении сложатся на уровне заметно ниже темпов прироста импорта, формируя отрицательный вклад чистого экспорта в рост ВВП в 2018 году. Валовое накопление основного капитала, по оценкам, также будет уверенно расти годовыми темпами 2,5–3,0% на фоне улучшения доходов компаний и настроений в реальном секторе экономики.

В 2019 г. темп прироста ВВП временно замедлится до 1,0–1,5% в годовом выражении, а затем снова вернется к потенциальному уровню, оцениваемому в интервале 1,5–2,0%, и сохранится вблизи него в среднесрочной перспективе. Относительно непродолжительная и несущественная по масштабам коррекция темпов роста ВВП в ответ на перманентное снижение нефтяных цен будет обусловлена повышением устойчивости российской экономики к внешним шокам, которому содействуют в том числе проводимая Правительством

Российской Федерации политика фискальной консолидации и применение бюджетного правила. В уточненном прогнозе по сравнению с базовым сценарием сентябрьского Доклада Банк России учитывает механизм бюджетного правила, окончательно закрепленный в Бюджетном кодексе и несколько скорректированный на 2018–2020 гг. по сравнению с переходной формой, применявшейся в 2017 году. Оно ориентировано на снижение чувствительности экономики к колебаниям сырьевых рынков и поддержанию устойчивости государственных финансов в долгосрочной перспективе (подробнее – см. врезку «Бюджетное правило»). Возможности для более высоких темпов роста ВВП на прогнозном горизонте по сравнению с текущими оценками среднесрочного потенциала российской экономики будут во многом зависеть от масштаба, скорости и эффективности проведения структурных реформ и институциональных преобразований. По оценкам Банка России, в условиях постепенного сокращения дефицита бюджета в 2017–2020 гг. в рамках фискальной консолидации вклад бюджетной политики в динамику совокупного выпуска в 2017 г. станет отрицательным и останется таким на прогнозном горизонте. При условии соблюдения планов, заложенных в бюджетные проектировки и уже принятый закон о бюджете на 2018 г., существенных рисков для инфляции

Рисунок 2.3

Инфляция
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

со стороны бюджетной политики в среднесрочной перспективе не ожидается.

Снижение цен энергоносителей в 2019 г. отразится на замедлении роста доходов экономики и некотором ухудшении настроений в реальном секторе, что приведет к временному снижению темпов роста инвестиционного спроса. Годовые темпы прироста валового накопления основного капитала, по оценкам Банка России, скорректируются вниз до 1,5–2,0% в 2019 г., после чего по мере стабилизации производственной активности восстановятся до 2,0–2,5% и закрепятся на этом уровне в среднесрочной перспективе. Некоторое ухудшение инвестиционных планов компаний в том числе приведет к коррекции вниз темпов прироста импорта в реальном выражении на фоне замедления роста доходов и ослабления рубля. Годовые темпы прироста физических объемов им-

порта в 2019 г. сложатся в диапазоне 2,0–2,5%, однако уже через год вернуться к уровню 2018 г. на фоне восстановления инвестиционной и потребительской активности. Несмотря на временное замедление, рост импорта в реальном выражении будет опережать увеличение экспорта на всем прогнозном горизонте, формируя небольшой отрицательный вклад чистого экспорта в ВВП. Годовые темпы прироста экспорта сложатся в диапазоне 1,5–2,0% на горизонте среднесрочного прогноза. Его более уверенное восстановление возможно при дальнейшем развитии внутреннего производства в ненефтяном секторе экономики, что в настоящее время уже оказывает поддержку темпам прироста российского экспорта.

Потребительский спрос, как и инвестиционный, отреагирует на снижение доходов экономики вследствие коррекции вниз нефтяных

Врезка 3. Бюджетное правило

Бюджетное правило представляет собой механизм фискальной дисциплины, регламентирующий соответствие расходов прогнозируемым доходам, а также отдельные параметры формирования и расходования государственных активов (суверенных фондов) и финансирования дефицита бюджета для достижения долгосрочной устойчивости государственных финансов.

В Основных направлениях бюджетной политики на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов Минфин России анонсировал введение бюджетного правила. С февраля 2017 г. начал функционировать временный механизм операций по покупке/продаже валюты в размере дополнительных (выпадающих) нефтегазовых доходов (далее – переходное бюджетное правило), рассчитываемых по формуле:

$$Int = НГД(Urals_{\text{прогн.}}; FX_{\text{прогн.}}) - НГД(Urals_{\text{баз.}=\$40}; FX_{\$/\text{P}=67,5}),$$

где $НГД(Urals_{\text{прогн.}}; FX_{\text{прогн.}})$ – прогнозируемые нефтегазовые доходы бюджета;

$НГД(Urals_{\text{баз.}=\$40}; FX_{\$/\text{P}=67,5})$ – базовые нефтегазовые доходы бюджета, заложенные в законе о бюджете на 2017 г. и рассчитанные исходя из базовой цены Urals \$40 за баррель и среднегодового курса доллара США $\text{P}67,5$);

$Urals_{\text{прогн.}}$ – прогнозируемая цена нефти марки Urals (\$/барр.);

$FX_{\text{прогн.}}$ – прогнозируемый среднегодовой курс доллара США к рублю.

С 2018 г. начинает функционировать регулярное бюджетное правило, параметры которого закреплены в Бюджетном кодексе Российской Федерации. Оно регламентирует не только операции пополнения и расходования Фонда национального благосостояния (ФНБ), но и объем расходов федерального бюджета, а также отдельные параметры финансирования его дефицита.

Изменение формулы расчета дополнительных (выпадающих) нефтегазовых доходов предполагает изменение объемов интервенций относительно переходного бюджетного правила 2017 г.:

$$Int = НГД(Urals_{\text{прогн.}}; FX_{\text{прогн.}}) - НГД(Urals_{\text{баз.}}; FX_{\text{прогн.}}).$$

Основные корректировки операций пополнения и расходования фондов заключаются в изменении курса рубля, применяемого для расчета базовых нефтегазовых доходов – с 2018 г. на месячной основе будет использоваться текущий курс рубля (в переходном бюджетном правиле курс был задан в законе о бюджете).

Кроме того, регулярное бюджетное правило регламентирует предельный объем расходов федерального бюджета, который в целях достижения его сбалансированности привязывается к величине доходов:

$$P = \text{НГД} (Urals_{\text{баз.}}; FX_{\text{прогн.}}) + \text{ННГД} (ВВП_{\text{прогн.}}; FX_{\text{прогн.}}) + \%P,$$

где P – предельный объем расходов бюджета;

$\text{ННГД} (ВВП_{\text{прогн.}}; FX_{\text{прогн.}})$ – прогнозируемый объем нефтегазовых доходов бюджета;

$\%P$ – объем процентных расходов, ограничивающий величину фактического дефицита бюджета.

Если в 2017 г. повышение расходов внутри года предусматривалось только в размере увеличения нефтегазовых доходов (поскольку базовые нефтегазовые доходы были фиксированными) в результате улучшения макроэкономического прогноза, то с 2018 г. обе части доходов бюджета могут измениться и повлиять на величину расходов.

При анализе изменений параметров бюджетного правила необходимо учесть несколько аспектов как в части механизма операций Минфина России на валютном рынке, так и в части ограничения расходов.

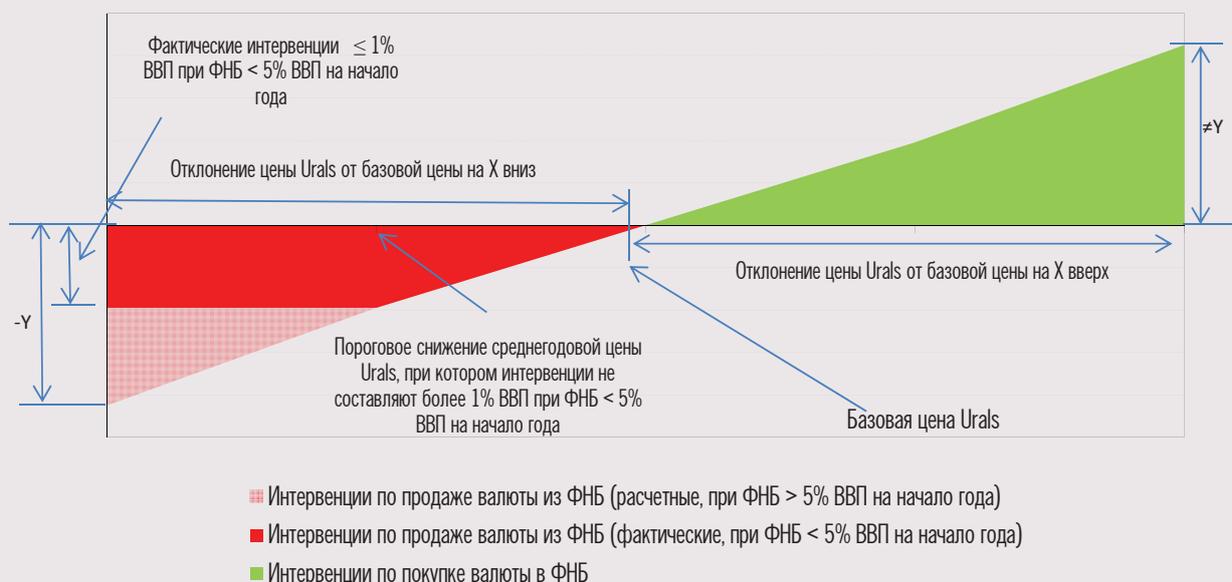
Во-первых, при одном и том же отклонении фактической цены Urals в любом направлении относительно базовой объем интервенций в рамках бюджетного правила с 2018 г. будет больше, чем по параметрам переходного правила 2017 года.

Помимо этого, в рамках функционирования регулярного бюджетного правила при одном и том же отклонении цены Urals от базовой в обоих направлениях объемы покупок и продажи валюты могут не совпадать в абсолютном выражении. Формулы расчета отдельных нефтегазовых налогов (например, экспортной пошлины) предполагают нелинейность изменения объемов их поступления относительно цены Urals, особенно при ее снижении ниже \$25 за баррель¹.

Во-вторых, при объеме ФНБ на начало каждого года менее 5% ВВП (в текущих условиях – около ¥4,5 трлн) объем интервенций по продаже валюты в размере выпадающих доходов при падении среднегодовой цены Urals ниже базового уровня не может превышать 1% ВВП (в текущих условиях – около ¥0,9 трлн). Вместе

Рисунок 2.4

Несимметричность бюджетного правила относительно базовой цены Urals



¹ Например, при цене Urals ниже \$15 за баррель экспортная пошлина на нефть обнуляется. Помимо этого, формула экспортной пошлины на нефть дифференцирована относительно ценовых диапазонов \$15–20, \$20–25 и свыше \$25 за баррель. В каждом из этих диапазонов экспортная пошлина на нефть рассчитывается по отдельной формуле, что предполагает нелинейность интервенций при снижении ниже \$25 за баррель.

с тем при превышении ценой Urals базового уровня объем интервенций по покупке валюты в размере дополнительных нефтегазовых доходов не ограничивается отдельными нормативами.

Эти два факта характеризуют несимметричность бюджетного правила относительно базовой цены Urals (рис. 2.4). Таким образом, в отдельные периоды это будет способствовать повышению жесткости бюджетной политики, что необходимо для поддержания устойчивости государственных финансов в долгосрочной перспективе.

В-третьих, внутригодовые изменения дефицита бюджета, связанные с отклонением фактического курса рубля от прогнозного, будут балансироваться исключительно при помощи корректировки программы заимствований, а не изменений программы использования средств ФНБ. Так, ослабление рубля относительно прогноза будет способствовать росту доходов и сокращению дефицита бюджета, что позволит уменьшить объем размещения ОФЗ. По оценкам Банка России, рост фактического курса доллара США на ¥1 относительно прогнозного уровня позволит сократить размещения ОФЗ на ¥80–85 млрд.

цен. Годовые темпы прироста расходов домохозяйств на конечное потребление, по оценкам Банка России, в 2019 г. замедлятся до 1,0–1,5%. В дальнейшем на среднесрочном горизонте потребительский спрос будет расти умеренными темпами 2,0–2,5%, что соответствует скорости восстановления доходов в экономике и потому не создаст дополнительных проинфляционных рисков на прогнозном горизонте.

Политика Банка России на прогнозном горизонте будет направлена на создание условий для поддержания темпов экономического роста вблизи потенциальных и инфляции на уровне около 4% (рис. 2.3). По оценкам Банка России, на прогнозном горизонте годовая инфляция, а также оценка темпов прироста цен в среднем за скользящий год в 2018 г. будут постепенно приближаться снизу к 4% по мере того, как эффект высокого предложения продовольственной продукции будет исчерпан, и в дальнейшем останутся вблизи этого уровня.

Рост заработных плат на прогнозном горизонте будет носить умеренный характер. Его темпы, по оценкам Банка России, будут соответствовать темпам прироста производительности труда, не оказывая, таким образом, проинфляционного давления. В период временного замедления роста в 2019 г. на фоне снижения цен на нефть спрос будет сдерживать инфляцию. На оставшейся части прогнозного горизонта влияние спроса на инфляцию будет носить скорее нейтральный характер. Вклад динамики затрат в инфляцию останется умеренным, в том числе благодаря индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги

естественных монополий темпом, не превышающим 4%.

Динамика валютного курса, по оценкам Банка России, не будет оказывать существенного влияния на темпы прироста потребительских цен на прогнозном горизонте. Перенос колебаний цен на энергоносители в динамику курса и инфляции будет сдерживаться применением механизма бюджетного правила Минфином России (подробнее – см. врезку «Бюджетное правило»).

Закрепление инфляции вблизи 4% будет способствовать дальнейшему снижению инфляционных ожиданий и ослаблению их чувствительности к внутренним и внешним факторам. Этому будет содействовать и проведение Банком России последовательной и непротиворечивой информационной политики.

Сценарий с ростом цен на нефть

В сценарий с ростом цен на нефть закладывается сохранение ограничений добычи нефти странами ОПЕК и вне ОПЕК после 2018 г., а также более динамичное восстановление мировой экономики. Эти факторы окажут поддержку ценам энергоносителей, в результате чего цена на нефть марки Urals будет постепенно расти с около \$55 за баррель в 2018 г. до \$60 за баррель в 2020 году. С учетом схожести предположений о внешних условиях на 2018 г. основное отличие данного сценария от базового заключается в динамике экономических показателей

в 2019–2020 годах. При этом основные тенденции на этом горизонте в целом схожи с прогнозом на 2018 год.

Восходящая траектория цен на нефть, по оценкам Банка России, будет фактором поддержки настроений участников экономики, а также интереса иностранных инвесторов к активам стран с формирующимися рынками, включая Россию. Более позитивная конъюнктура мировых сырьевых рынков по сравнению с базовым сценарием, а также более уверенный рост экономик стран – торговых партнеров (по оценкам Банка России, годовыми темпами 2,5–2,6%) окажут положительное влияние на экономическую активность в России.

В этих условиях премия за риск на Россию будет постепенно снижаться, способствуя привлечению зарубежных инвестиций. Кроме того, расширение возможностей компаний по привлечению заимствований на фоне роста их доходов будет выше по сравнению с базовым сценарием. В результате чистое кредитование частным сектором России остального мира сложится на более высоком уровне, чем в базовом сценарии.

В условиях отсутствия внешних шоков продолжится рост инвестиционной и производственной активности в экономике, а также увеличение потребления в условиях позитивной динамики доходов населения. В результате годовые темпы прироста валового накопления основного капитала и потребления домохозяйств в 2019–2020 гг., в отличие от базового сценария, не снизятся, а сложатся вблизи значений 2018 г., составив 2,0–3,0% и 2,5–3,5% соответственно.

Улучшение потребительских и инвестиционных расходов окажет поддержку увеличению импорта, в результате чего он будет больше, чем в базовом сценарии, как в реальном, так и в стоимостном выражении. По оценкам Банка России, темп прироста физических объемов импорта в среднесрочной перспективе составит 4,0–6,0%.

Повышательная динамика цен на нефть и их формирование на относительно высоком уровне, а также ускорение роста мировой экономики будут способствовать увеличению спроса на товары российского экспорта, однако экспорт в реальном выражении, как и ранее,

будет расти медленнее импорта. По оценкам Банка России, годовой темп прироста экспорта в реальном выражении сложится на уровне 1,5–2,0% в 2018–2020 гг., формируя отрицательный вклад чистого экспорта в ВВП. В то же время в стоимостном выражении экспорт, как ожидается, превысит импорт, формируя растущее положительное сальдо торгового баланса и текущего счета на всем прогнозном горизонте.

Таким образом, в данном сценарии в 2019–2020 г. сохранятся тенденции 2018 года. Экономика России продолжит расти годовыми темпами 1,5–2,0% на всем прогнозном горизонте, что близко к потенциальному уровню в среднесрочной перспективе. В части бюджетной политики в целом Правительство Российской Федерации продолжит придерживаться стратегии фискальной консолидации. В сценарии с растущими ценами на нефть дефицит федерального бюджета может снижаться несколько быстрее, чем в базовом сценарии, благодаря значительным налоговым поступлениям на фоне более высоких темпов роста экономики. Вместе с тем применение бюджетного правила на постоянной основе будет ограничивать объем расходов, способствуя более регламентированному механизму их формирования и, как следствие, предсказуемости «профиля» государственного бюджета.

Операции Минфина России по приобретению иностранной валюты в целях пополнения Фонда национального благосостояния продолжат оказывать некоторое воздействие на рубль в сторону ослабления. Как и в базовом сценарии, эти операции приведут к росту международных резервов на протяжении всего прогнозного периода. По оценкам Банка России, воздействие на рубль в сторону ослабления окажет повышательное влияние на темпы роста потребительских цен в России, однако не будет препятствовать поддержанию их на уровне, близком к 4%, на прогнозном горизонте.

По мере реализации политики фискальной консолидации вклад чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы в динамику денежной массы будет постепенно ослабевать. Основным источником формирования денежной массы, как и в базовом сценарии, будет кредит экономике. Его

годовой темп прироста в 2019–2020 гг. оценивается в интервале 8–12%, что близко к оценке динамики денежной массы. Рост кредитной активности, а вслед за ним и динамика денежной массы будут несколько опережать по темпам аналогичные показатели базового сценария. Однако, по оценкам Банка России, эти процессы будут поддерживаться продолжающимся ростом доходов в экономике, дальнейшей стабилизацией долговой нагрузки населения и компаний и потому не будут создавать инфляционного давления.

В условиях отсутствия в данном сценарии периода временного ухудшения ситуации в экономике под воздействием внешних факторов денежно-кредитная политика и в целом внутренние финансовые условия могут быть несколько мягче, чем в базовом сценарии. Банк России будет поддерживать инфляцию вблизи 4% на всем прогнозном горизонте мерами денежно-кредитной политики. В случае если при этом на отдельных сегментах рынка будут возникать риски накопления дисбалансов, Банк России будет реагировать на них мерами макропруденциальной политики, которые имеют точечный характер воздействия.

Риски среднесрочного прогноза

Развитие внешней и внутренней экономической ситуации в последние месяцы в некоторой степени повлияло на оценку Банком России среднесрочных рисков для прогноза. В первую очередь несколько снизилась неопределенность в динамике внешних факторов в части траектории изменения цен на нефть. С учетом текущих и ожидаемых тенденций формирования инфляции риски отклонения инфляции вниз и вверх от целевого уровня в 2018 г. стали более сбалансированными. Вместе с тем в среднесрочной перспективе проинфляционные риски преобладают над рисками чрезмерного замедления инфляции.

Продление международного соглашения стран – экспортеров нефти об ограничении добычи на 2018 г. увеличило определенность в отношении факторов формирования нефтяных цен. Снизилась вероятность реализации

в 2018 г. рисков сценария, связанного с резким снижением цен на нефть, за которым могло последовать значительное ослабление рубля, негативная реакция настроений и ожиданий субъектов экономики, повышение инфляционного давления. В то же время с учетом большого числа факторов со стороны спроса и предложения, влияющих на мировые нефтяные цены, на горизонте 2019–2020 гг. их изменения останутся источником неопределенности и рисков для прогноза. При этом чувствительность экономики к колебаниям на сырьевых рынках на прогнозном горизонте будет сглаживаться действием бюджетного правила.

Другим важным риском для прогноза инфляции в среднесрочной перспективе является повышенная волатильность продовольственных цен. Их динамика может формировать риски отклонения инфляции как вверх, так и вниз от цели. На рынках продовольственных товаров, прежде всего сельскохозяйственной продукции, возможны значительные колебания предложения, которые могут быть сложнопредсказуемы (например, связанные с климатическими условиями) и находиться вне сферы действия денежно-кредитной политики, поскольку обусловлены немонетарными факторами (подробнее – см. доклад «О немонетарных факторах инфляции и мерах по снижению ее волатильности»). С учетом того, что данные товарные категории имеют значительный вес в потребительской корзине, риски со стороны колебаний их цен остаются существенными даже после стабилизации инфляции и инфляционных ожиданий в целом. В среднесрочной перспективе снижению влияния данного фактора могут способствовать меры, направленные на смягчение инфраструктурных ограничений на отдельных рынках, в том числе связанных с организацией транспортной логистики, повышением качества условий хранения отдельных видов продовольствия (в частности, плодоовощной продукции) и так далее. В случае их успешной реализации снижение чувствительности инфляции к временным шокам на отдельных рынках оказало бы существенное положительное влияние на ценовую и – шире – макроэкономическую стабильность в России.

По оценке Банка России, на среднесрочном горизонте сохраняется также ряд факторов, ко-

торые являются источником преимущественно проинфляционных рисков. К ним относятся прежде всего динамика инфляционных ожиданий. Это связано с двумя ключевыми аспектами. Во-первых, наличие достаточно высокой инерции в динамике инфляционных ожиданий препятствует их быстрой «настройке» и адаптации к относительно низкому уровню инфляции. Во-вторых, риски в части инфляционных ожиданий связаны с их чувствительностью к кратковременным изменениям в экономике в целом, а также на отдельных рынках (в первую очередь продовольственных). В этой связи особую значимость приобретает проведение последовательной и открытой информационной политики Банка России, формирующей доверие к нему населения и бизнеса и их уверенность в устойчивости макроэкономических показателей России в целом. Кроме того, важной является работа с ожиданиями широкого круга участников экономики, включая людей, не имеющих экономического образования. Для этого, например, предназначены мероприятия по повышению финансовой грамотности населения, проводимые Банком России.

Фактором, требующим упоминания в ряду рисков для среднесрочного прогноза, является также возможное резкое увеличение потребительской активности в экономике на фоне роста склонности к потреблению и ускоренного повышения спроса на заемные средства, не подкрепленного динамикой доходов. Первое представляет угрозу для ценовой стабильности, второе вызывает беспокойство скорее с точки зрения рисков финансовой стабильности и также попадает в поле зрения при принятии решений по ключевой ставке. Настроения и ожидания населения, их предпочтения остаются высокочувствительными к широкому кругу как внутренних, так и внешних факторов, поэтому их изменения могут быть труднопрогнозируемы на длительном горизонте и требуют постоянного внимательного мониторинга.

Другим источником рисков для инфляции со стороны давления потребительского спро-

са является возможный разгон роста заработной платы до уровней, заметно превышающих темпы роста производительности в экономике. Устойчивое формирование такого превышения не происходит бесосновательно и может быть вызвано такими структурными проблемами, как дисбаланс спроса и предложения рабочей силы по секторам экономики, непоследовательная бюджетная политика, недостаточная мобильность трудовых ресурсов, высокая волатильность доходов отдельных отраслей, чувствительных к внешним условиям (в частности, сырьевых). Часть этих факторов уже действовала в России в прошлом. В настоящее время Банк России одной из основных возможных причин роста давления на динамику заработной платы видит дефицит квалифицированной рабочей силы, связанный с неблагоприятными демографическими тенденциями и недостаточными возможностями повышения квалификации имеющихся кадров.

Кроме того, при оценке баланса рисков Банк России будет учитывать будущие решения в области бюджетной и тарифной политики, а также возможные изменения других внешних условий, кроме мировых цен на нефть.

По оценке Банка России, с учетом повышения определенности по ценам на нефть в 2018 г., риски отклонения инфляции вверх от 4% на горизонте года несколько снизились. Вместе с тем среднесрочные проинфляционные риски преобладают над рисками устойчивого отклонения вниз от цели.

Банк России допускает возможность некоторого снижения ключевой ставки в первом полугодии 2018 года. Принимая решения по ключевой ставке, Банк России будет оценивать баланс рисков существенного и устойчивого отклонения инфляции вверх и вниз от цели, а также динамику экономической активности относительно прогноза. В случае возникновения признаков формирования дисбалансов на отдельных сегментах финансового рынка Банк России может дополнительно применять меры макропруденциальной политики.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Динамика основных статей платежного баланса России в III квартале 2017 года

В III квартале 2017 г. в динамике текущего счета продолжали прослеживаться восстановительные тенденции.

Состояние торгового баланса улучшилось преимущественно благодаря росту мировых цен на сырье – основе российского экспорта. Поддержку экспорту также оказали высокие урожаи зерновых и разовые факторы¹. Вместе с тем рост² стоимостного объема экспорта товаров замедлился с 23% в II квартале до 19% в III квартале в связи с тем, что изменение цен на нефть и нефтепродукты отражается в ценах экспортных контрактов с лагом.

Физический объем совокупного экспорта нефти и нефтепродуктов, по данным ФТС, немного снизился на фоне выполнения Россией договоренностей об ограничении добычи. Поставки России на основной, европейский рынок нефти несколько уменьшились в условиях расширения экспорта в ЕС из некоторых стран, не бравших ранее на себя обязательств по сокращению добычи (Ливии, Нигерии, Ирана, США). Их совокупный вес в импорте нефти и нефтепродуктов ЕС, по оценкам на основе данных Евростата, увеличился с 12% в III квартале 2016 г. до 18% в III квартале 2017 года. При этом Россия оставалась крупнейшим поставщиком на европейском нефтяном рынке с весом в импорте ЕС более 30%. В целом в указанный период наблюдалась тенденция к частичной переориентации российских поставок нефти с Запада на Восток. Доля ЕС в экспорте нефти и нефтепродуктов России снизилась с 61 до 56%,

а совокупный вес Китая и Индии вырос с 12 до 16%. Рост экспорта нефти в эти азиатские страны отчасти компенсировал его сокращение в ЕС. В то же время физический объем экспорта российского природного газа в III квартале 2017 г. существенно не изменился.

Годовые темпы прироста стоимостного объема импорта товаров снизились с 28% в II квартале до 21% в III квартале на фоне меньшей поддержки со стороны валютного курса рубля. Вместе с тем импорт продолжил демонстрировать уверенный рост на фоне увеличения деловой и потребительской активности в России. Расширение импорта в большей степени обеспечивалось за счет инвестиционных, чем потребительских товаров. По оценкам на основе данных ФТС и классификации Росстата, стоимостный объем импорта инвестиционных товаров в III квартале вырос на 24%. Более чем в полтора раза увеличилось количество импортируемых моторных транспортных средств для перевозки грузов, втрое – число ввозимых тракторов. Вырос импорт вычислительных машин и телефонных аппаратов для сотовых сетей связи или других беспроводных сетей связи. Расширение на 16% импорта потребительских товаров обеспечивалось преимущественно за счет лекарств, продовольствия и обуви. На увеличении импорта продуктов питания сказалось снятие запрета на ввоз ряда продовольственных товаров из Турции. Двукратный рост веса импортного винограда и абрикосов в Россию в III квартале 2017 г. полностью обеспечивался за счет возобновления поставок из Турции. Вместе с тем вклад расширения импорта товаров из Турции, ранее попадавших под запрет, в прирост стоимостного объема совокупного импорта товаров России незначительный – лишь 1,7%³.

¹ Например, крупные поставки золота в Великобританию и Швейцарию.

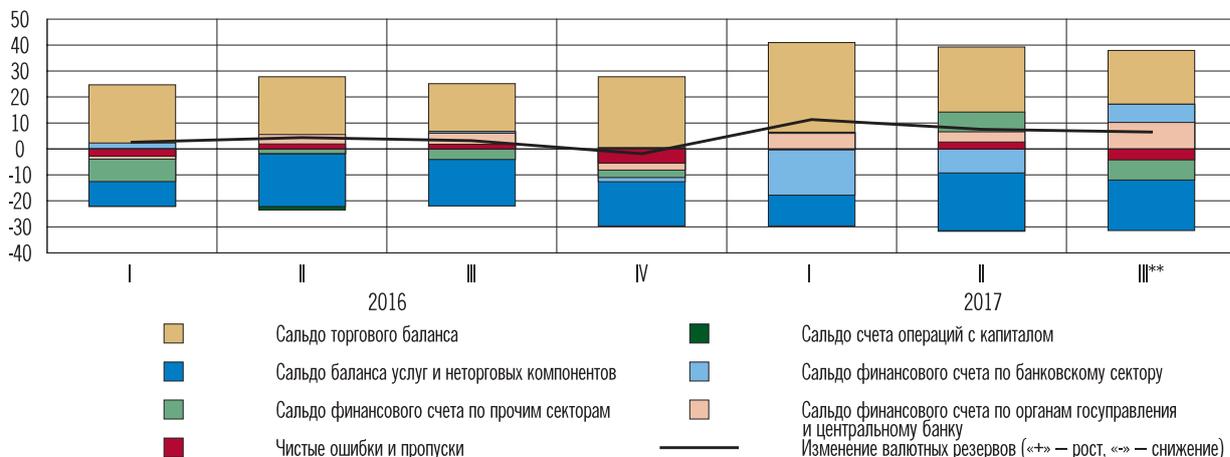
² Здесь и далее приводятся изменения к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

³ По данным ФТС России, импорт товаров в III квартале 2017 г. увеличился по сравнению с III кварталом 2016 г. на \$11 млрд, тогда как импорт товаров из Турции, ранее попадавших под запрет, – на \$0,18 млрд.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса*

(млрд долл. США)



* В знаках РПББ.

** Оценка.

Источник: Банк России.

Восстановление потребительского спроса в условиях стабильной ситуации на рынке труда и низкой инфляции, а также улучшение отношений с Турцией способствовали увеличению в III квартале импорта услуг, прежде всего туристских, и, как следствие, росту дефицита баланса услуг (рис. 1). Помимо Турции, усилился интерес российских туристов к Грузии, Испании, Китаю, Украине и Финляндии. Восстанавливался в 2017 г. и импорт услуг для бизнеса, например услуг по перестрахованию, технических, торгово-посреднических и прочих деловых услуг.

Среди неторговых компонентов текущего счета расширился дефицит баланса оплаты труда за счет увеличения заработка временно занятых мигрантов в долларовом выражении на фоне укрепления рубля. Дефицит баланса инвестиционных доходов в III квартале 2017 г., по предварительной оценке, уменьшился. Рост инвестиционных доходов к получению на фоне приобретения иностранных активов российскими компаниями оказался значительно увеличением выплат нерезидентам.

В то же время на фоне более высоких цен на основные экспортные товары и экономического роста России расширились возможности российских компаний для внутренних и зарубежных инвестиций.

Чистое кредитование частным сектором России остального мира в III квартале 2017 г. увеличилось за счет усиления спроса российских компаний на иностранные активы. Небанковский сектор нарастил зарубежные активы, преимущественно в форме прямых инвестиций, на \$14 млрд в III квартале 2017 г., тогда как в III квартале 2016 г. – на \$2 млрд.

Банки, напротив, продолжили сокращать иностранные активы на фоне значительного погашения внешнего долга. Вместе с тем в условиях более благоприятной экономической ситуации их спрос на операции валютного рефинансирования снизился. Банки возвращали ликвидность в иностранной валюте, ранее предоставленную Банком России, что внесло свой вклад в снижение их иностранных активов.

В то же время прочие секторы России, в отличие от банков, смогли нарастить иностранные обязательства главным образом за счет привлечения прямых инвестиций из-за границы, несмотря на ограниченный из-за санкций доступ к западным рынкам капитала.

Резервные активы России заметно увеличились как в результате приобретения иностранной валюты для Минфина России в рамках реализации бюджетного правила, так и снижения задолженности банковского сектора перед Банком России по операциям валютного репо.

Экономическая ситуация в регионах России

Региональный анализ тенденций в компонентах инфляции

В октябре-ноябре 2017 г. инфляция в целом по России была ниже 4%. В подавляющем большинстве регионов сохранилась тенденция замедления инфляции, основным источником которого стала динамика цен на плодоовощную продукцию. Медиана распределения регионов по годовой инфляции в октябре 2017 г. по сравнению с прошлым кварталом сместилась влево, а количество субъектов, в которых темп роста цен не превысил 4%, увеличилось с 59 в июле до 79 в октябре (рис. 1).

Наибольший вклад в уровень инфляции в России в рассматриваемый период, как и в III квартале, вносили две группы регионов: регионы с инфляцией от 2,5 до 3% годовых (вклад в общефедеральный показатель – около 0,7 п.п.) и группа регионов с инфляцией от 3,5 до 4% (крупнейшие регионы, среди которых Москва, Санкт-Петербург, Тюменская область; вклад – 0,9 п.п.). По сравнению с III кварталом увеличилось количество регионов с инфляцией ниже 2,5%. Группа регионов с инфляцией выше среднероссийской на-

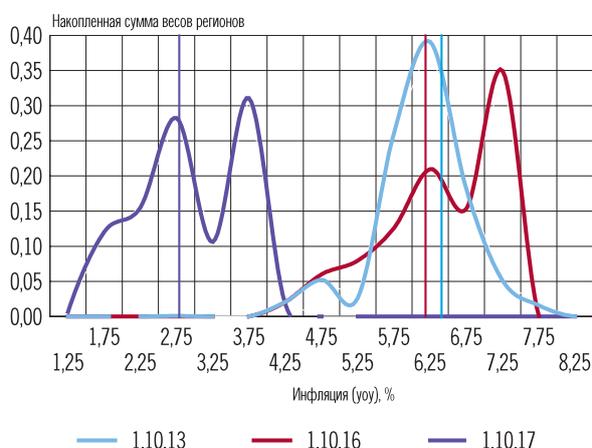
Рисунок 1

Распределение регионов России по годовой инфляции



Связь весов регионов по инфляции

Рисунок 2



Источник: Банк России.

чала отделяться от общей тенденции в динамике инфляции в конце 2013 – начале 2014 года. Благодаря тому, что эта группа состоит из регионов с высоким уровнем доходов (Москва, Санкт-Петербург, Тюменская область) и достаточно высоким покупательским спросом, в ней наблюдается более медленное снижение инфляции. В результате к октябрю 2017 г. наблюдается четкое разделение регионов с инфляцией 2–3% (около или ниже среднероссийской) и с инфляцией выше среднероссийской (3–4%), суммы весов которых в показателе инфляции по России в целом практически идентичны (рис. 2).

По продовольственным и непродовольственным товарам замедление инфляции в региональном разрезе охватывало 90% субъектов. По компоненту услуг ситуация была неоднородной: в части субъектов регистрировалось ускорение темпа роста цен из-за местных индексаций отдельных видов услуг, в остальных – стабилизация уровня инфляции.

Продовольственные товары

Замедление темпа роста цен на продовольственные товары, в частности на плодоовощную продукцию, стало главным драйвером снижения инфляции в регионах.

Во всех федеральных округах годовая инфляция оказалась ниже усеченных показателей

	ДФО	ПФО	СЗФО	СКФО	СФО	УФО	ЦФО	ЮФО
Годовая инфляция, %								
Все товары и услуги	2,36	2,03	3,29	2,57	2,04	2,82	3,26	2,58
Усеченные показатели инфляции								
ИПЦ без 20%	2,88	2,96	3,67	3,92	2,89	3,27	3,65	3,23
ИПЦ без 40%	2,65	2,58	3,25	3,48	2,64	2,92	3,28	2,79
ИПЦ без 60%	2,71	2,4	3,38	3,52	2,63	2,93	3,31	2,53
ИПЦ без 80%	2,58	2,25	3,25	3,47	2,76	3	3,37	2,56
ИПЦ с исключением различных компонент								
Базовый индекс потребительских цен	2,52	1,96	2,79	2,95	1,94	2,74	2,81	2,33
Инфляция без плодоовощной продукции, масла и жиров, сахара, алкоголя, бензина, пассажирского транспорта и услуг ЖКХ	2,65	2,1	2,85	3,07	2,08	2,85	2,87	2,48
Инфляция без жилищно-коммунальных услуг	2,27	1,77	3,06	2,45	1,85	2,77	3,04	2,37

	Выше ИПЦ без усечения (более 0,3 стандартного отклонения)
	Около ИПЦ без усечения (+/- 0,3 стандартного отклонения)
	Ниже ИПЦ без усечения (более 0,3 стандартного отклонения)

инфляции⁴. Это свидетельствует о том, что усеченные товарные группы (среди которых есть плодоовощная продукция) в рассматриваемом периоде оказывали существенное понижающее давление на агрегированный уровень инфляции в округах.

Вместе с тем неоднородное качество собранного урожая отдельных культур (в первую очередь картофеля и корнеплодов), недостаточность инфраструктуры для их хранения в некоторых регионах могут привести в II квартале 2018 г. к росту цен на плодоовощную продукцию.

Непродовольственные товары

Инфляция по непродовольственным товарам в 72 регионах снижалась. Во многом это было связано с укреплением курса рубля в годовом сопоставлении. Несмотря на то, что в отдельных регионах (преимущественно высокодоходных) регистрировалось увеличение спроса на товары длительного пользования, даже там это не оказывало проинфляционного давления – восстановление спроса по-прежнему носит умеренный характер.

В ближайшей перспективе возможно ускорение роста цен на топливо. Это связано с увеличением цен на оптовую закупку топлива на биржах, а также с закрытием московского НПЗ на ремонт. Повышение цен на топливо может оказывать влияние на цены товаров в регионах, которые в высокой степени зависимы от ввоза продукции из-за рубежа или других регионов (повышение транспортной составляющей в цене товара). Это может внести вклад в общий уровень инфляции, однако его масштаб оценивается как сравнительно небольшой и не создающий рисков для ее сохранения вблизи целевого уровня.

Услуги

В сентябре-октябре 2017 г. в 51 регионе наблюдалось небольшое ускорение роста цен в сегменте услуг. В большинстве регионов это было связано с индексацией услуг образования, услуг пассажирского транспорта, ЖКХ и связи.

Сохраняется вероятность, что в прочих регионах, где темпы роста цен на услуги в октябре не повысились, индексация пройдет в оставшиеся до конца года месяцы.

⁴ Усеченные показатели инфляции получаются после усечения хвостов распределения инфляции по товарным группам. Далее в отобранной части распределения ищется среднее, которое и принимается за усеченный показатель. Усечение распределения имеет целью отсесть те изменения цен в составе ИПЦ, которые могут быть связаны с изменением относительных цен.

Однородность восстановления экономической активности регионов

В III квартале 2017 г. показатели экономической активности и спроса в регионах продолжили расти, но более медленными темпами, чем в предыдущем квартале.

В целом по России темп прироста ВВП в рассматриваемом периоде был ниже, чем в II квартале (1,8% по сравнению с 2,5% в предыдущем периоде). В региональном разрезе замедление экономической активности наблюдалось в 46 субъектах (в предыдущем периоде – в 40) и сопровождалось снижением темпа роста промышленного производства (добывающей промышленности), а также продолжившимся спадом в строительстве.

Южный федеральный округ стал исключением из общей тенденции. Существенно возросший вклад промышленности в экономическую активность округа является временным и связан с единовременным выполнением предприятием «Роствертол» в Ростовской области дорогостоящего заказа (индекс производства прочих транспортных средств и оборудования Ростовской области в сентябре вырос в 36 раз). Кроме этого, значительное увеличение индекса промышленного производства было отмече-

Рисунок 4
Оборот розничной торговли*
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



* Здесь используется классификация регионов на развитые и развивающиеся на основе совокупности признаков экономической активности. Для характеристики производственного сектора экономики региона использованы показатели ее размера (ВВП на душу населения), производительности труда в промышленности (объем отгруженной продукции, отнесенный к численности занятых) и диверсифицированности (доля сферы услуг в валовой добавленной стоимости). Для косвенной характеристики качества жизни населения региона использованы индикаторы, характеризующие благосостояние, развитие здравоохранения, качество человеческого капитала и миграционную привлекательность региона.

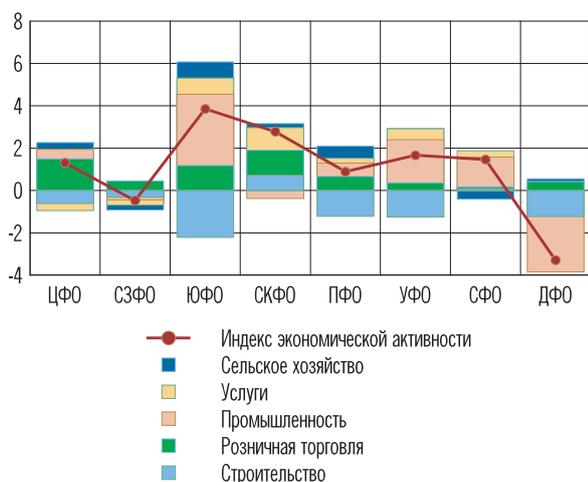
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

но в Астраханской области и обусловлено активизацией добычи углеводородного сырья ООО «ЛУКОЙЛ-Нижневолжскнефть» на месторождении Северного Каспия (в то время как в целом по стране добыча полезных ископаемых в сентябре практически не изменилась).

В IV квартале на федеральном уровне продолжилось существенное снижение объема строительных работ. В региональном разрезе эта тенденция была однородной: в семи из восьми федеральных округов строительная отрасль оставалась депрессивной, жилищное строительство по-прежнему демонстрировало наибольшее падение.

Сохранялась тенденция увеличения потребительской активности в большинстве регионов как в пищевом сегменте, так и в сегменте непродовольственных товаров. Положительный прирост оборота розничной торговли пищевыми продуктами был зарегистрирован во всех федеральных округах и связан с рекордным урожаем. В то же время регионы с более низкими доходами в Сибирском, Уральском и Дальневосточном федеральных округах показали некоторое снижение годового темпа прироста оборота непродовольственных товаров.

Рисунок 3
Вклады ВЭД в экономическую активность
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы

По сравнению с предыдущим выпуском Доклада были скорректированы предпосылки по цене на нефть, а также обновлены параметры прогноза ряда макроэкономических показателей⁵. Эти изменения, а также учет оценок по платежному балансу за последние месяцы оказали влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса.

Как отмечено в разделе 2, в связи с продлением соглашения об ограничении добычи странами ОПЕК и рядом государств вне ОПЕК до конца следующего года предпосылки по цене на нефть были скорректированы вверх до \$55 за баррель в среднем в 2018 году. На оставшейся части прогнозного горизонта взгляд Банка России на динамику нефтяных цен остался консервативным. В случае непродления договоренностей после 2018 г. и в условиях продолжающегося расширения добычи в США к концу 2019 г. предполагается снижение цены до \$40 за баррель. В дальнейшем ожидается ее сохранение на этом уровне в реальном выражении.

В базовом сценарии по сравнению с базовым сценарием предыдущего Доклада пересмотрен вверх профицит текущего счета за счет повышения стоимостного объема экспорта. Помимо корректировки вверх траектории цены нефти, на прогнозе экспорта, особенно не нефтяного, благоприятно сказались улучшение оценок внешнего спроса, то есть роста стран – торговых партнеров на фоне хорошей статистики по отдельным развитым странам и странам с формирующимися рынками. В 2017 г. ожидается увеличение стоимостного объема экспорта товаров и услуг на 23%, тогда как в сентябрьском Докладе прогнозировалось увеличение на 16%. В 2018 г. рост экспорта продолжится, но замедлится вслед за ценами на нефть. В 2019 г. его стоимостный объем значительно сократится: негативный эффект от цены будет лишь частично компенсироваться расширением поставок энергоносителей на фоне снятия ограничений на добычу нефти. В 2020 г. за счет небольшого снижения среднегодовой цены

на нефть стоимостный объем экспорта продолжит сокращаться, но более медленными темпами в связи со стабилизацией цен на энергоносители.

Прогноз стоимостного объема импорта товаров и услуг также повышен, в том числе в связи с превысившим ожидания расширением физического объема импорта в последние месяцы и снятием запрета на ввоз ряда продовольственных товаров из Турции. В 2017 г. предполагается его увеличение на 22% (в предыдущем Докладе – на 17%). В 2018 г., по ожиданиям, его рост замедлится. В 2019 г. на фоне ослабления рубля и снижения темпов роста российской экономики импорт товаров и услуг незначительно сократится. В 2020 г. расширение импорта возобновится в условиях усиления внутреннего спроса на фоне ускорения экономического роста России.

При более значительном в долларовом выражении росте экспорта по сравнению с импортом положительное сальдо внешней торговли заметно увеличится в 2017–2018 годах. В 2019 г. ее состояние ухудшится за счет более существенного сжатия экспорта в условиях падения цен на нефть. В 2020 г. профицит внешней торговли продолжит снижаться: при небольшом сокращении экспорта вырастет импорт товаров и услуг.

Дефицит баланса неторговых компонент текущего счета увеличится в 2017–2018 гг. за счет роста расходов по обслуживанию растущего внешнего долга и выплат дивидендов нерезидентам на фоне улучшения финансового результата деятельности российских компаний. Вместе с тем в 2019–2020 гг. он останется на невысоком уровне: менее благоприятная ситуация с доходами российских компаний на фоне более низких цен на нефть будет сдерживать расширение инвестиционных выплат иностранным инвесторам.

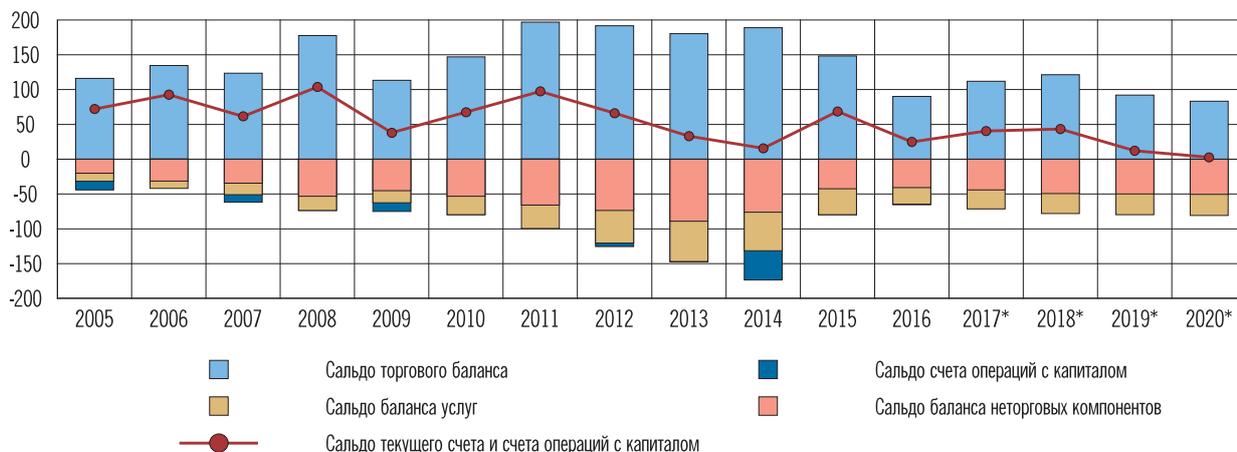
Профицит текущего счета в целом повторит динамику баланса внешней торговли: вырастет до около 2,7% ВВП в 2018 г., а затем снизится до 0,2% ВВП в 2020 г. (рис. 1).

В финансовом счете (без учета резервных активов), как ожидается, по-прежнему будут преобладать потоки капитала по частному сектору (рис. 2).

⁵ См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке».

Рисунок 1

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



* Прогноз по базовому сценарию.
Источник: Банк России.

Основной вклад в чистое кредитование остального мира частным сектором с 2017 г. снова будет вносить рост иностранных активов. Он ускорится в 2018 г. в условиях расширения возможностей российских компаний для зарубежных инвестиций в связи с повышением цен на нефть. В 2019 г. на фоне сокращения поступлений от внешнеэкономической деятельности спрос на иностранные активы ослабнет. В 2020 г. приобретение зарубежных активов российскими компаниями усилится благодаря увеличению доходов экономических агентов на фоне экономического роста России. Вместе с тем он останется небольшим по историческим меркам в условиях невысоких темпов роста

экономики и цен на ключевые товары экспорта России.

Объем сокращения иностранных обязательств банков в ближайшие годы снизится: график предполагает уменьшение выплат по внешнему долгу. Компании, как ожидается, в 2018 г. расширят объем привлечения зарубежных инвестиций в Россию на фоне улучшения инвестиционной привлекательности России в условиях роста цен на нефть и сохранения привлекательных процентных ставок. Нарращиванию иностранных обязательств компаниями также будет способствовать их переориентация на не затронутые санкциями источники внешнего финансирования. В целом ожидается пе-

Рисунок 2

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



* Прогноз по базовому сценарию. В знаках РПБ5.
** Без учета задолженности по поставкам на основе межправительственных соглашений.
Источник: Банк России.

реход от чистого снижения иностранных обязательств частного сектора в 2017 г. к чистому притоку капитала в виде увеличения иностранных обязательств в 2018 году. В 2019 г. приток хотя и замедлится в условиях падения цены на нефть и, соответственно, ухудшения привлекательности российских активов для зарубежных инвесторов, но в следующие годы восстановится.

Совокупное чистое кредитование остального мира российским частным сектором в 2018 г. снизится за счет менее интенсивного сокращения иностранных обязательств банками. В последующие годы динамика чистого кредитования будет определяться изменением активов: уменьшится в 2019 г. за счет менее существенного наращивания иностранных активов, а в 2020 г. увеличится за счет усиления спроса на зарубежные активы.

По госсектору на фоне продолжающихся государственных заимствований в 2017–2020 гг. предполагается чистый приток иностранного капитала.

Таким образом, прогнозируемая в рамках данного сценария динамика текущего и финансового счета создает предпосылки для увеличения резервных активов в 2017 г. за счет операций Банка России по валютному репо и приобретения иностранной валюты для Минфина России. В 2018–2019 гг. ожидается рост резервов только за счет операций в рамках бюджетного правила. В 2020 г. не предполагается изменения международных резервов за счет операций, отражаемых в платежном балансе.

В сценарии с растущими ценами на нефть предполагается сохранение ограничений добычи странами ОПЕК и вне ОПЕК и после 2018 г., то есть дольше, чем в базовом сценарии. Расхождение прогноза платежного баланса в дан-

ных сценариях связано прежде всего с предпосылками цен на нефть и касается 2019–2020 годов. В соответствии с данным сценарием ограничения добычи в странах ОПЕК и вне ОПЕК, а также расширение мирового спроса на нефть будут способствовать повышению среднегодовой цены на нефть с \$53 за баррель в 2017 г. до \$60 за баррель в 2020 году. Благодаря более высоким ценам на нефть и темпам роста мировой экономики стоимостный объем экспорта в 2019–2020 гг. окажется значительнее, чем в сценарии с продлением договоренностей до конца 2018 года. В свою очередь импорт сложится также на более высоком уровне в условиях более быстрого роста российской экономики и внутреннего спроса. Поскольку ожидается, что расширение экспорта будет опережать рост импорта и увеличение дефицита неторговых компонентов, профицит текущего счета будет расти на всем прогнозном горизонте и в 2019–2020 гг. сформируется на более высоком уровне, чем в базовом сценарии.

Более благоприятные перспективы в отношении цен на сырье и российской экономики в целом будут способствовать улучшению инвестиционной привлекательности России. Это облегчит привлечение иностранного капитала в Россию. Однако, как ожидается, оно будет с избытком компенсировано усилением спроса российского частного сектора на иностранные активы на фоне роста доходов. В итоге объем чистого кредитования остального мира частным сектором России увеличится по сравнению с базовым сценарием. Более значительное приобретение иностранной валюты Минфином России на фоне более высоких цен на нефть, в свою очередь, обеспечит более существенный рост резервных активов в 2019–2020 годах.

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 расширил Ломбардный список	В соответствии с решением Совета директоров Банка России в Ломбардный список 10 ноября 2017 г. было включено семь выпусков ценных бумаг: один выпуск региональных облигаций и шесть выпусков корпоративных еврооблигаций
Банк России изменил подходы к формированию Ломбардного списка: новые минимальные рейтинги	С 1 января 2018 г. при включении в Ломбардный список облигаций субъектов Российской Федерации, облигаций муниципальных образований и облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации, не являющихся кредитными организациями, требуется наличие у выпусков (эмитентов) указанных ценных бумаг кредитного рейтинга на уровне не ниже «А (RU)»/«ruA» по классификации кредитных рейтинговых агентств АКРА (АО)/АО «Эксперт РА» соответственно
Банк России прекратил проведение аукционов репо в иностранной валюте на сроки 7 и 28 дней	С 11 сентября 2017 г. Банк России не проводит регулярных аукционов репо в иностранной валюте на сроки 7 и 28 дней; последний аукцион репо в иностранной валюте на срок 28 дней состоялся 2 октября 2017 года
Банк России заявил о стратегии поэтапного выхода из применения специализированных механизмов рефинансирования	Совет директоров Банка России одобрил среднесрочную стратегию поэтапного выхода из применения специализированных механизмов рефинансирования. Данная стратегия нацелена на постепенное снижение льготного кредитования, по мере его замещения рыночными механизмами. Одним из основных принципов стратегии является неухудшение условий по ранее предоставленным кредитам. Процесс реализации стратегии будет поэтапным и займет несколько лет. На первом этапе (с 2 октября 2017 г.) Банк России продолжает предоставление кредитов, но прекратил увеличение лимитов по всем специализированным механизмам рефинансирования
Банк России расширил возможность использования электронного документооборота при предоставлении обеспеченных кредитов	Банк России с 25 сентября 2017 г. предоставил кредитным организациям, основные счета которых обслуживаются Главным управлением Банка России по Центральному федеральному округу (ГУ по ЦФО) и отделениями, входящими в состав ГУ по ЦФО, возможность использовать электронный документооборот при получении обеспеченных кредитов Банка России. Ранее такая возможность была предоставлена только кредитным организациям, основные счета которых обслуживаются в подразделениях ГУ по ЦФО, расположенных в Московском регионе
Банк России начал использовать прямой обмен документами в электронном виде при проведении депозитных операций	Банк России с 13 ноября 2017 г. в дополнение к действующим способам обмена документами начал осуществлять прямой обмен документами в электронном виде при проведении депозитных операций с кредитными организациями. Это решение нацелено на повышение технологичности проведения депозитных операций Банка России, а также обеспечение удобства использования кредитными организациями данного инструмента
Банк России установил нормативы обязательных резервов для банков с базовой лицензией	В связи с изменениями законодательства Российской Федерации, предусматривающими возможность установления дифференцированных обязательных резервных требований для разных видов кредитных организаций (банков с универсальной лицензией, банков с базовой лицензией, небанковских кредитных организаций), Банк России принял решение установить с 1 декабря 2017 г. отдельные обязательные резервные требования для банков с базовой лицензией. Для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций нормативы обязательных резервов по всем категориям обязательств и коэффициенты усреднения обязательных резервов установлены на уровне, действующем в настоящее время
Банк России изменил временной регламент расчетов по депозитным и кредитным операциям	С 4 декабря 2017 г. изменено время погашения кредитными организациями кредитов Банка России и возврата Банком России средств по депозитным операциям. Возврат Банком России средств по депозитным операциям осуществляется с 10:30 до 11:30 часов по местному времени, а направление Банком России инкассовых поручений для погашения предоставленных им кредитов – с 16:00 до 17:00 часов по местному времени. Время погашения кредитов овернайт, а также кредитов, в обеспечение по которым отбираются активы, находящиеся в залоге по другим кредитам, не изменилось

Таблица 2

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

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок (% годовых)	Частота проведения	На	С					
						27.03.17	2.05.17	19.06.17	18.09.17	30.10.17	С
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	10,00	9,50	9,50	9,25	8,75
			От 2 до 549 дней	Ежемесячно ³	11,75	11,50	10,75	10,25	10,00	9,50	9,50
			3 месяца	Еженедельно ⁴	10,25	10,00	9,25	8,75	8,50	8,00	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами ²	1 неделя	Еженедельно ⁴	10,00 (ключевая ставка)	9,75 (ключевая ставка)	9,25 (ключевая ставка)	8,50 (ключевая ставка)	8,25 (ключевая ставка)	7,75 (ключевая ставка)	
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁵							
		Депозитные аукционы	От 1 до 2 дней	Нерегулярно ⁵	10,00 (ключевая ставка)	9,25 (ключевая ставка)	9,00 (ключевая ставка)	8,50 (ключевая ставка)	8,25 (ключевая ставка)	7,75 (ключевая ставка)	
			От 1 до 6 дней	Еженедельно ⁴							
			1 неделя	Нерегулярно							
Операции по размещению ОВР ²	3 месяца	Нерегулярно	9,00	8,75	8,00	7,50	7,25	6,75			
	1 день, до востребования	Ежедневно	9,00	8,25	8,00	7,50	7,25	6,75			

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.

Таблица 3

Процентные ставки по специализированным механизмам рефинансирования¹
(% годовых)

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

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

² Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 «Об утверждении Правил отбора инвестиционных проектов и 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».

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

Источник: Банк России.

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 1.10.16	На 1.10.17	На 1.11.17	На 1.12.17
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	2,6	0,0	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			1,2	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			49,8	0,0	6,4	0,0
		Операции репо			408,7	43,9	10,7	4,1
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней		331,7	57,8	40,4	37,8
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно ¹	216,2	0,0	0,0	0,0
			18 месяцев	Нерегулярно ²				
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ³	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно ⁴				
			Аукционы «валютный своп»					
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ³	180,0	886,1	1110,0	1386,3
			1 неделя					
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	3 месяца	Нерегулярно	-	151,3	328,3	306,2
			1 день, до востребования	Ежедневно	374,7	223,1	247,7	159,8

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

Источник: Банк России.

Таблица 2

Нормативы обязательных резервов

(%)

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

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 1.10.16	На 1.10.17	На 1.11.17
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	0,0	0,0	0,0	0,0
	28 дней			9728,7	598,0	294,4	0,0
	12 месяцев			159,2	0,0	0,0	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней			0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1000,0	0,0	0,0	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 аукционов репо в иностранной валюте на сроки 7 и 28 дней, максимальный объем предоставления средств по которым составляет 100 млн долл. США, прекращено с 11 сентября 2017 года.

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

³ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

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

Источник: Банк России.

Таблица 5

Специализированные механизмы рефинансирования Банка России¹

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.				Лимит на 1.12.17, млрд руб.
			На 1.10.16	На 1.10.17	На 1.11.17	На 1.12.17	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	49,6	45,1	44,9	45,8	75,00
Крупные инвестиционные проекты ²	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	101,1	104,9	103,8	106,2	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	0,8	0,0	0,0	0,0	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ³	44,0	24,5	21,9	19,9	175,00
	До 3 лет	Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	25,0	81,1	83,6	84,2	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	0,0	0,2	0,2	0,2	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	29,3	29,3	29,3	29,3	30,00

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

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 6

Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг
(прирост в % к предыдущему периоду)

	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	0,8	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	0,3
Июнь	0,6	0,1	1,0	0,0	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
Сентябрь	-0,2	0,3	-0,7	0,0	-6,9	0,3	0,2	0,1
Октябрь	0,2	0,1	0,4	0,1	2,7	0,3	0,3	-0,2
Ноябрь	0,2	0,2	0,2	0,0	2,2	0,3	0,3	0,1

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг
(с исключением сезонности, прирост в % 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	Прирост цен на платные услуги
2015								
Январь	3,5	3,4	4,7	3,6	14,1	3,2	3,6	2,2
Февраль	2,1	2,3	2,8	2,7	3,4	2,1	2,3	1,0
Март	1,2	1,4	1,4	1,6	-0,4	1,4	1,5	0,7
Апрель	0,5	0,8	0,3	1,0	-4,3	0,9	0,9	0,2
Май	0,3	0,7	0,0	0,4	-3,8	0,6	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,6	-0,3	0,4	-5,4	0,4	0,4	0,8
Июль	0,4	0,5	0,2	0,3	-0,1	0,6	0,4	0,6
Август	0,9	0,8	0,7	0,5	2,4	0,8	0,7	1,5
Сентябрь	0,9	0,7	1,1	0,7	4,4	1,0	1,0	0,6
Октябрь	0,8	0,6	0,9	0,7	2,1	0,9	0,9	0,5
Ноябрь	0,7	0,5	0,8	0,6	2,7	0,6	0,7	0,5
Декабрь	0,5	0,5	0,6	0,4	2,2	0,5	0,6	0,6
2016								
Январь	0,6	0,7	0,3	0,5	-0,8	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,5	0,6	0,2	0,4	-1,3	0,8	0,9	0,4
Март	0,4	0,6	0,2	0,6	-2,7	0,8	0,8	0,3
Апрель	0,5	0,5	0,4	0,6	-0,9	0,6	0,6	0,4
Май	0,3	0,6	0,2	0,5	-2,3	0,5	0,5	0,3
Июнь	0,4	0,6	0,2	0,5	-1,4	0,6	0,5	0,3
Июль	0,4	0,5	0,5	0,5	0,1	0,5	0,4	0,3
Август	0,6	0,4	0,8	0,5	3,4	0,4	0,4	0,5
Сентябрь	0,5	0,4	0,6	0,4	1,0	0,4	0,5	0,5
Октябрь	0,4	0,3	0,6	0,5	1,6	0,4	0,4	0,2
Ноябрь	0,3	0,3	0,3	0,4	-0,4	0,3	0,4	0,3
Декабрь	0,2	0,3	0,0	0,4	-3,2	0,3	0,3	0,1
2017								
Январь	0,3	0,2	0,0	0,2	-1,5	0,5	0,5	0,5
Февраль	0,1	0,1	-0,2	0,1	-2,8	0,2	0,2	0,3
Март	0,1	0,1	0,0	0,1	-1,2	0,2	0,1	0,3
Апрель	0,4	0,2	0,6	0,2	3,7	0,2	0,1	0,3
Май	0,3	0,3	0,4	0,1	2,6	0,2	0,1	0,3
Июнь	0,6	0,3	1,2	0,2	8,0	0,2	0,1	0,5
Июль	-0,1	0,3	-0,5	0,1	-4,0	0,2	0,2	0,2
Август	0,0	0,2	-0,6	0,0	-3,9	0,2	0,1	0,5
Сентябрь	0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,1	0,1	0,5
Октябрь	0,2	0,1	0,2	0,0	1,7	0,2	0,2	0,3
Ноябрь	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,2	0,3

¹ Без учета плодоовощной продукции.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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	4,3
Февраль	4,6	5,0	3,7	5,4	-9,0	5,7	5,7	4,3
Март	4,3	4,5	3,5	4,8	-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	4,3	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
Сентябрь	3,0	2,8	2,0	2,5	-2,4	3,1	2,8	4,2
Октябрь	2,7	2,5	1,6	2,0	-2,2	2,8	2,5	4,2
Ноябрь	2,5	2,3	1,1	1,4	-2,5	2,7	2,4	4,3

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

	Промышлен- ное производ- ство	Сельское хозяйство	Строи- тельство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Реальные потре- бительские рас- ходы населения	Уровень безработи- цы ¹	ИБВЭД ²	ВВП ³
2015									
Январь	-0,9	0,1	-1,1	-0,3	-9,1	-7,0	5,3	-3,6	
Февраль	-1,3	0,0	-0,5	0,6	-2,8	-0,5	5,4	-0,8	
Март	1,2	0,3	-1,2	1,6	0,1	-0,1	5,5	0,5	-2,6
Апрель	-1,4	-0,1	0,3	-2,0	-0,3	-0,9	5,5	-0,6	
Май	0,2	0,1	-0,2	-0,4	0,3	0,2	5,6	0,1	
Июнь	-0,5	0,4	0,0	0,3	-0,2	-0,3	5,5	0,3	-0,3
Июль	0,4	-1,4	-1,2	2,4	-0,2	-0,3	5,5	-0,1	
Август	1,2	1,3	-0,5	-1,1	-0,1	-0,4	5,6	0,7	
Сентябрь	0,1	0,5	0,9	1,1	-0,7	-0,5	5,6	0,3	-0,2
Октябрь	-0,4	-1,4	-1,2	2,7	0,0	-0,2	5,6	-0,3	
Ноябрь	0,2	1,1	-0,6	-1,3	-0,5	-0,5	5,7	-0,3	
Декабрь	-0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	5,7	0,8	-0,3
2016									
Январь	0,2	0,1	-0,4	-2,6	-1,0	-0,7	5,6	-1,4	
Февраль	0,0	0,3	0,5	0,7	0,0	1,8	5,5	1,2	
Март	1,1	-0,1	0,5	0,4	-1,0	-2,5	5,7	-0,5	-0,2
Апрель	-0,9	0,3	-0,8	-1,1	-0,1	0,2	5,7	0,0	
Май	-0,7	0,2	-1,1	-0,5	-0,6	-0,4	5,6	-0,6	
Июнь	0,6	0,0	-0,6	1,3	-0,2	-0,1	5,6	0,4	0,0
Июль	1,1	1,4	0,8	2,2	0,0	0,0	5,5	1,2	
Август	-0,7	-1,3	-0,4	-0,2	-0,3	0,1	5,5	-0,5	
Сентябрь	0,1	-0,5	-1,3	2,5	-0,1	-0,2	5,5	-0,2	0,3
Октябрь	1,3	1,9	1,4	-1,6	-0,3	0,1	5,4	1,2	
Ноябрь	0,5	-0,4	-0,1	1,6	0,1	0,2	5,4	0,3	
Декабрь	-1,1	0,0	-0,6	0,6	-0,3	-0,1	5,3	-1,0	0,4
2017									
Январь	0,0	-0,2	-0,3	1,8	0,7	0,6	5,4	1,0	
Февраль	-0,6	0,1	-0,6	-0,4	-0,2	0,3	5,3	-0,6	
Март	0,6	0,3	-0,2	-1,8	0,5	0,2	5,2	0,7	0,6
Апрель	1,2	0,1	-0,2	3,8	0,1	0,2	5,2	0,5	
Май	0,8	0,2	0,6	-0,5	0,3	0,2	5,3	0,6	
Июнь	-0,6	0,0	-0,1	0,8	0,3	0,3	5,2	-0,2	0,7
Июль	-0,9	-0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,2	5,3	-0,6	
Август	0,1	1,3	0,1	1,4	0,3	0,2	5,2	0,6	
Сентябрь	0,0	0,9	-0,2	-1,9	0,4	0,4	5,2	0,2	0,5
Октябрь	-0,4	-1,7	-0,8	1,3	0,2	0,1	5,2	-0,7	

¹ В % к рабочей силе с исключением сезонности.

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

³ Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

Макроэкономические индикаторы
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 11

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП
стран – торговых партнеров России согласно базовому сценарию¹**
(%)

	Прогноз роста ВВП в 2017 г.		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Сентябрь 2017	Декабрь 2017	
Всего	2,4	2,7	100,0
1 Германия	1,7	2,0	14,6
2 Китай	6,4	6,6	10,3
3 Италия	0,9	1,2	9,3
4 Турция	3,0	3,8	6,9
5 Беларусь	0,3	0,3	5,5
6 Япония	1,3	1,4	5,3
7 Республика Корея	2,5	2,9	4,7
8 Бельгия	1,3	1,5	4,6
9 Польша	3,3	3,7	4,4
10 Соединенное Королевство	1,6	1,4	4,4
11 Казахстан	2,7	3,1	4,2
12 Нидерланды	1,9	2,6	3,3
13 США	2,1	2,2	3,1
14 Франция	1,3	1,6	3,1
15 Финляндия	1,6	2,2	3,1
16 Латвия	3,7	4,1	3,0
17 Индия	6,6	6,4	1,9
18 Швейцария	1,1	0,8	1,5
19 Чехия	2,6	3,4	1,4
20 Венгрия	3,4	3,7	1,4
21 Словакия	2,9	3,0	1,4
22 Литва	3,1	3,3	1,3
23 Испания	2,6	2,8	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 за период 2013–2015 гг. (ранее показатель рассчитывался за период 2010–2014 гг.). 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.

Таблица 12

Ставки денежно-кредитной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	2,5	2,50
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	0	2,5	1,40
Чехия	Репо (2 недели)	0,50	02.11.2017	0,25	0,25	2	2,9	2,10
Румыния	Базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	0	2,6	3,06
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	0	2,5	3,10
Сербия	Ключевая политическая ставка	3,50	09.10.2017	3,75	-0,25	2	2,8	1,40
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	0,2	0,49
Бразилия	Целевая ставка	7,00	06.12.2017	7,50	-0,50	8	2,8	-4,2
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	2,50	18.05.2017	2,75	-0,25	4	1,9	-1,0
Орентир – кредиты (1 год)		4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0		
Китай	Орентир – депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0	1,9	-0,20
	Норматив резервов	17,00	01.03.2016	17,50	-0,50	0		
Индия	Обратное репо	6,00	02.08.2017	6,25	-0,25	1	3,6	-0,62
	Репо	5,75	02.08.2017	6,00	-0,25	2		
Индонезия	Целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	0	3,3	-0,28
Корея	Базовая ставка	1,50	30.11.2017	1,25	0,25	1	1,3	-0,20
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,00	13.07.2016	3,25	-0,25	0	3,7	2,30
Мексика	Целевая ставка	7,25	14.12.2017	7,00	0,25	6	6,6	3,32
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	3,00	03.06.2016	4,00	-1,00	0	3,3	0,80
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	8,25	30.10.2017	8,50	-0,25	6	2,5	-3,30
ЮАР	Ставка репо	6,75	20.07.2017	7,00	-0,25	1	4,8	-1,60
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	1,0	0,39
Турция	Репо (7 дней)	8,00	24.11.2016	7,50	0,50	0	13,0	5,98
випльфини								
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	1,50	13.12.2017	1,25	0,25	3	2,0	0,40
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	16.03.2016	0,05	-0,05	0	1,5	0,90
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,50	02.11.2017	0,25	0,25	1	3,0	2,10
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,2	0,10
Канада	Целевая ставка – овернайт	1,00	06.09.2017	0,75	0,25	2	1,4	-0,10
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	0	1,8	0,50
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	0	1,9	1,50
Дания	Орентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	1,4	1,30
	Депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	0		
Швейцария	3M LIBOR – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	0,8	1,10
	3M LIBOR – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	0	1,7	0,55
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	0	1,2	-2,50

Примечание: по данным на 14.12.2017; цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (12.09.2017).

Источник: Bloomberg.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Врезка 1. О показателях базисной инфляции	16
Врезка 2. Ценовые ожидания предприятий	19
Врезка 3. Бюджетное правило	27

ГЛОССАРИЙ

Адаптивные ожидания

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

Базовая инфляция

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

Валовой кредит Банка России

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

Денежная масса

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

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

Денежный агрегат М1

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

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

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

Импортозамещение

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

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

Индекс номинального эффективного курса рубля

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

Индекс реального эффективного курса рубля

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

Индекс условий банковского кредитования

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

Индексы MSCI

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

Индексы PMI

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

(для сферы услуг). Значения индексов PMI выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже – ее снижение.

Инфляционные риски

Риски обесценения активов или доходов в результате роста цен.

Инфляционные ожидания

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

Ключевая ставка Банка России

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Неторгуемый сектор экономики

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

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

Текущий дефицит/профицит ликвидности

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

Торгуемый сектор экономики

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

Трендовая инфляция

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

Условия внешней торговли

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

Финансовая стабильность

Состояние финансовой системы, в котором не происходит формирования системных рисков, способных при реализации оказать негативное воздействие на процесс трансформации сбережений в инвестиции и реальный сектор экономики. В ситуации финансовой стабильности экономика более устойчива к внешним шокам.

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

РПББ – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

ФАО (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН

ФБ ММББ – Фондовая биржа ММББ

ФГУП – Федеральное государственное унитарное предприятие

ФРС – Федеральная резервная система США

ФТС – Федеральная таможенная служба

Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций

Cbonds IFX–Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)

MIACR-B – Moscow Interbank Actual Credit Rate-B-Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам со спекулятивным кредитным рейтингом)

MIACR-IG – Moscow Interbank Actual Credit Rate-Investment Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам с инвестиционным кредитным рейтингом)

MTVECM, TVECM – Momentum Threshold Vector Error Correction Model, Threshold Vector Error Correction Model (пороговая векторная модель коррекции ошибками)

PMI – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)

RGBEY – Russian Government Bonds Effective Yield until Redemption (эффективная доходность к погашению государственных облигаций России, рассчитываемая 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)

