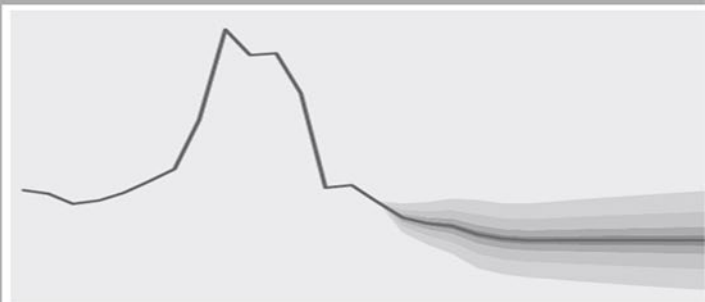




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 4

ДЕКАБРЬ 2018

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

МОСКВА

## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по статистическим данным на 30.11.2018.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 30.11.2018 (в случае выхода статистики или иной важной для принятия решений информации после даты отсечения данных она включается в текст доклада и может быть использована для корректировки среднесрочного прогноза).

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

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

# СОДЕРЖАНИЕ

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ .....	2
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....	5
1.1. Инфляция .....	6
1.2. Внешние условия .....	9
1.3. Платежный баланс .....	13
1.4. Денежно-кредитные условия .....	15
1.5. Экономическая активность .....	21
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ .....	26
2.1. Базовый сценарий .....	27
2.2. Сценарий с высокими ценами на нефть .....	33
2.3. Оценка рисков .....	35
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	37
Экономическое положение регионов России .....	37
Об оценке влияния налогового маневра в нефтяной сфере на потребительскую инфляцию .....	44
Ситуация в строительной отрасли .....	47
Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2019 году .....	50
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России .....	52
Статистические таблицы .....	55
ГЛОССАРИЙ .....	60
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	67

## ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

по итогам заседания  
Совета директоров  
14 декабря 2018 года



Сегодня Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку на 0,25 процентного пункта, до 7,75% годовых. Данный шаг направлен на то, чтобы ограничить масштаб инфляционных рисков в наступающем году. Чуть позже я расскажу о логике этого решения более подробно.

Второе решение, которое принято сегодня, – это возобновление регулярных покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Мы начнем эти операции с 15 января. Как мы уже отмечали ранее, отложенные покупки будут происходить постепенно, в течение нескольких лет.

Решение об отложенных в 2018 году покупках валюты в рамках бюджетного правила мы будем принимать отдельно, после возобновления регулярных покупок. Все это уже учтено в нашем прогнозе.

Теперь подробнее о самом решении по ключевой ставке. На сегодняшнем заседании Совет директоров детально рассматривал аргументы как за сохранение, так и за повышение ставки.

Основной аргумент в пользу сохранения ключевой ставки – это динамика внутреннего спроса. Темпы его расширения остаются умеренными и не создают инфляционных рисков. Особенно это касается потребления. В октябре годовой рост оборота розничной торговли составил 1,9%. Руководители наших территориальных подразделений, которые регулярно принимают участие в подготовке решения по ключевой ставке, отмечают низкий спрос и неоднородность динамики потребления по регионам. Годовой рост зарплат также существенно замедлился с пиковых значений начала года.

Норма сбережения после значительного снижения в II–III кварталах в последние месяцы постепенно восстанавливается. Возобновился рост депозитов населения. Этому способствует уровень реальных процентных ставок, которые остаются привлекательными для вкладчиков. В свете этого уверенный рост розничного кредитования оказывает поддержку потребительскому спросу, но не создает инфляционных рисков. В целом модель поведения населения меняется в соответствии с нашими ожиданиями.

Но больше аргументов, которые указывают на необходимость увеличения ключевой ставки.

Какие это аргументы? Они связаны и с внешними, и с внутренними факторами.

Среди внешних факторов, во-первых, это по-прежнему ситуация и в мировой экономике в целом, и в странах с формирующимися рынками. Да, в этом квартале глобальные финансовые рынки менее волатильны, чем в августе-сентябре. Отчасти благодаря пересмотру ожиданий по денежно-кредитной политике крупнейших центральных банков. Возможно, что ее нормализация в следующем году будет происходить более медленно, чем предполагалось ранее, что снижает риски оттока капитала с развивающихся рынков. Однако важно учитывать, что пересмотр ожиданий по изменению политики ключевых центральных банков связан со снижением прогнозов темпов роста крупнейших экономик на предстоящий год. Также и текущее затишье торговых споров может оказаться не более чем временным перемирием. Для стран с формирующимися рынками это весьма чувствительные риски.

Во-вторых, есть риск возникновения избыточного предложения на рынке нефти в 2019 году. Отчасти в связи с пересмотром вниз перспектив роста глобального спроса. Но главным образом – из-за стремитель-

ного наращивания добычи в США. ОПЕК и другие страны – экспортеры нефти в начале декабря согласовали сокращение добычи на 2019 год. Но события этого года наглядно показывают, как быстро производители могут наращивать добычу сланцевой нефти при сохранении высоких цен.

Еще одним значимым внешним фактором остаются геополитические риски, как связанные непосредственно с Россией, так и затрагивающие другие страны и регионы.

В части внутренних факторов пока сохраняется неопределенность относительно того, как отреагируют цены на повышение НДС; как отразится на инфляции ослабление рубля, которое произошло в этом году; насколько все это скажется на инфляционных ожиданиях. То есть неопределенность динамики цен связана как с оценкой прямого эффекта проинфляционных факторов, так и с масштабом вторичных эффектов, которые зависят от инфляционных ожиданий.

Так, в базовом сценарии мы исходим из того, что вклад повышения НДС в инфляцию составит около 1 процентного пункта. Но при этом интервал возможных оценок этого вклада весьма широк – от 0,6 до 1,5 процентного пункта.

Масштаб вторичных эффектов оценить еще сложнее. Даже временное ускорение роста цен повышает инфляционные ожидания и населения, и предприятий. Мы это наглядно наблюдали на примере резкого роста цен на бензин в мае-июне этого года. Цена бензина во втором полугодии остается стабильной. Но опросы по-прежнему показывают высокую обеспокоенность населения удорожанием бензина.

Инфляционные ожидания остаются незаякоренными. А это означает высокую вероятность их повышения в ответ на рост цен из-за увеличения НДС. Поэтому мы не можем рассматривать изменение НДС исключительно как разовый фактор.

Повышенные инфляционные ожидания могут изменить потребительское поведение, уменьшить стимулы к сбережениям. В этих условиях у предприятий появится возможность повышать отпускные цены даже тогда, когда действие разовых факторов закончится. Если начнет раскручиваться такая спираль, то инфляционное давление будет нарастать, а инфляция может на продолжительное время закрепиться существенно выше нашей цели 4%. В этом случае потребуются значительное и продолжительное ужесточение денежно-кредитной политики.

Наша задача – максимально снизить риски реализации такого сценария. Кроме того, по итогам 2018 года инфляция сложится вблизи 4%. То есть в следующий год мы входим без запаса по уровню инфляции, который был ранее, а также с прогнозом существенного повышения инфляции в следующем году. Поэтому мы повышаем ключевую ставку. Сейчас, в условиях повышенных рисков, особенно важно действовать с упреждением. Такой подход отражает один из важнейших принципов политики таргетирования инфляции.

Мы ожидаем, что опережающая реакция денежно-кредитной политики позволит ограничить вторичные эффекты и обеспечить снижение инфляции после ее временного повышения. Мы допускаем, что на пике, в марте-апреле, годовая инфляция может превысить 5,5% или даже достичь 6%. После ускорения в I квартале 2019 года инфляция будет замедляться. Если мы ограничим масштаб вторичных эффектов, то с II–III квартала 2019 года квартальный рост цен с поправкой на сезонность составит 1 п.п., т.е. будет соответствовать 4% инфляции в пересчете на год. Следы влияния разовых факторов на годовую инфляцию окончательно исчезнут через год, в I квартале 2020 года.

Теперь несколько слов об экономике и прогнозе. Темпы экономического роста сохраняются вблизи потенциальных. Безработица остается на низком уровне, близком к естественному. При этом мы по-прежнему отмечаем неоднородность в динамике отдельных показателей экономической активности.

Что касается прогноза – он существенно не изменился. Учитывая ситуацию на мировом рынке энергоносителей в последние месяцы, мы несколько пересмотрели вниз траекторию цены на нефть в базовом сценарии. Мы теперь закладываем более быстрое снижение цен на нефть в 2019 году, предполагая, что средняя за год цена на нефть составит 55 долларов США за баррель (вместо 63 долларов США за баррель ранее). Далее – в 2020–2021 годах – она останется в среднем на этом уровне. Мы сохраняем консервативный подход к выбору предпосылок по нефти. И те колебания цен на нефть, которые мы видим в IV квартале (от 85 до 58 долларов США за баррель), показывают, насколько это остается оправданным.

Учитывая действие бюджетного правила, влияние изменения цен на нефть на экономический рост будет ограниченным. Поэтому мы сохраняем прогноз темпов роста ВВП в 1,2–1,7% в 2019 году с возможным повышением до 2–3% в 2021 году по мере реализации Правительством запланированных структурных мер.

Изменение предпосылок по нефти более существенно влияет на наш прогноз платежного баланса. Сальдо текущего счета мы теперь прогнозируем в размере 71 млрд долларов США в 2019 году (по сравнению с 95 млрд долларов США в октябре). Сальдо финансового счета по частному сектору также несколько снижено – до 20 млрд долларов США, по сравнению с 25 млрд долларов США в октябре.

У многих возникает вопрос: почему в следующем году сальдо финансового счета по частному сектору составит 20 млрд долларов США, если в этом году оно прогнозируется на уровне 67 млрд долларов США?

Помимо снижения цен на нефть, причина этого – приостановка и затем возобновление Банком России покупок иностранной валюты на рынке в рамках бюджетного правила. Положительному сальдо текущего счета платежного баланса соответствует либо накопление государственных валютных резервов, либо вывоз капитала.

Это хорошо видно по динамике платежного баланса в этом году. В первом полугодии этого года текущий счет составлял 49 млрд долларов США, накопление валютных резервов – 31 млрд долларов США, а чистый вывоз капитала частным сектором – 13 млрд долларов США. По итогам второго полугодия, когда мы приостановили покупки валюты в рамках бюджетного правила, это соотношение перевернулось. При текущем счете 63 млрд долларов США мы ожидаем вывоз капитала 54 млрд долларов США и накопление валютных резервов – лишь 8 млрд долларов США.

При этом вывоз капитала частного сектора – это или погашение иностранных обязательств, или накопление иностранных активов, в том числе в форме иностранной валюты на счетах в зарубежных банках. Поэтому во втором полугодии, когда накопление государственных резервов приостановилось, значительная часть экспортной выручки если не была направлена на снижение внешней задолженности, то в конечном итоге осела на счетах банков в виде дополнительной валютной ликвидности. Именно поэтому, кстати, мы видели такую достаточно сдержанную реакцию валютного курса на приостановку покупок. Рынок, по сути, продолжал ожидать их возобновления и накапливал активы.

В следующем году в нашем базовом сценарии мы вернемся к ситуации 2017–2018 годов, когда значительная часть нефтяных доходов будет использована для пополнения международных резервов, а вывоз капитала частным сектором снизится. Отмечу, что в этой логике мы не должны увидеть значительной реакции сальдо текущего счета и валютного курса на возобновление покупок.

В заключение хочу повторить, что Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки, принимая во внимание динамику инфляции и экономики относительно прогноза, а также учитывая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

В текущих условиях нам очень важно сохранять консервативный подход в оценке рисков и проведении денежно-кредитной политики. Инфляция находится вблизи 4%. Более того, уже со второй половины 2017 года она не превышала этого уровня. Увеличение инфляции в начале следующего года будет вызвано разовыми факторами, но для того, чтобы ограничить их негативные эффекты и обеспечить быстрое возвращение инфляции к 4%, принципиальным является оперативная реакция денежно-кредитной политики. Последовательная и консервативная денежно-кредитная политика позволит ограничить инфляционные риски и реакцию инфляционных ожиданий. Это создаст условия для смягчения денежно-кредитной политики в конце 2019 – начале 2020 года, если ситуация будет развиваться в соответствии с нашим базовым прогнозом.

Перед тем как перейти к ответам на ваши вопросы, дополнительно коснусь тех изменений, которые мы планируем внести с марта 2019 года в части публикации информации по итогам решений по ключевой ставке. Во-первых, мы планируем включать таблицу с обновленным прогнозом в пресс-релиз по ключевой ставке по итогам опорных заседаний Совета директоров. Во-вторых, мы будем публиковать Доклад о денежно-кредитной политике через неделю после заседания Совета директоров. Это позволит более полно отражать в нем логику принятого решения.

Председатель  
Банка России



Э.С. Набиуллина



## 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

В сентябре-ноябре 2018 г. годовая инфляция постепенно повышалась, приближаясь к 4%, что соответствует цели Банка России. Повышение темпов роста цен наблюдалось в большинстве регионов страны. На ценовую динамику влияли изменение баланса спроса и предложения на отдельных продовольственных рынках, произошедшее ранее ослабление рубля, а также начавшаяся подстройка цен к предстоящему повышению базовой ставки НДС с января 2019 года. Инфляционные ожидания экономических агентов оставались повышенными, что также оказывало влияние на динамику потребительских цен. К концу 2018 г. инфляция, как и прогнозировалось, будет находиться около 4%.

Ситуация на внутренних финансовых рынках стабилизировалась после эпизода существенного усиления волатильности в августе – первой половине сентября. Отмечалось небольшое укрепление рубля, соответствующее динамике обменных курсов стран с формирующимися рынками. Цены на нефть в IV квартале оставались выше 55 долл. США за баррель, заложенных в предпосылки базового сценария на 2019–2021 гг., однако демонстрировали существенную волатильность. С учетом динамики добычи нефти в США и некоторого

замедления роста мировой экономики риски превышения предложения над спросом на рынке нефти в 2019 г. повысились. Также сохраняется высокая неопределенность относительно дальнейшего развития других внешних условий и их влияния на цены финансовых активов.

Продолжалось некоторое ужесточение денежно-кредитных условий. Повышение ключевой ставки Банком России будет способствовать сохранению положительных реальных процентных ставок по депозитам, что поддержит привлекательность сбережений и сбалансированный рост потребления.

Потребительская и инвестиционная активность оставалась сдержанной на фоне умеренного роста доходов и сохранения внешней неопределенности. Поддержку экономической активности оказывал продолжающийся рост кредитования населения и предприятий. Уровень безработицы был близок к равновесному. В целом динамика внутреннего спроса и производственной активности не формировала инфляционного давления, чему способствовала проводимая денежно-кредитная политика. Темп прироста ВВП в 2018 г. оценивается на уровне 1,5–2,0%, что соответствует оценке потенциальных темпов роста российской экономики.

## 1.1. Инфляция

В сентябре-ноябре 2018 г. инфляция повышалась, возвращаясь к цели Банка России – вблизи 4%. В ноябре годовой темп прироста потребительских цен составил 3,8% относительно соответствующего периода предыдущего года (в августе – 3,1%, рис. 1.1). Банк России прогнозирует инфляцию в интервале 3,9–4,2% по итогам 2018 года. Возросли также инерционные показатели ценовой динамики: годовая скользящая инфляция в ноябре составила 2,7% (на 0,2 п.п. выше, чем в августе). По итогам 2018 г. она ожидается на уровне 2,8–2,9%.

Одним из факторов повышения годовой инфляции стало ослабление рубля, произошедшее под влиянием внешних условий. Хотя наблюдались заметные колебания валютного курса, чувствительность цен к курсовой динамике сохранялась примерно вблизи уровней конца 2017 – начала 2018 года. Каналом курсового переноса являлось повышение цен импортируемой продукции (как конечной, так и промежуточной). Другим каналом влияния валютного курса было повышение доходности экспортных операций, что через механизм экспортного паритета отражалось на ценах внутреннего рынка. В текущем году увеличение экспортных цен за вычетом расходов, связанных с вывозом товара, и экспортной пошлины<sup>1</sup> вызвано также повышением цен на мировых товарных рынках (углеводородов, зерна). Особенно заметно повышение экспортных цен сказалось на росте внутренних цен производителей в добыче нефти и нефтепереработке. Это формировало давление со стороны затрат в экономике в целом.

Проинфляционное влияние курсовой динамики дополнялось на рынках продуктов питания действием отдельных факторов со стороны предложения.

В то же время увеличение потребительского спроса было умеренным и не оказывало существенного проинфляционного влияния на цены товаров и услуг.

Повышение инфляции наблюдалось в большинстве российских регионов (см. приложение «Экономическое положение регионов России»).

При этом сохранялась высокая региональная неоднородность темпов роста потребительских цен, связанная с различиями в составе потребительской корзины и, как следствие, масштабами курсового переноса, со структурными особенностями продовольственных рынков и другими локальными факторами.

На общий характер повышения ценовой динамики указывает также увеличение различных показателей базисной инфляции, очищенных от влияния разовых факторов (рис. 1.2). Годовая базовая инфляция, публикуемая Росстатом, возросла за сентябрь-ноябрь на 0,7 п.п. и составила 3,4%.

### Продовольственные товары

Годовая продовольственная инфляция, достигшая в первой половине года исторического минимума, в сентябре-ноябре 2018 г. возросла, что соответствует сентябрьскому прогнозу Банка России<sup>2</sup> (рис. 1.3). В ноябре 2018 г. она составила 3,5% (на 1,6 п.п. выше, чем в августе). Общее проинфляционное влияние на цены продуктов питания оказало ослабление рубля. На отдельных рынках оно дополнялось действием специфических факторов. Напротив, динамика мировых цен на основные импортируемые и экспортируемые Россией продовольственные товары (кроме зерновых) в сентябре-октябре не формировала проинфляционного давления (см. раздел 1.2).

Наиболее заметным являлось повышение темпов роста цен на мясопродукты и яйца, которое в значительной мере было обусловлено дальнейшей подстройкой внутреннего предложения к спросу. На динамику цен мясопродуктов и яиц влияла также неблагоприятная эпизоотическая ситуация в свиноводстве и птицеводстве в ряде регионов страны. Вместе с тем сдерживать рост цен на мясную продукцию в ближайшие месяцы будет снятие запрета на импорт мяса из Бразилии.

Помимо роста цен на энергоносители, который оказывал влияние на динамику цен в целом, давление на повышение годовых темпов роста затрат и цен производителей мясной про-

<sup>1</sup> Экспортная цена за вычетом расходов, связанных с вывозом товара (на транспортировку и прочее), и экспортной пошлины – нетбэк.

<sup>2</sup> См. Доклад о денежно-кредитной политике, № 3 (23), сентябрь 2018 г. (далее – Доклад), [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7822/2018\\_03\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7822/2018_03_ddcp.pdf).



дукции и яиц формировало удорожание фуражного зерна, происходившее в условиях общего повышения мировых и внутренних цен на зерновые культуры.

При этом с учетом запасов, накопленных в предыдущие годы, предложение зерна и продуктов его переработки на российском рынке оставалось высоким. Его стабильному функционированию способствовали также государственные зерновые интервенции, проводимые с июня. В этих условиях рост цен производителей на хлеб, хлебобулочные и кондитерские изделия, как и рост цен на эти товары в рознице, был умеренным. Потребительские цены на крупы и бобовые в ноябре остались ниже, чем годом ранее (как и в предыдущие месяцы начиная с апреля 2017 г.). Исключение составляло пшено, темпы роста цен которого сохранялись высокими на фоне сжатия предложения проса в связи с более низким урожаем, чем в прошлом году. Тем не менее их вклад в инфляцию, с учетом доли в расходах населения, был незначительным.

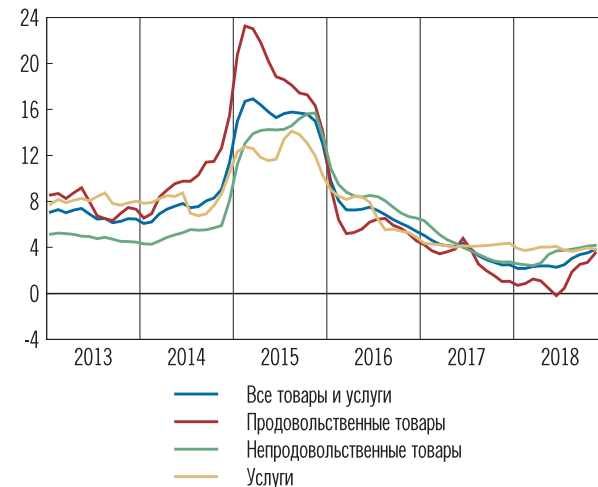
Достаточно сдержанной была и динамика цен на плодоовощную продукцию, чему способствовало дальнейшее увеличение производства тепличных овощей, темпы прироста которого за период с начала 2018 г. по начало декабря составили 28% относительно соответствующего периода 2017 года.

## Непродовольственные товары

В сентябре-ноябре 2018 г., как и ожидалось, происходило повышение годовой инфляции на рынке непродовольственных товаров (на 0,4 п.п., до 4,2%). Увеличились темпы роста цен по многим позициям данного сегмента потребительского рынка, что было связано с ослаблением рубля и усилением давления со стороны затрат.

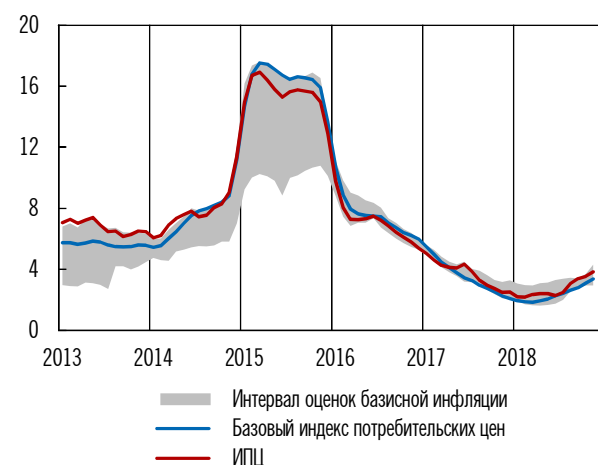
Несмотря на колебания мировых цен на нефть и тенденцию к повышению темпов роста внутренних цен производителей нефтепродуктов, месячный рост потребительских цен на бензин в сентябре-ноябре был небольшим (рис. 1.4). В годовом выражении темпы прироста цен на него изменились незначительно. Конъюнктура данного социально значимого

Рисунок 1.1  
Инфляция  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



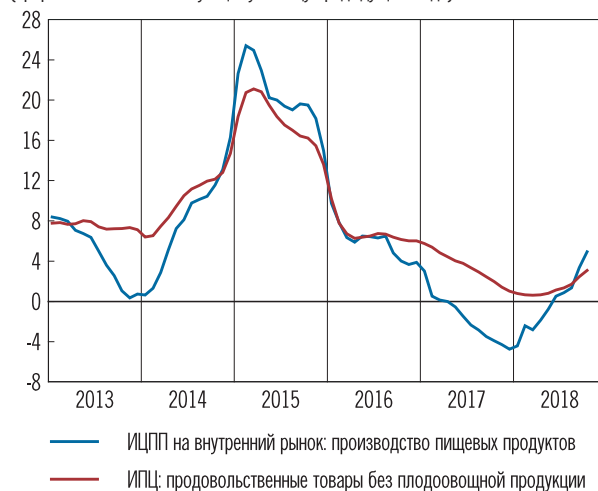
Источник: Росстат.

Рисунок 1.2  
Показатели базисной инфляции  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3  
Цены на продовольственные товары  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

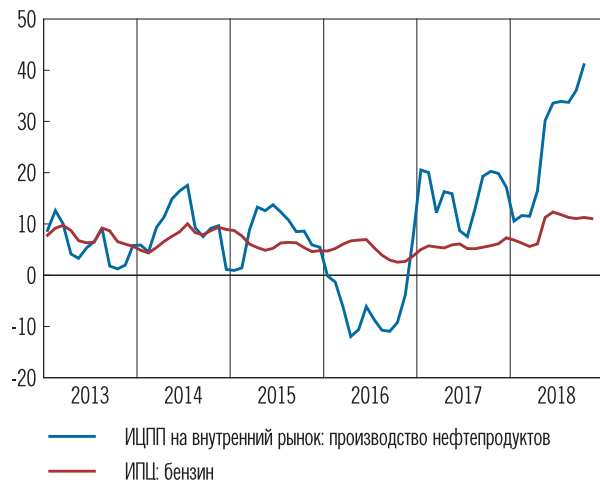


Источник: Росстат.

Рисунок 1.4

Цены на бензин

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

Рисунок 1.5

Инфляционные ожидания предприятий

(баланс ответов с устранением сезонности, п.п.)

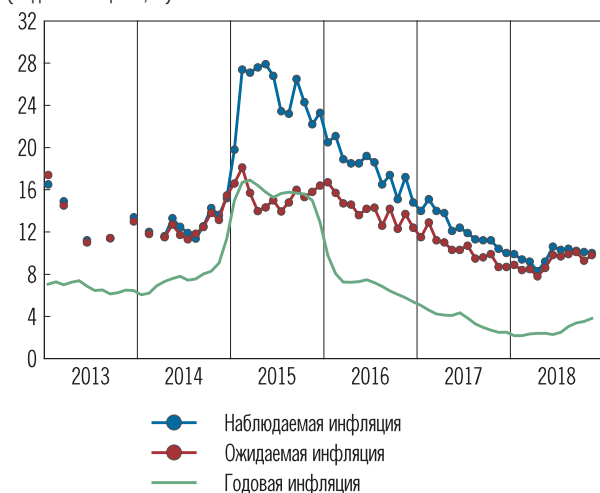


Источники: Росстат, Банк России.

Рисунок 1.6

Инфляционные ожидания населения

(медианная оценка, %)



Источники: Росстат, ООО «ИНФОМ».

рынка в целом оставалась стабильной благодаря принятым правительственным мерам. Действие соглашений правительства с крупнейшими нефтяными компаниями продлится до конца марта 2019 года. В дальнейшем рост цен на нефтепродукты будет ограничиваться механизмом возвратных акцизов, являющимся частью налогового маневра в нефтяной отрасли (см. приложение «Об оценке влияния налогового маневра в нефтяной сфере на потребительскую инфляцию»). В целом влияние налогового маневра на инфляцию во многом будет зависеть от динамики мировых цен на нефть.

## Услуги

Повышение темпов роста цен на услуги в сентябре-ноябре было небольшим: в ноябре они составили 3,8%, что на 0,1 п.п. выше, чем в августе. Динамика цен в различных сегментах рынка услуг была разнонаправленной и складывалась в значительной мере под влиянием локальных факторов, включая регулятивные меры.

## Инфляционные ожидания

В условиях повышения темпов роста цен производителей и потребительских цен инфляционные ожидания экономических субъектов, которые носят в значительной мере адаптивный характер, увеличивались либо стабилизировались на повышенном уровне.

По оценкам на основе опросов Банка России, в сентябре-октябре 2018 г. сохранилась тенденция к росту ценовых ожиданий предприятий на ближайшие три месяца. Они вернулись к уровню, характерному для второй половины 2015 – первой половины 2016 г. (рис. 1.5). Заметнее всего выросли ожидания в сельском хозяйстве и торговле, что в основном было связано с динамикой курса рубля, осторожными оценками объемов урожая отдельных культур, опасениями роста цен на горюче-смазочные материалы, предварительной подстройкой к повышению ставки НДС с января 2019 года.

Инфляционные ожидания населения в осенние месяцы текущего года колебались вблизи уровня мая-июня 2018 г., когда произошло их повышение, в значительной мере связанное с динамикой цен на розничном рынке моторно-

го топлива (рис. 1.6). В ноябре они повысились. При этом оценки ожидаемой инфляции остаются незначительно ниже наблюдаемой, что указывает на сохраняющуюся неуверенность домохозяйств относительно будущей ценовой динамики.

Медианное значение ожидаемой в IV квартале 2018 г. годовой инфляции, рассчитанное с учетом точности прогнозов участников опроса Bloomberg, увеличилось до 4,1% (в сентябре – 3,8%) (рис. 1.7). В 2019 г. профессиональное сообщество ожидает увеличения годовой инфляции до 4,6%, что в существенной степени связано с повышением с 1 января 2019 г. базовой ставки НДС. Прогнозы скорректированы вверх (с 4,4% в сентябре), видимо, с учетом сложившейся в осенние месяцы инфляции.

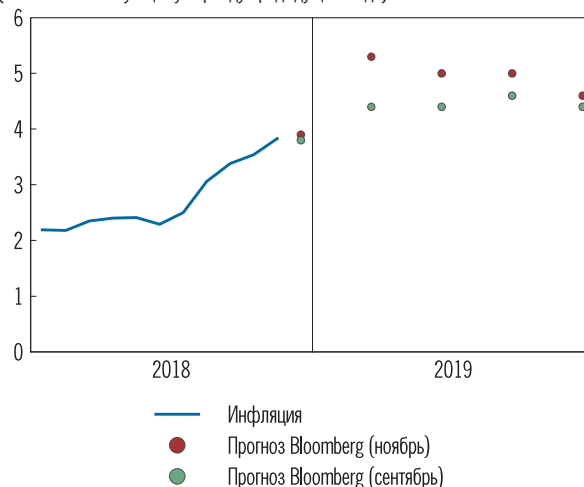
## 1.2. Внешние условия

### Экономический рост и инфляция

В сентябре-ноябре произошло некоторое замедление темпов роста экономики как в промышленно развитых странах (ПРС), так и в странах с формирующимися рынками (СФР). В III квартале текущего года отмечается замедление годовых темпов прироста ВВП у таких торговых партнеров России, как еврозона (снижение с 2,2 до 1,7%) и Китай (с 6,7 до 6,5%). Изменения торговых соглашений, риски введения новых экспортных тарифов, а также ухудшение экономических ожиданий сказываются прежде всего на экономиках, ориентированных на экспорт (таких как Китай или ведущая экономика еврозоны – Германия, где годовой прирост ВВП в III квартале снизился с 1,9 до 1,2%). Опережающие индикаторы указывают на дальнейшее замедление экономической активности в большинстве регионов: в еврозоне сводный PMI снизился в ноябре с 53,1 до 52,4 пункта, в Китае сводный PMI, рассчитываемый Национальным бюро статистики, в ноябре сократился с 53,1 до 52,8 пункта, а PMI в промышленности достиг порогового значения 50 пунктов.

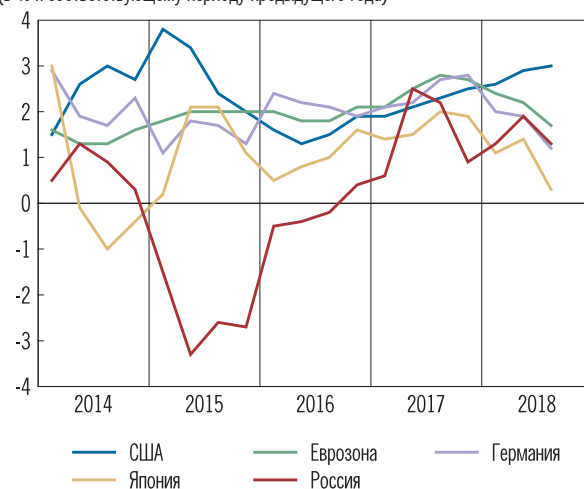
Среди ведущих мировых экономик ускорение роста в годовом выражении продолжалось только в США, прежде всего в результате

Рисунок 1.7  
Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



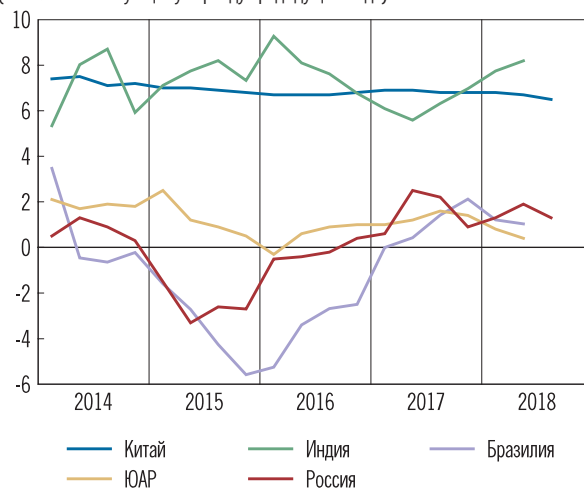
Источники: Росстат, Bloomberg.

Рисунок 1.8  
Темпы прироста ВВП: развитые экономики и Россия  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



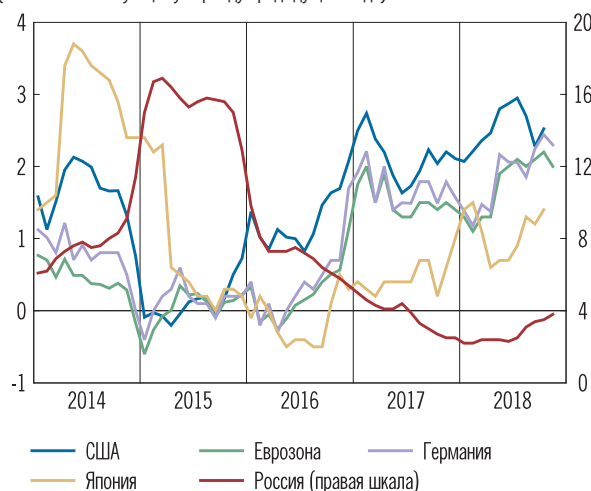
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.9  
Темпы прироста ВВП: СФР и Россия  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



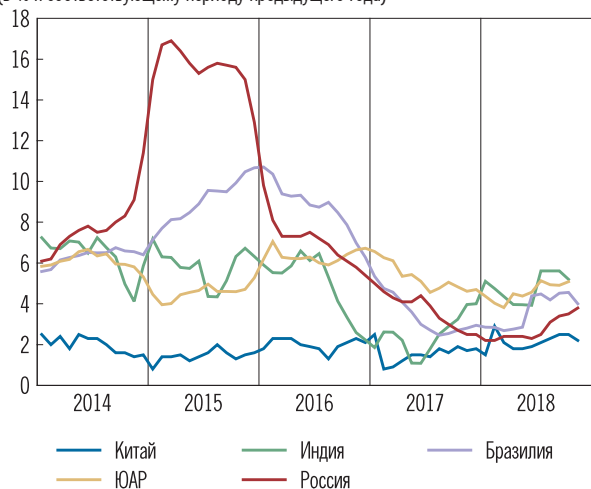
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.10  
Инфляция: развитые экономики и Россия  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.11  
Инфляция: СФР и Россия  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Bloomberg.

стимулирующей налогово-бюджетной политики. Годовой прирост ВВП США в III квартале 2018 г. составил 3%. Однако уже в 2019 г. по мере исчерпания эффекта фискальных стимулов, продолжения роста ставок и перехода экономического цикла в зрелую стадию ожидается замедление темпов экономического роста в США.

Внешнее инфляционное давление в сентябре-октябре в целом оставалось невысоким – как в ПРС (даже на фоне устойчивого экономического роста), так и в большинстве СФР (рис. 1.10, 1.11). В США инфляция в ноябре замедлилась с 2,5 до 2,2% относительно соответствующего периода предыдущего года, в еврозоне – с 2,2 до 2,0%, в Китае – с 2,5 до 2,2%. В некоторых СФР – торговых партнерах России, в которых происходило ускорение инфляции в сентябре-октябре (в частности, в Турции), отмечается ослабление инфляционного давления в ноябре. По мере трансляции снижения цен на энергоносители в потребительские цены и замедления темпов роста основных экономик инфляционное давление продолжит оставаться сдержанным.

## Денежно-кредитная политика зарубежных центральных банков

В целом в сентябре-ноябре в большей части стран денежно-кредитная политика (ДКП) ужесточалась, что было связано с процессом нормализации ДКП в ряде ПРС, а также стало реакцией на чрезмерную волатильность финансовых рынков и потоков капитала в СФР.

ФРС США продолжала цикл нормализации ДКП, повысив ставку на 25 б.п. в сентябре; еще одно повышение ожидается в декабре. ЕЦБ в IV квартале уменьшил объем программы количественного смягчения с 30 до 15 млрд евро и планирует завершить программу в конце года. С ноября участники рынка начали переоценивать темпы ужесточения ДКП в ПРС в 2019 г., склоняясь к меньшему росту ставок на фоне рисков замедления экономического роста и возросшей рыночной волатильности.

Ряд развитых стран и СФР (в частности, Канада, Норвегия, Корея, Мексика, Турция, Чили,

Филиппины, ЮАР) также повысили ключевые ставки в сентябре-ноябре.

В Китае на фоне торговых противоречий и замедления темпов экономического роста реализуется ряд стимулирующих мер монетарной и фискальной политики. В целом ДКП Китая оценивается властями как нейтральная, с точечными мерами поддержки, такими как снижение норм резервирования, расширение программ кредитования, ряд макропруденциальных изменений.

## Мировые финансовые рынки

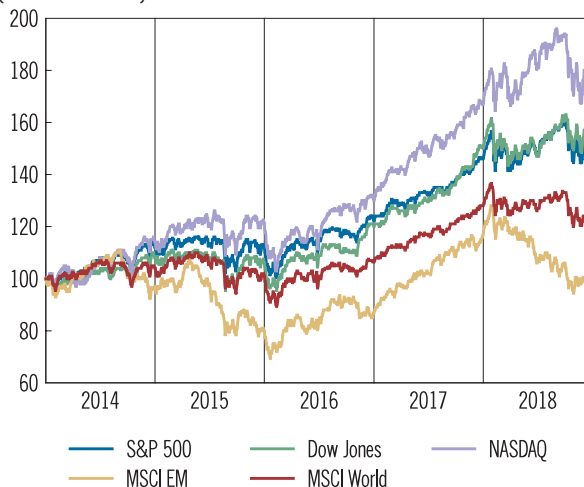
В сентябре-ноябре в большинстве сегментов мировых финансовых рынков наблюдалась повышенная волатильность. Ее уровень возрос до максимальных значений с марта 2018 года. При этом, согласно динамике индексов MSCI, снижались фондовые индексы как ПРС вслед за США, так и СФР (рис. 1.12).

После достижения исторических максимумов в сентябре фондовые индексы США начали снижаться в октябре-ноябре. Текущее падение фондовых рынков в США отчасти отражает опасения инвесторов, связанные с возможным замедлением темпов роста американской экономики в будущем. Однако пока, по мнению большинства экспертов, оно является скорее коррекцией рынка на фоне общей переоцененности американских компаний (в особенности технологического сектора), укрепления доллара США, а также рисков, связанных с торговыми войнами.

В то же время доходность по гособлигациям США в октябре – начале ноября достигала максимальных за семь лет уровней на фоне опасений быстрого повышения ставок в США при ускорении экономики. Тем не менее в конце ноября сравнительно мягкая риторика представителей ФРС США относительно близости ключевой ставки к нейтральному уровню и неопределенности продолжения ежеквартального повышения ставок способствовала снижению и стабилизации доходностей по гособлигациям США (рис. 1.13).

На валютных рынках доллар США укреплялся относительно большинства валют, чему способствовало потенциальное негативное влия-

Рисунок 1.12  
Основные мировые фондовые индексы  
(2.01.2014 = 100%)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.13  
Доходности гособлигаций США, целевая ставка ФРС США  
и индекс доллара США



Источник: Bloomberg.



ние повышения тарифов на мировую торговлю и экономику в сочетании с ростом рисков в отдельных странах еврозоны, в частности на фоне проблем с бюджетом Италии и неопределенности относительно соглашения о выходе Великобритании из ЕС (Brexit).

## Мировые товарные рынки

На фоне замедления роста мировой экономики и повышения барьеров в международной торговле поддержка цен сырьевых товаров со стороны спроса ослабла. Осенью мировые цены на многие металлы и уголь снизились (рис. 1.14).

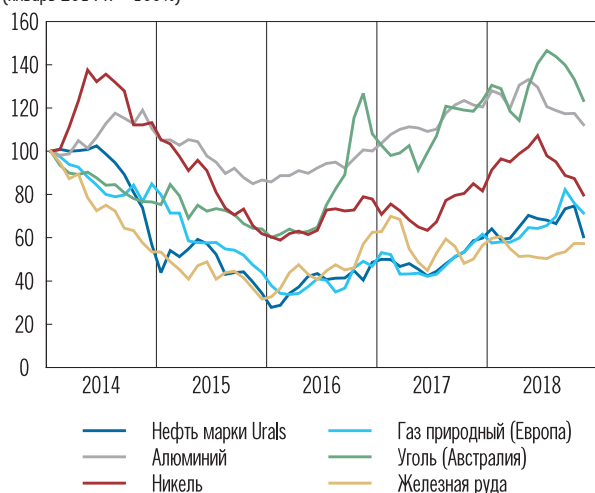
Динамика мировой цены на нефть – ключевой товар российского экспорта – была разнонаправленной в рассматриваемый период и определялась в большой степени факторами предложения. Во второй половине сентября – октябре цена нефти марки Urals выросла в среднем почти до 80 долл. США за баррель и превысила уровень, предполагаемый в сентябрьском Докладе, в условиях быстрого сокращения экспорта Ирана в преддверии восстановления санкций США.

Вместе с тем к концу ноября цена на нефть упала ниже 60 долл. США за баррель на фоне смягчения ограничений на импорт нефти из Ирана и стремительного роста производства в США. Понижительное давление на цены также оказало расширение добычи нефти в ряде стран ОПЕК, которое более чем компенсировало выпадающее предложение со стороны Ирана и Венесуэлы.

В начале декабря цена нефти скорректировалась вверх на фоне ожиданий сокращения добычи в рамках соглашения ОПЕК+ в 2019 г., ограничений производства в Канаде и ноябрьских договоренностей США и Китая не вводить дополнительные импортные пошлины как минимум в течение 90 дней.

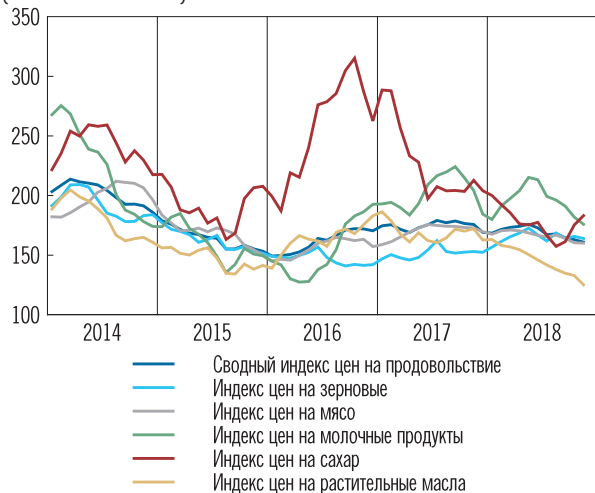
7 декабря 2018 г. страны ОПЕК и ряд государств вне ОПЕК договорились сократить добычу нефти в совокупности на 1,2 млн баррелей в день в первой половине 2019 года. Данные договоренности поддержат цены на нефть. Вместе с тем понижительное давление на цены продолжит оказывать расширение предложения энергоносителя со стороны США. В этих условиях и на фоне замедления роста мирового спроса

Рисунок 1.14  
Мировые цены на основные товары российского экспорта  
(январь 2014 г. = 100%)



Источники: Всемирный банк, Thomson Reuters.

Рисунок 1.15  
Мировые цены на продовольствие  
(2002–2004 гг. = 100%)



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

в базовом сценарии по-прежнему предполагается, что цена нефти снизится до 55 долл. США за баррель в начале 2019 г. с около 60 долл. США за баррель в первой половине декабря 2018 года.

Цена на природный газ на основном для России рынке – европейском – осенью сохранялась вблизи максимумов с начала 2015 г. в условиях сокращения запасов по сравнению с прошлогодним уровнем.

Текущая динамика мировых цен на продовольствие не оказывает существенного инфляционного давления. Мировые цены на продовольствие в сентябре-ноябре в целом снижались, особенно на мясо-молочную продукцию (товары российского импорта) на фоне значительного предложения на мировом рынке (рис. 1.15). Ускорение роста цен на мясопродукты в России, о котором упоминается в разделе 1.1, было обусловлено в основном внутренними факторами и динамикой курса рубля.

## 1.3. Платежный баланс

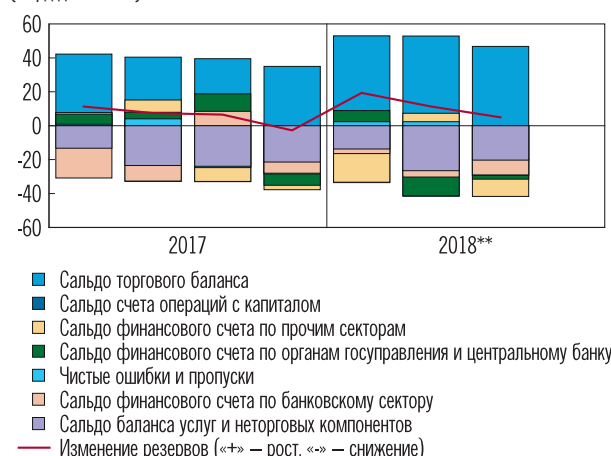
### Счет текущих операций

В III квартале 2018 г. профицит счета текущих операций вырос до максимума для этого периода с 2008 г. за счет увеличения положительного сальдо внешней торговли более чем в 3,5 раза по сравнению с соответствующим периодом прошлого года<sup>3</sup> (рис. 1.16).

Экспорт увеличился в III квартале, как и в II квартале, примерно на 30% преимущественно благодаря росту мировых цен на нефть и цен на природный газ на европейском рынке (рис. 1.17). Поддержку экспорту также оказало увеличение добычи нефти в России в условиях ослабления ограничений в рамках договоренностей ОПЕК и ряда государств вне ОПЕК.

В III квартале, по данным ФТС России, поставки нефти и нефтепродуктов из России за рубеж возросли на 2%. Их увеличение произошло в основном за счет азиатского региона на фоне реализации межправительственного соглашения с Китаем и замещения Кореей

Рисунок 1.16  
Основные компоненты платежного баланса\*  
(млрд долл. США)

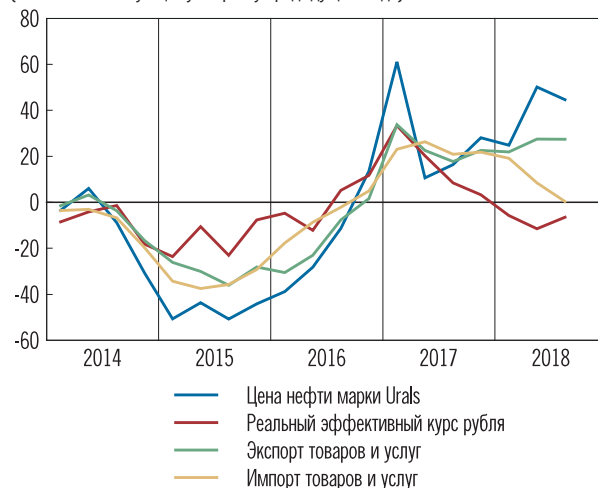


\* В знаках РПБ5.

\*\* Оценка за III квартал 2018 года.

Источник: Банк России.

Рисунок 1.17  
Внешняя торговля  
(в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источники: Банк России, Thomson Reuters.

<sup>3</sup> Здесь и далее приводятся изменения к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

нефти из Ирана в связи с возобновлением санкций США.

Физический объем экспорта природного газа России в III квартале продолжил расти высокими темпами (более чем на 10%) преимущественно за счет Европы. Его поставки в ЕС увеличились на 19% в условиях продолжающегося сокращения производства газа в Европе, экономического роста ЕС и расширения добычи энергоносителя в России.

Физический объем российского экспорта металлов, попавших под дополнительные пошлины США, демонстрировал устойчивость за счет переориентации на другие страны.

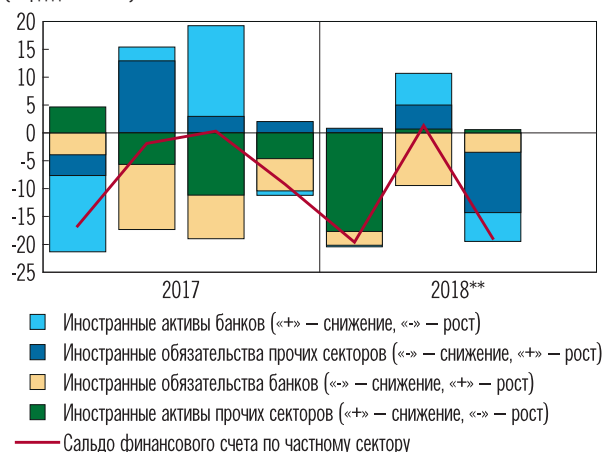
Стоимостный объем импорта товаров и услуг в III квартале 2018 г. почти не изменился. С одной стороны, импорт поддерживался продолжающимся умеренным ростом внутреннего спроса. С другой стороны, импорт сдерживало снижение реального эффективного курса рубля на 6,5% по сравнению с III кварталом 2017 года. Его динамика по разным видам товаров и услуг была неоднородной. Стоимостный объем импорта ряда товаров (промышленного и лабораторного оборудования, лекарственных средств) уменьшился. Вместе с тем по некоторым другим товарам (например, телефонным аппаратам) рост импорта продолжился как в физическом, так и стоимостном выражении, хотя и более низкими темпами.

## Финансовый счет и изменение резервов

Отрицательное сальдо финансового счета по частному сектору<sup>4</sup> в III квартале 2018 г. расширилось за счет роста иностранных активов банков на фоне более значительных поступлений от экспорта энергоносителей при более высоких ценах на нефть (рис. 1.18). Увеличение иностранных активов банков по сравнению с II кварталом связано и с большим накоплением валюты на их счетах на фоне приостановки покупок валюты в рамках бюджетного правила с третьей декады августа. Приостановка покупок также отразилась в замедлении роста резервов в III квартале.

Расширение сальдо финансового счета по частному сектору по сравнению с III кварта-

Рисунок 1.18  
Основные компоненты финансового счета по частному сектору\*  
(млрд долл. США)



\* В знаках РПБ5.

\*\* Оценка за III квартал 2018 года.

Источник: Банк России.

Рисунок 1.19  
Динамика компонент финансового счета по государственному сектору\*  
(млрд долл. США)



\* В знаках РПБ5.

\*\* Оценка за III квартал 2018 года.

Источник: Банк России.

<sup>4</sup> Здесь и далее в знаках РПБ5.

лом 2017 г. также произошло за счет заметного снижения внешних обязательств прочих секторов. Оно было связано с выплатой ими дивидендов, погашением ссудной задолженности, а также с уменьшением вложений нерезидентов в российские ценные бумаги.

В то же время сокращение иностранных обязательств банков замедлилось по сравнению с III кварталом 2017 г. на фоне уменьшения выплат по внешнему долгу согласно графику.

Существенный чистый отток иностранного капитала из государственного сектора, наблюдавшийся в II квартале 2018 г., замедлился в III квартале 2018 г. в связи с уменьшением объема продаж суверенных ценных бумаг нерезидентами (рис. 1.19).

## 1.4. Денежно-кредитные условия

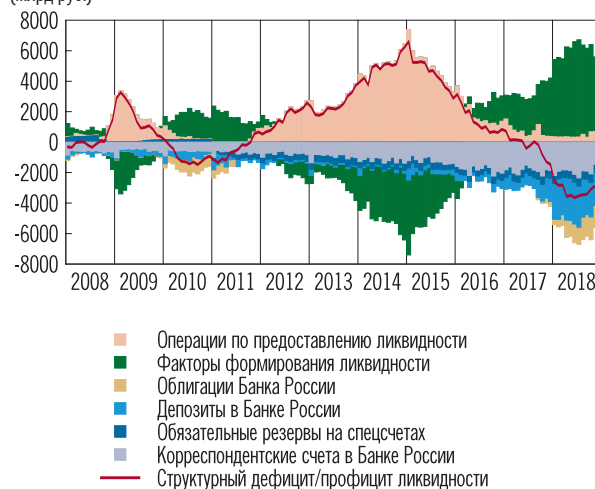
### Денежный рынок

В сентябре-ноябре 2018 г. структурный профицит ликвидности существенно сократился (рис. 1.20). Уплаченные клиентами банков налоги не в полном объеме возвращались в банковский сектор в форме бюджетных расходов. С учетом временной приостановки Банком России покупок иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила умеренные бюджетные расходы не смогли компенсировать отток средств из банков, связанный с налоговыми платежами.

Федеральное казначейство и другие органы бюджетной системы размещали временно свободные средства в банках, однако спрос на них в условиях структурного профицита ликвидности был ограничен. Банк России в целях поддержания ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки проводил операции по абсорбированию избыточной ликвидности: регулярные депозитные аукционы и аукционы по размещению купонных облигаций Банка России.

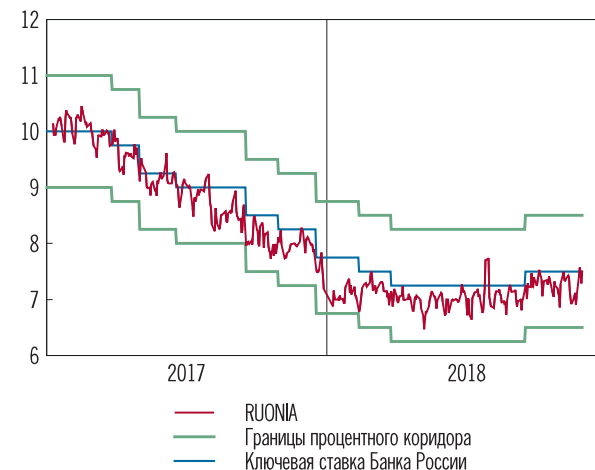
В этих условиях краткосрочные ставки межбанковского рынка продолжали формироваться вблизи ключевой ставки (рис. 1.21). С начала года отрицательный спред между ставками

Рисунок 1.20  
Баланс Банка России и структурный дефицит/профицит ликвидности (млрд руб.)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.21  
Ставка RUONIA и процентный коридор Банка России (%)



Источник: Банк России.

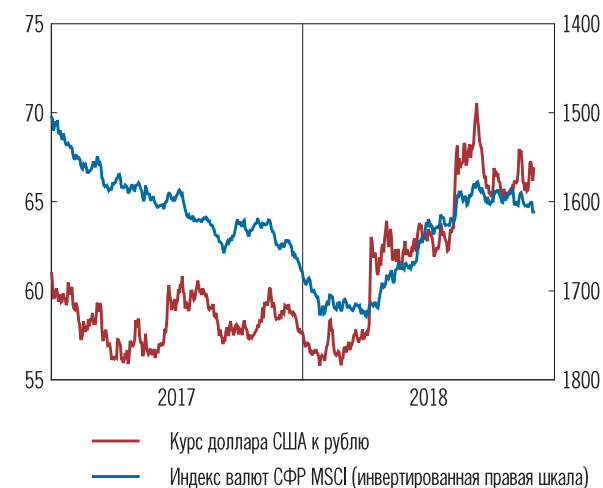
Рисунок 1.22  
Ставки в сегменте «валютный своп», спред к ключевой ставке  
Банка России  
(п.п.)



\* Временная ставка = ставка размещения рублей — ставка заимствования валюты + LIBOR  
(с 19.12.2016: ключевая ставка — 1 п.п. — (LIBOR + 1,5 п.п.) + LIBOR = ключевая ставка — 2,5 п.п.).

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.23  
Курс рубля и валюты СФР



Источник: Bloomberg.

МБК и ключевой ставкой существенно сузился на фоне адаптации банковского сектора к увеличению структурного профицита ликвидности в 2017–2018 годах. В сентябре–ноябре наблюдалось небольшое расширение спреда, которое было связано с временным изменением структуры рынка МБК.

Отдельные банки, на которые ранее приходилась существенная доля спроса на рублевую ликвидность, под влиянием локальных факторов сократили рыночные заимствования и заменили их кредитами в Банке России и привлечением средств у органов бюджетной системы. При этом другие участники рынка не сразу подстроились под снижение спроса указанных банков и не увеличили предложение средств на депозитных аукционах Банка России. Это привело к временному формированию избытка ликвидности в краткосрочном сегменте денежного рынка и способствовало расширению спреда ставок МБК к ключевой ставке Банка России.

В декабре 2018 – январе 2019 г. традиционно ожидается рост волатильности автономных факторов формирования ликвидности. Бюджетные расходы, динамика наличных денег в обращении формируют как существенные притоки, так и оттоки средств из банков в отдельные периоды. Рост оборотов, в том числе по клиентским операциям, создает значительную неопределенность для банков относительно их позиции по ликвидности. В результате в конце года возможно временное формирование избыточного запаса средств на корсчетах банков и некоторое снижение краткосрочных ставок межбанковского рынка. Тем не менее отрицательный спред рыночных ставок к ключевой ставке, по оценкам Банка России, в указанный период в среднем не будет превышать 25 базисных пунктов.

Ситуация с валютной ликвидностью в банковском секторе в целом оставалась благоприятной. В условиях временной приостановки покупок валюты в рамках реализации бюджетного правила сформировался высокий приток валюты по текущему счету платежного баланса. Это способствовало увеличению валютных депозитов клиентов крупных банков и росту запасов их валютной ликвидности. Банки размещали



эти средства на денежном рынке, что поддерживало стоимость валютных заимствований на относительно низком уровне и способствовало сохранению рублевых ставок в сегменте «валютный своп» вблизи ставок по необеспеченным межбанковским кредитам (рис. 1.22).

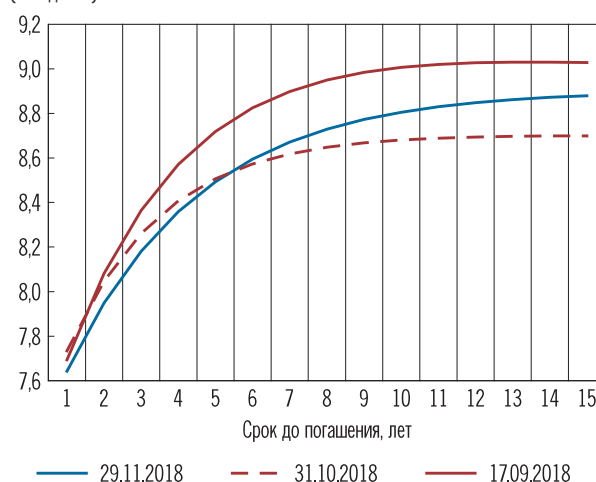
## Валютный рынок

После сентябрьского Совета директоров Банка России курс рубля по отношению к доллару США вырос примерно на 1,7% (по данным на 30.11.2018). Его динамика в целом соответствовала динамике валют других СФР (рис. 1.23), но была лучше, чем у валют нефтедобывающих стран (Мексика, Колумбия, Канада, Норвегия). Из-за значительного снижения мировых цен на нефть эти валюты стали слабее на 2–7%. Отсутствие аналогичной реакции у курса рубля объяснялось несколькими факторами. В середине сентября рубль был значительно недооценен из-за угрозы введения санкций против России. В октябре-ноябре оценка этих рисков участниками рынка несколько снизилась. Кроме того, курсовую волатильность ограничило решение Банка России о приостановке покупки валюты в рамках бюджетного правила, принятое с целью ограничения рисков для финансовой стабильности. Этому также способствовало решение Банка России о повышении ключевой ставки в сентябре 2018 года. В конце ноября поддержку рублю оказало общее улучшение ситуации в СФР при росте спроса на рискованные активы из-за смягчения риторики ФРС США относительно будущей денежно-кредитной политики.

## Фондовый рынок

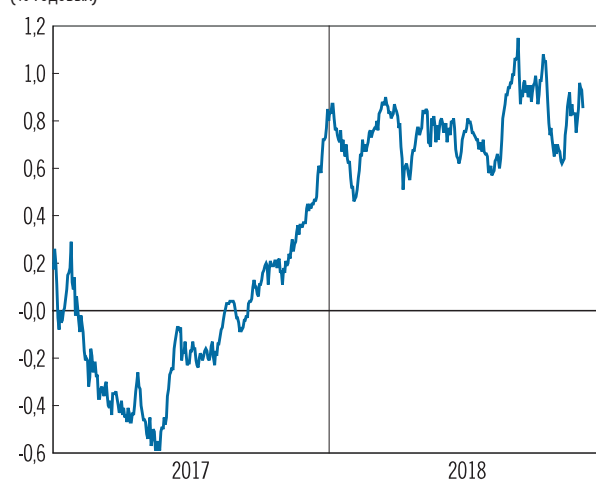
Ситуация на рынке государственных облигаций в октябре-ноябре стабилизировалась (рис. 1.25). Минфин России возобновил регулярное проведение аукционов по размещению ОФЗ, хотя объем предложения бумаг оставался заметно ниже значений первой половины 2018 года. Значительный отток средств иностранных инвесторов, наблюдавшийся в августе-сентябре, заметно снизился. Несмотря на сохранение оттока со вторичного рынка, иностранные инвесторы увеличили покупки на первичном рынке. На аукционах их доля в размещении отдель-

Рисунок 1.24  
Кривая бескупонной доходности ОФЗ  
(% годовых)



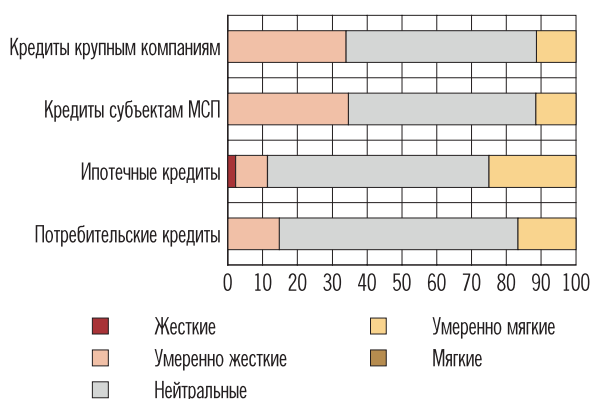
Источник: Московская Биржа.

Рисунок 1.25  
Спред между доходностью 10-летних и 2-летних ОФЗ  
(% годовых)



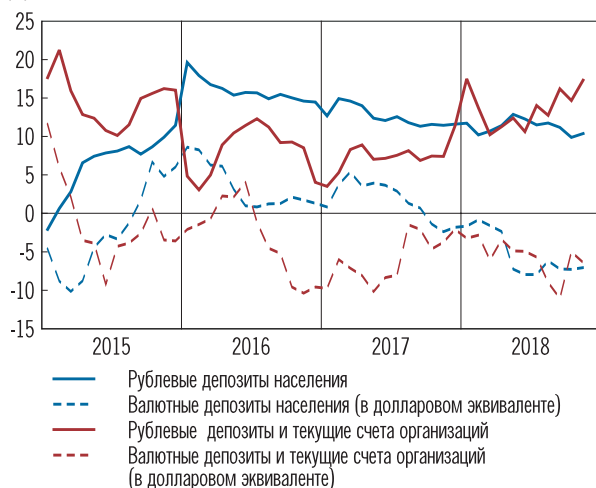
Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

Рисунок 1.26  
Оценка банками степени жесткости условий долгосрочного кредитования в III квартале 2018 года\* (%)



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

Рисунок 1.27  
Годовой темп прироста банковских депозитов (%)



Источник: Банк России.

ных выпусков достигала 50–70%. На этом фоне длинный конец бескупонной кривой доходности ОФЗ с середины сентября снизился на 30 б.п. (рис. 1.24). Наклон кривой ОФЗ увеличился за счет короткого конца. Спред между 10-летними и 2-летними ОФЗ вернулся в середину интервала 2018 г. (рис. 1.25).

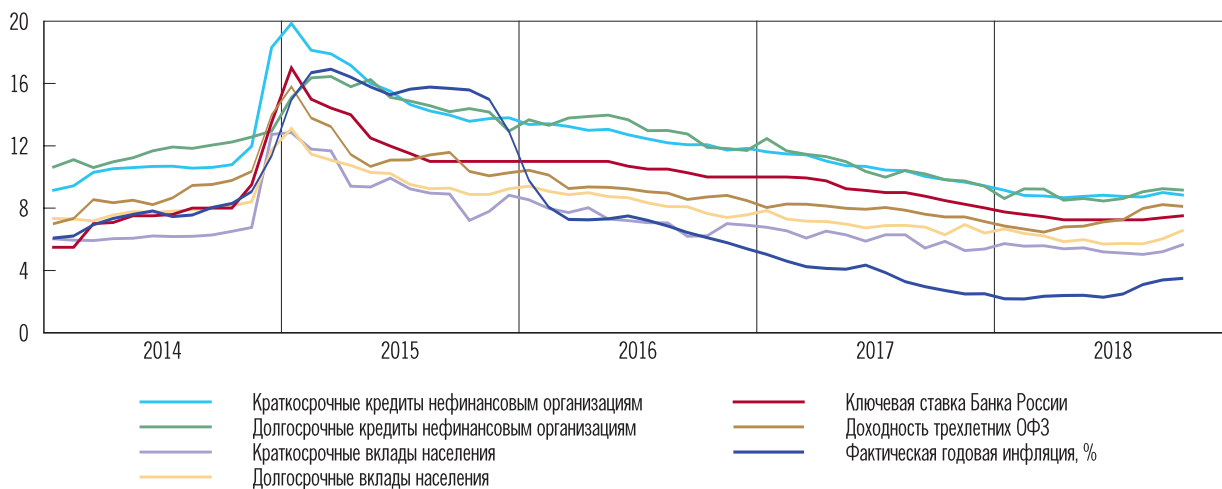
## Депозитно-кредитный рынок

В августе-ноябре банки продолжали повышать ставки по кредитам и депозитам под влиянием возросших в июле-августе доходностей долговых ценных бумаг и ставок по долгосрочным операциям на денежном рынке (рис. 1.28). Как и ранее, изменение ставок денежного и фондового рынков транслировалось на ставки банков постепенно. По предварительным оценкам, к ноябрю ставки по банковским операциям выросли слабее, чем доходности облигаций, что может свидетельствовать о сохранении умеренного потенциала для дальнейшего роста ставок по кредитам и депозитам.

Рост ставок по банковским операциям, наблюдавшийся в августе-ноябре, происходил на фоне повышения как фактической инфляции, так и инфляционных ожиданий, сопоставимого с повышением номинальных ставок. В результате реальные ставки по депозитам и кредитам во втором полугодии 2018 г. почти не росли, на отдельных сегментах рынка наблюдалось их снижение. В этих условиях кредиты сохраняли привлекательность для заемщиков, что в сочетании с продолжавшимся ростом экономической активности способствовало дальнейшему наращиванию кредитных операций банками (рис. 1.29). Увеличение кредитования также вносило положительный вклад в расширение потребительского спроса.

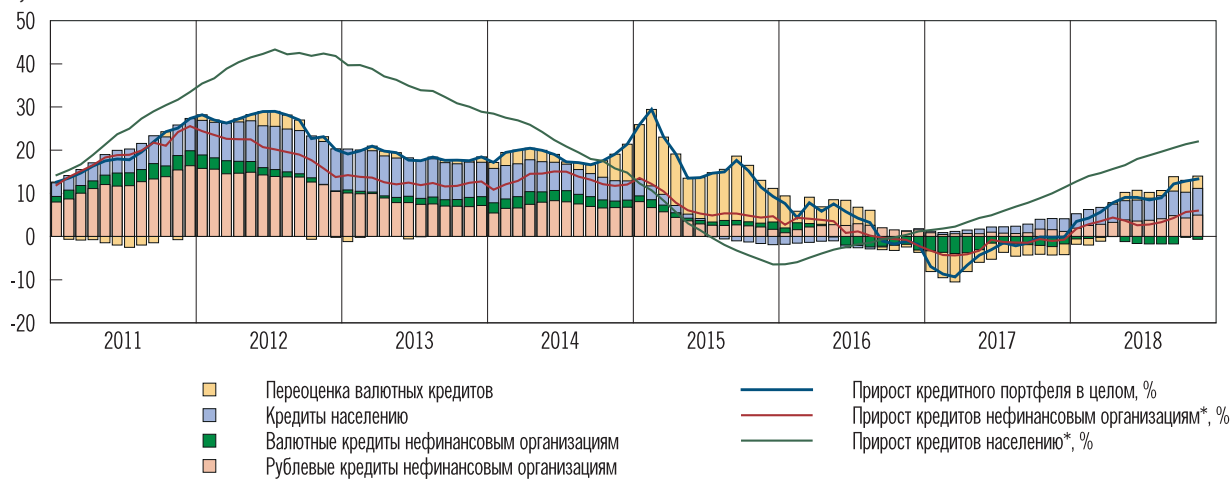
Как и в предыдущие периоды, банки сохраняли заинтересованность в увеличении объемов розничных операций. В августе-сентябре ставки по кредитам населению продолжали снижаться, а их рост, наметившийся в октябре, был слабее, чем в сегменте корпоративного кредитования. В определенной степени эффект замедленного роста ставок по розничным кредитам мог быть связан и с лагом между моментом одобрения кредита и его формальной выдачей, характерным для ипотечного сегмента рынка.

Рисунок 1.28  
Ставки по рублевым операциям на российском рынке  
(% годовых)



Источник: Банк России.

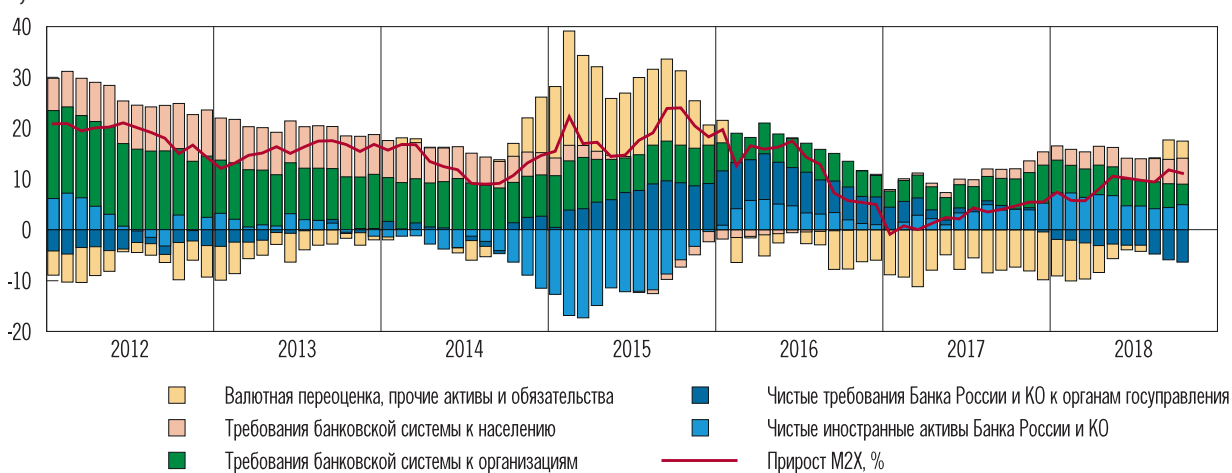
Рисунок 1.29  
Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков  
(п.п.)



\* С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

Рисунок 1.30  
Вклад отдельных источников в годовой прирост широкой денежной массы\*  
(п.п.)



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

Источник: Банк России.

Неценовые условия кредитования для розничных заемщиков также были более мягкими, чем для корпоративных (рис. 1.26). В этой ситуации кредитование населения по-прежнему росло опережающими темпами по сравнению с корпоративным кредитованием.

Наибольшая конкуренция банков за заемщиков была характерна для ипотечного рынка, отличающегося наиболее низким уровнем кредитных рисков. По годовым темпам роста ипотечный рынок по-прежнему опережал прочие сегменты кредитного рынка. При этом на фоне увеличения потребительского спроса и доходов населения спрос на потребительские кредиты также продолжал расти, обеспечивая догоняющий рост сегмента потребительского кредитования. Потенциал дальнейшего увеличения темпов роста потребительского кредитования в краткосрочной перспективе будет ограничен в связи с постепенным исчерпанием восстановительного спроса на кредиты, ужесточением условий кредитования, наметившимся в конце года, а также повышением долговой нагрузки на население и ужесточением регулирования данного сегмента рынка. В связи с этим в краткосрочной перспективе рост объемов потребительского кредитования не создаст существенных инфляционных рисков.

В корпоративном сегменте кредитного рынка к середине 2018 г. наметилось улучшение качества кредитного портфеля (за исключением санируемых банков, на которые приходилось больше половины всех проблемных корпоративных обязательств).

В сочетании с продолжающимся ростом экономической активности это способствовало ускорению роста корпоративного кредитования. Увеличились темпы роста кредитования большинства отраслей обрабатывающей промышленности (главным образом химии и металлургии), сельского хозяйства, торговли. В итоге вклад корпоративного кредитования в прирост кредитного портфеля банков в отдельные месяцы III квартала превышал вклад розничного кредитования.

В кратко- и среднесрочной перспективе сохраняющийся рост кредитования будет поддерживать рост потребительского и инвестиционного спроса. Можно ожидать дальнейшего увеличения вклада корпоративного кредитования в объемы внутреннего кредитного рынка как за счет восстановления инвестиционной активности, так и за счет регуляторных мер Банка России, направленных на сдерживание сегментов розничного кредитного рынка, связанных с более высоким уровнем риска.

В августе-октябре увеличение кредита экономике оставалось основным источником роста денежной массы (рис. 1.30). Рост кредитной активности уравнивал влияние бюджетных операций на денежное предложение, вследствие чего увеличение денежной массы было соразмерно общему росту экономической активности и не создавало инфляционных рисков.

На депозитном рынке в последние месяцы активность частных вкладчиков оставалась невысокой (рис. 1.27). В августе-сентябре наблюдалось сокращение остатков на депозитах населения. Факторы, обусловившие отток средств с вкладов, носили локальный характер. В октябре-ноябре приток средств на банковские депозиты населения возобновился.

Тенденции изменения структуры депозитного рынка, наблюдавшиеся в последние годы, сохранялись и во втором полугодии 2018 года. В течение большей части периода продолжалась девальютизация рынка депозитов населения: валютные депозиты населения сокращались как в периоды роста рублевых депозитов, так и в периоды их уменьшения, причем в последнем случае валютные депозиты сокращались опережающими темпами. Частные вкладчики по-прежнему отдавали предпочтение краткосрочным депозитам, и доля долгосрочных депозитов в общем портфеле розничных депозитов продолжала сокращаться. Уменьшение средней срочности депозитов могло быть дополнительным фактором конкуренции между банками на депозитном рынке, способствовавшим росту депозитных ставок.

## 1.5. Экономическая активность

### Динамика ВВП

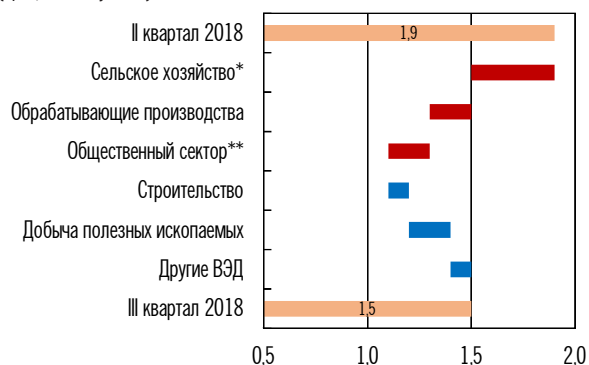
Годовой темп прироста ВВП в III квартале 2018 г. замедлился до 1,5% (в предыдущем квартале – 1,9%). Это соответствует середине прогнозного интервала Банка России (1,3–1,7%), опубликованного в сентябрьском выпуске Доклада (рис. 1.31). Основной вклад в замедление экономического роста по сравнению с предыдущим кварталом (0,4 п.п.) внесла динамика выпуска продукции сельского хозяйства. Его сокращение в годовом сопоставлении было связано в первую очередь с эффектами базы: в предыдущем году были получены рекордные урожаи зерна и ряда других сельскохозяйственных культур. Эффект базы отразился и на годовых темпах прироста выпуска в обрабатывающих производствах, что также ограничивало рост ВВП в годовом сопоставлении.

Рост ВВП во многом обеспечивался расширением внешнего спроса на российские товары и услуги. Увеличивался экспорт сырьевых и инвестиционных товаров. Заметно рос экспорт услуг, поддержку которому оказывало проведение чемпионата мира по футболу. По предварительным оценкам, годовой прирост физического объема экспорта товаров и услуг в III квартале 2018 г. составил 4,7–4,8%, что внесло примерно 1,2 п.п. в годовой темп прироста ВВП. В условиях умеренного расширения потребительского и инвестиционного спроса объем производства товаров и услуг для внутреннего рынка, по оценкам, увеличился на 0,5%.

### Производственная активность

По отношению к предыдущему периоду с исключением сезонности производственная активность в III квартале в целом расширялась. Промышленное производство увеличилось как в годовом сопоставлении, так и по отношению к II кварталу 2018 г. с исключением сезонного и календарного факторов. Основной вклад в его динамику вносило увеличение добычи полезных ископаемых, поддерживаемое стабиль-

Рисунок 1.31  
Вклад видов экономической деятельности в замедление прироста ВВП в III квартале 2018 года (процентных пунктов)

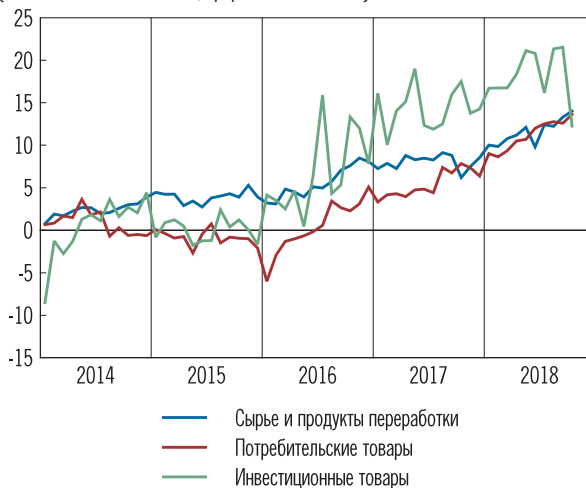


\* Под сельским хозяйством подразумевается вид деятельности «Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство».

\*\* Под общественным сектором подразумеваются виды деятельности «Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение», «Образование», «Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг».

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.32  
Промышленное производство по отдельным товарным группам (с исключением сезонности, прирост в % к 2013 г.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.



ным расширением внешнего спроса (рис. 1.32). При этом рост выпуска в обрабатывающих производствах оставался неустойчивым: умеренное расширение внутреннего спроса на отечественные товары не смогло компенсировать негативное воздействие разовых факторов на отдельных рынках, в том числе на рынках металлов. Так, на выпуск цветных металлов влияли геополитические факторы, а производство черных металлов было ограничено усилением протекционизма в международной торговле.

В октябре 2018 г., по оценкам Банка России, рост промышленного производства замедлился. Выпуск инвестиционных товаров, в том числе транспортных средств, сдерживали разовые факторы.

Несмотря на то что производственная активность в октябре оказалась несколько слабее ожиданий Банка России, она не дает оснований для пересмотра краткосрочного прогноза совокупного выпуска товаров и услуг. Прогноз темпа прироста ВВП в 2018 г. оценивается в 1,5–2,0%, как и в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов, опубликованных в конце октября.

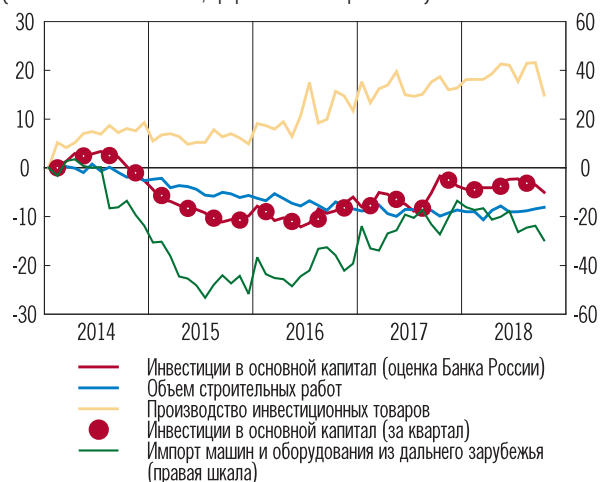
## Инвестиционная активность

Различные показатели дают смешанные сигналы относительно развития инвестиционной активности (рис. 1.33). С одной стороны, валовое накопление основного капитала (ВНОК) в II квартале 2018 г. увеличилось на 1% в годовом сопоставлении, что существенно ниже оценок Банка России, опубликованных в сентябрьском выпуске Доклада (2,5–3,5%).

С другой стороны, годовой прирост инвестиций в основной капитал в указанный период составил 2,8%, в том числе инвестиций частного сектора – 4,9%. Таким образом, меньший, чем прогнозировалось, рост ВНОК в II квартале 2018 г. был в основном обусловлен нерыночными факторами, действие которых, вероятно, было временным.

В III квартале годовой прирост инвестиций в основной капитал ускорился до 5,2%. Вместе с тем дальнейшее повышение инвестиционной активности может сдерживаться ужесточением условий кредитования вследствие ухудшения

Рисунок 1.33  
Индикаторы инвестиционной активности  
(с исключением сезонности, прирост в % к январю 2014 г.)



Источники: Росстат, ФТС России, расчеты Банка России.

внешних условий и удорожанием импортного оборудования из-за произошедшего в августе-сентябре ослабления рубля. По предварительным оценкам, в октябре 2018 г. инвестиционная активность несколько ослабла. По отношению к предыдущему месяцу с исключением сезонности снизился выпуск инвестиционных товаров и сократился импорт машиностроительной продукции. При этом восстановительный рост объема строительных работ, наблюдавшийся с августа 2018 г., остается слабым (см. приложение «Ситуация в строительной отрасли»). Несмотря на волатильность показателей инвестиционной активности, их динамика в целом соответствует прогнозу прироста ВНОК на 2018 г. (1,5–2,0%), который был представлен в октябре.

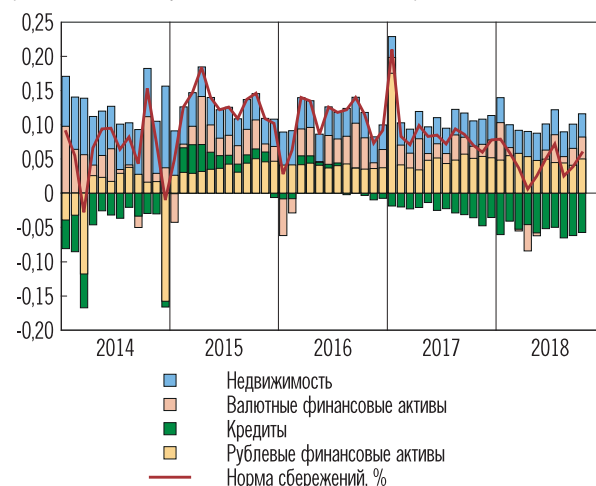
### Потребительский спрос и сбережения

Годовой темп прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств в II квартале 2018 г. составил 2,5% и был ниже оценки Банка России, сформированной в том числе с учетом данных по обороту розничной торговли и опубликованной в сентябрьском Докладе (3,0–3,5%). Расхождение, вероятно, обусловлено меньшими, чем предполагалось, тратами населения за рубежом и большими расходами нерезидентов в России во время проведения чемпионата мира по футболу.

В III квартале потребительский спрос продолжил расширяться. Этому способствовало ослабление сберегательной модели поведения потребителей: норма сбережений в августе-сентябре 2018 г. опустилась ниже уровня 2013–2014 гг., в том числе за счет расширения потребительского кредитования (рис. 1.34). Определенную роль в увеличении потребления могло сыграть повышение инфляционных ожиданий из-за произошедшего в августе-сентябре ослабления рубля. В этих условиях рост оборота розничной торговли происходил в основном за счет непродовольственных товаров (рис. 1.35), в то время как продажи продуктов питания характеризовались более сдержанной динамикой.

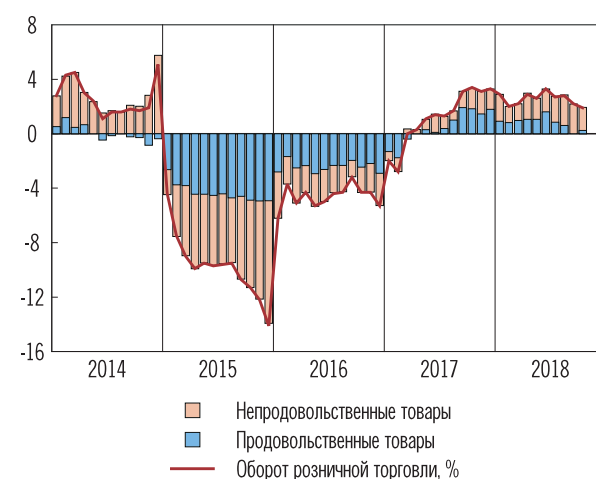
Однако в октябре 2018 г. действие этого эффекта несколько ослабло, рост продаж замедлился. В ноябре и декабре 2018 г. ожидается

Рисунок 1.34  
Декомпозиция нормы сбережений  
(вклад в процентных пунктах с исключением сезонности)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

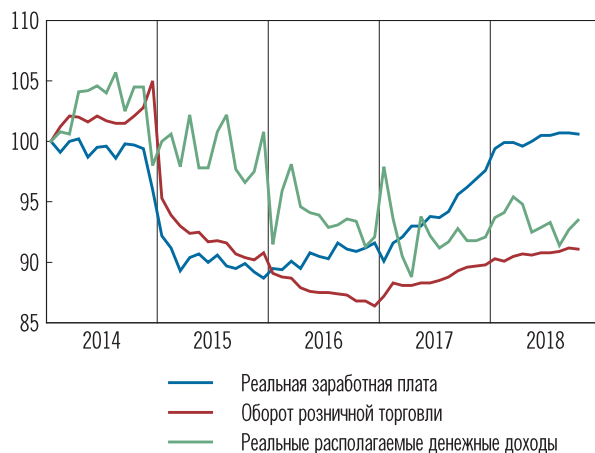
Рисунок 1.35  
Декомпозиция темпа прироста оборота розничной торговли  
(вклад в годовой темп прироста в процентных пунктах)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.36

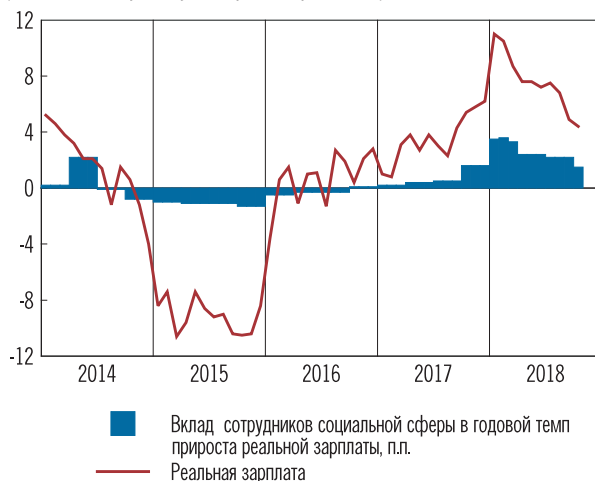
Реальная заработная плата, реальные располагаемые денежные доходы, оборот розничной торговли  
(с исключением сезонности, в % к январю 2014 г.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.37

Реальная заработная плата  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

умеренное увеличение потребительского спроса.

По итогам 2018 г. темп прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств может оказаться ближе к нижней границе прогнозного интервала 2,5–3,0%, опубликованного в октябре.

## Рынок труда и доходы

Динамика показателей рынка труда в августе-октябре 2018 г. соответствовала ожиданиям Банка России. Уровень безработицы сохранялся вблизи естественного уровня, что не несло инфляционных рисков.

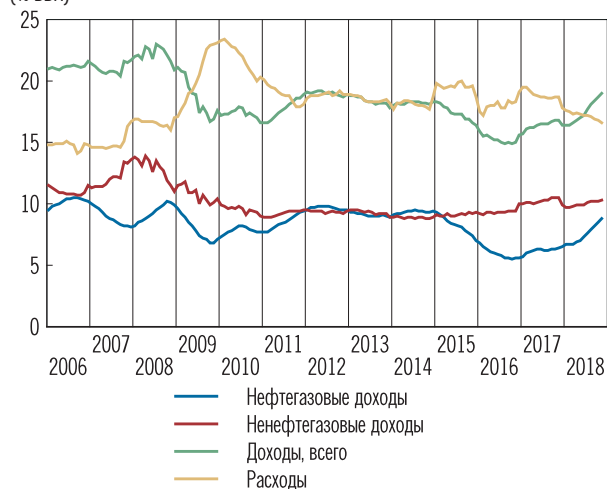
В III квартале повышение трудовых компенсаций работников социальной сферы в рамках исполнения майских указов Президента Российской Федерации продолжило вносить положительный вклад в динамику заработной платы (рис. 1.37). При этом его масштаб ожидаемо сократился, и годовые темпы роста реальной заработной платы снизились. По оценкам Банка России, реальная заработная плата по итогам 2018 г. вырастет на 7–8%. Вместе с тем темп прироста реальных располагаемых денежных доходов населения, по оценкам, окажется существенно более низким, что обусловлено динамикой доходов, не связанных с трудовой деятельностью и социальными трансфертами<sup>5</sup> (рис. 1.36).

<sup>5</sup> К ним относятся доходы от предпринимательской деятельности, от собственности и прочие доходы, которые особенно подвержены волатильности в периоды обесценения рубля.

## Государственный бюджет

Согласно последним оценкам Минфина России<sup>6</sup>, исполнение доходов федерального бюджета идет опережающими темпами. На фоне относительно благоприятных внутренних условий и сохранения достаточно высоких цен на нефть в этот период по состоянию на конец ноября исполнено 92,1% доходов от планируемого объема на 2018 год. Исполнение расходов в целом соответствует планам Минфина России и оценкам, заложенным в среднесрочный прогноз Банка России, опубликованный в октябре. По состоянию на конец ноября исполнено около 83,7% от планового объема расходов на 2018 год. В декабре 2018 г. ожидается рост бюджетных расходов по сравнению с уровнем предыдущих месяцев, масштаб которого соответствует традиционной сезонности бюджетного процесса. Выручка от размещения ОФЗ на конец ноября составила 82,1%<sup>7</sup> от планируемого объема размещения на 2018 год<sup>8</sup>.

Рисунок 1.38  
12-месячная скользящая сумма доходов и расходов бюджета (% ВВП)



Источник: Банк России.

<sup>6</sup> Информационное сообщение «Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за январь-ноябрь 2018 года» на официальном сайте Минфина России в разделе «Пресс-центр» ([www.minfin.ru](http://www.minfin.ru)).

<sup>7</sup> Отношение фактической выручки к планируемому объему размещения ОФЗ за январь-ноябрь 2018 г. составило 89%.

<sup>8</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29.11.2018 № 458-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2018 год и плановый период 2019 и 2020 годов».

## 2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

Ключевые факторы неопределенности для российской экономики на среднесрочном горизонте связаны с внешними условиями. Это, в частности, неопределенность относительно дальнейшей динамики цен на нефть, темпов роста мировой экономики, изменения денежно-кредитной и внешнеторговой политики ключевых экономик, а также развитие ситуации с санкциями в отношении российской экономики. С учетом этого Банк России продолжает рассматривать два основных сценария среднесрочного прогноза, различающихся в части внешних условий: базовый сценарий и сценарий с высокими ценами на нефть. Предпосылки и ключевые параметры этих сценариев в основном не претерпели значимых изменений по сравнению со среднесрочным прогнозом, опубликованным в октябре. Несколько скорректирована только траектория цен на нефть в базовом сценарии на горизонте 2019 года. Она была немного понижена с учетом наблюдаемых изменений баланса спроса и предложения на мировом рынке нефти. Однако это существенно не повлияло на прогноз инфляции и экономической активности с учетом сглаживающего воздействия механизма бюджетного правила.

В базовом сценарии и сценарии с высокими ценами на нефть за счет влияния разовых факторов, таких как повышение НДС и постепенный перенос в цены произошедшего в 2018 г. ослабления рубля, инфляция временно ускорится и составит 5–5,5% по итогам 2019 года. С учетом принятых решений по денежно-кредитной политике, которые позволят предотвратить устойчивое закрепление инфляции на уровне, существенно превышающем цель Банка России, квартальные аннуализированные темпы прироста потребительских цен замедлятся до 4% уже во втором полугодии 2019 года. Годовая инфляция вернется к 4% в первой половине 2020 г. и сохранится вблизи этого уровня до конца прогнозного горизонта. Это создаст условия для смягчения денежно-кредитной политики в конце 2019 – начале 2020 года. Темпы роста экономики в обоих сценариях останутся вблизи потенциальных и будут

плавно ускоряться в 2019–2021 гг. по мере постепенной реализации запланированных правительством налогово-бюджетных мер и повышения пенсионного возраста.

Кроме того, дополнительно Банк России рассматривает рискованный сценарий, в котором заложено выраженное ухудшение внешних условий. Оно окажет неблагоприятное влияние одновременно на ценовую динамику и экономическую активность: в 2019 г. может произойти существенное отклонение инфляции от 4% и выход прироста ВВП в отрицательную область. Однако это влияние будет краткосрочным с учетом повысившейся устойчивости российской экономики к изменению внешних условий, сглаживающего эффекта бюджетного правила и своевременного ужесточения денежно-кредитной политики. Уже в 2020–2021 гг. основные макроэкономические параметры прогноза в рамках рискованного сценария, а соответственно, и траектория ключевой ставки Банка России приблизятся к уровням базового сценария. Оценка Банком России внутренних инфляционных рисков, связанных с динамикой заработной платы, возможными изменениями в потребительском поведении, бюджетными расходами, существенно не изменилась. Эти риски остаются умеренными. В то же время сохраняется высокая неопределенность относительно дальнейшей динамики инфляционных ожиданий, в том числе масштаба и продолжительности их реакции на реализовавшиеся и будущие проинфляционные факторы.

В целом баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных рисков, особенно на краткосрочном горизонте.

Принятое 14 декабря 2018 г. решение о повышении ключевой ставки до 7,75% годовых направлено на ограничение инфляционных рисков. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки, принимая во внимание динамику инфляции и экономики относительно прогноза, а также учитывая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых рынков.



## 2.1. Базовый сценарий

### Предпосылки прогноза

Предпосылки базового сценария Банка России значительно не изменились по сравнению с базовым сценарием, опубликованным в октябре. Главное отличие заключается в уточнении траектории цен на нефть на горизонте 2019 г. (рис. 2.1). Оно в первую очередь обусловлено текущей ситуацией на мировом рынке нефти (см. раздел 1.2), а также большим, чем предполагалось ранее, расширением добычи нефти на прогнозном горизонте, прежде всего в США. Более высокий уровень предложения, чем предполагалось ранее, связан также со смягчением ограничений на импорт нефти из Ирана. Эти факторы ограничат поддержку ценам на нефть со стороны продления соглашения ОПЕК+ (см. раздел 1.2). В результате в базовом сценарии Банк России по-прежнему исходит из постепенного снижения цен на нефть марки Urals до 55 долл. США за баррель, однако несколько быстрее, чем ожидалось ранее. В предпосылках прогноза среднегодовая цена на нефть снижена с 63 до 55 долл. США за баррель в 2019 г. и сохранена вблизи этого уровня в 2020–2021 годах.

Набор прочих внешних и внутренних предпосылок базового сценария остался неизменным по сравнению с базовым прогнозом, опубликованным в октябре. В части ключевых внешних предпосылок, помимо траектории цен на нефть, Банк России также исходит из небольшого замедления экономического роста и сохранения невысокого инфляционного давления в основных странах – торговых партнерах, постепенной нормализации денежно-кредитной политики в развитых экономиках, а также предполагает сохранение введенных в отношении России в 2014–2018 гг. международных санкций.

Международные организации в октябре–ноябре несколько понизили свои прогнозы темпов роста мировой экономики в ближайшие годы с учетом текущей ситуации в ключевых экономиках (см. раздел 1.2). Это, однако, не потребовало уточнения предпосылок базового сценария Банка России, так как изначально они были несколько более консервативными, в том числе с учетом сохраняющихся рисков ужесто-

чения торговых ограничений. В 2019–2020 гг. Банк России по-прежнему предполагает дальнейшее увеличение базовой ставки в США, однако скорость повышения будет зависеть от баланса проинфляционных рисков в экономике и на рынке труда и дезинфляционных рисков, которые могут сформироваться в результате замедления мировой экономики и роста волатильности на финансовых рынках.

Повышение ключевой ставки ЕЦБ в соответствии с заявлениями его представителей ожидается не ранее конца 2019 г. (см. раздел 1.2), что учтено в базовом сценарии Банка России.

В части ключевых внутренних предпосылок Банк России учитывает влияние на условия проведения денежно-кредитной политики мер других видов экономической политики: повышения базовой ставки НДС с 18 до 20% с 1 января 2019 г.; планируемых изменений акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину; проведения нефтегазового налогового маневра; поэтапного повышения пенсионного возраста; планируемой реализации комплекса мер налогово-бюджетной политики, направленных на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений в российской экономике, а также действия бюджетного правила.

### Прогноз

Прогноз основных макроэкономических показателей в рамках базового сценария Банка России в 2019–2021 гг. в целом не изменился по сравнению с базовым сценарием, опубликованным в октябре. По прогнозу Банка России, в 2019 г. годовая инфляция временно ускорится до 5,0–5,5% с 3,9–4,2% по итогам 2018 г. (рис. 2.2). Наиболее значимое влияние на динамику потребительских цен в 2019 г. окажет повышение базовой ставки НДС, вклад которого в годовую инфляцию, по оценкам Банка России, составит около 1 процентного пункта. Также на инфляцию, преимущественно в первой половине 2019 г., продолжит влиять произошедшее в 2018 г. ослабление рубля. Эффекты НДС и курсовой динамики будут отражаться на годовой инфляции до конца 2019 г., при этом квартальные аннуализированные темпы прироста потребительских цен (с поправкой на сезонность) замедлятся до 4% уже во втором по-

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

	2017 (факт/оценка)	2018		2019		2020		2021	
		Оценка		Базовый	Высокие цены на нефть	Базовый	Высокие цены на нефть	Базовый	Высокие цены на нефть
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	53,0	70	55	75	75	55	75	55	75
Инфляция, в % декабря к декабрю предыдущего года	2,5	3,9–4,2	5,0–5,5	5,0–5,5	5,0–5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,5	2,8–2,9	5,0–5,5	5,0–5,5	5,0–5,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт <sup>1</sup>	1,8	1,5–2,0	1,2–1,7	1,5–2,0	1,5–2,0	1,8–2,3	1,8–2,3	2,0–3,0	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	2,5	2,0–2,5	1,0–1,5	1,2–1,7	1,2–1,7	1,5–2,0	1,8–2,3	2,0–2,5	2,0–2,5
– домашних хозяйств	3,3	2,5–3,0	1,0–1,5	1,3–1,8	1,3–1,8	1,5–2,0	2,0–2,5	2,5–3,0	2,5–3,0
Валовое накопление	9,3	–(1,5–0,5)	1,5–2,5	2,0–3,0	2,0–3,0	2,5–3,5	3,0–4,0	3,5–4,5	3,5–4,5
– валовое накопление основного капитала	4,9	1,5–2,0	1,8–2,3	2,0–2,5	2,0–2,5	3,0–3,5	3,0–3,5	3,5–4,5	3,5–4,5
Экспорт	6,0	5,5–6,0	3,2–3,7	3,2–3,7	3,2–3,7	2,7–3,2	2,7–3,2	2,7–3,2	2,7–3,2
Импорт	17,4	4,0–4,5	2,5–3,0	3,5–4,0	3,5–4,0	3,5–4,0	3,5–4,0	4,5–5,0	4,5–5,0
Денежная масса в национальном определении	10,5	11–14	7–11	8–12	8–12	7–12	9–13	7–12	9–13
Кредит экономике (организациям и населению) в рублях и иностранной валюте <sup>2</sup>	8,2	12–14	7–11	8–12	8–12	7–12	7–12	7–12	7–12
– кредит нефинансовым и финансовым организациям в рублях и иностранной валюте, прирост в % за год	7,1	9–11	7–10	8–11	8–11	6–10	6–10	6–10	6–10
– кредит населению в рублях и иностранной валюте, прирост в % за год	12,0	21–24	12–17	13–18	13–18	10–15	11–16	10–15	10–15

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

<sup>2</sup> Под кредитом экономике со стороны банковского сектора подразумеваются все требования банковского сектора к нефинансовым и финансовым организациям и населению в валюте Российской Федерации, иностранной валюте и драгоценных металлах, включая предоставленные кредиты (в том числе просроченную задолженность), просроченные проценты по кредитам, вложения кредитных организаций в долговые и долговые ценные бумаги и векселя, а также прочие формы участия в капитале нефинансовых и финансовых организаций и прочую дебиторскую задолженность по расчетным операциям с нефинансовыми и финансовыми организациями и населением.

Источник: Банк России.

Показатели платежного баланса России\*  
(млрд долл. США)

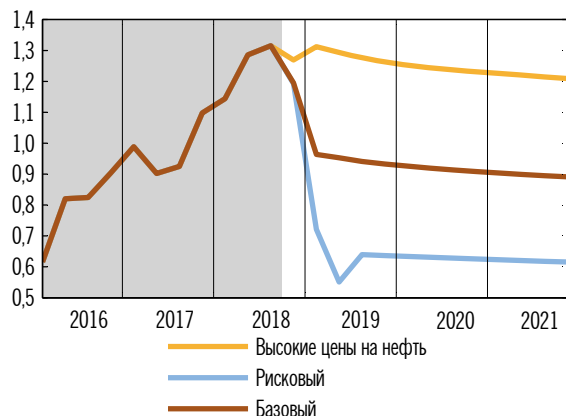
	2017	2018 (оценка)	2019		2020		2021	
			Базовый	Высокие цены на нефть	Базовый	Высокие цены на нефть	Базовый	Высокие цены на нефть
<b>Счет текущих операций</b>	<b>33</b>	<b>112</b>	<b>71</b>	<b>127</b>	<b>55</b>	<b>122</b>	<b>48</b>	<b>114</b>
Торговый баланс	115	191	154	210	143	210	139	205
Экспорт	354	441	400	465	405	482	416	497
Импорт	-238	-250	-246	-255	-262	-272	-277	-292
Баланс услуг	-31	-31	-33	-29	-34	-31	-36	-34
Экспорт	58	65	61	68	62	71	64	73
Импорт	-89	-96	-94	-97	-97	-102	-100	-107
Баланс первичных и вторичных доходов	-51	-49	-51	-54	-53	-56	-55	-57
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>33</b>	<b>111</b>	<b>71</b>	<b>127</b>	<b>55</b>	<b>122</b>	<b>48</b>	<b>114</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-14</b>	<b>-72</b>	<b>-19</b>	<b>-34</b>	<b>-11</b>	<b>-36</b>	<b>-8</b>	<b>-33</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	13	-5	1	3	2	4	3	5
Частный сектор	-28	-67	-20	-37	-13	-40	-11	-38
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>	<b>-52</b>	<b>-92</b>	<b>-44</b>	<b>-86</b>	<b>-40</b>	<b>-81</b>

\* В знаках РПБ5.

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

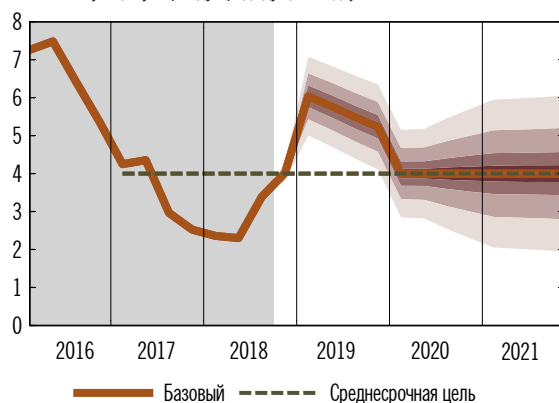
Источник: Банк России.

Рисунок 2.1  
Условия торговли  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



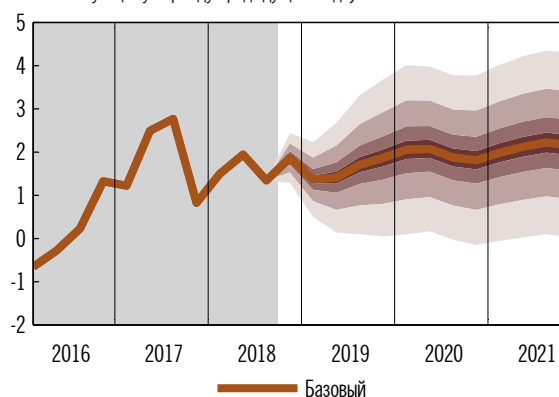
Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть марки Urals (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежного индекса цен).  
Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.2  
Инфляция  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



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

Рисунок 2.3  
Темпы прироста ВВП  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



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

лугодии 2019 года. Инерционные показатели инфляции, включая скользящую среднегодовую инфляцию, в течение всего 2019 г. останутся выше, чем в 2018 году.

Относительно более быстрое, чем в опубликованном в октябре базовом сценарии, снижение цен на нефть привело к пересмотру вклада налогового маневра в годовую инфляцию. В 2019 г. он составит -0,1 п.п., после чего на фоне стабилизации нефтяных цен будет постепенно увеличиваться: в 2020 г. сложится на уровне вблизи нуля, в 2021 г. будет небольшим положительным (см. приложение «Об оценке влияния налогового маневра в нефтяной сфере на потребительскую инфляцию»).

Совокупный вклад в годовую инфляцию увеличения акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину, в 2019 г. может составить около 0,3–0,4 п.п. (см. приложение «Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2019 году»). Этот эффект ранее уже был учтен Банком России в базовом прогнозе инфляции 5,0–5,5% на конец 2019 года.

Сохраняющаяся высокая чувствительность инфляционных ожиданий к влиянию разовых факторов может усиливать воздействие курсовой динамики и повышения НДС на динамику потребительских цен. Денежно-кредитная политика в 2019 г. будет направлена на ограничение масштаба и длительности этих вторичных эффектов повышения НДС и произошедшего ослабления рубля.

Банк России сохранит консервативный подход к проведению денежно-кредитной политики, придавая большее значение проинфляционным факторам и рискам. Это предполагает проведение Банком России более жесткой денежно-кредитной политики, чем в ситуации отсутствия влияния упомянутых разовых факторов на инфляцию. Такой консервативный подход к денежно-кредитной политике создаст условия для ее смягчения в конце 2019 – начале 2020 года.

По прогнозу Банка России, с учетом принятых решений по денежно-кредитной политике годовая инфляция вернется к 4% в первой половине 2020 г., когда эффекты произошедшего ослабления рубля и повышения НДС будут исчерпаны, и останется вблизи 4% в дальней-

шем (рис. 2.2). Стабилизации инфляции вблизи 4% будет способствовать проводимая Банком России денежно-кредитная политика. Повышение Банком России ключевой ставки в декабре 2018 г. позволит предотвратить устойчивое закрепление инфляции на уровне, существенно превышающем цель Банка России.

Прогноз темпов роста российской экономики и денежно-кредитных показателей в 2019–2021 гг. также не изменился по сравнению с базовым сценарием, опубликованным в октябре. В условиях действия бюджетного правила более быстрое снижение цен на нефть будет оказывать ограниченное влияние на российскую экономику. В свою очередь динамика внутреннего спроса на всем прогнозном горизонте не будет оказывать повышательного давления на инфляцию.

В 2019 г. темп прироста ВВП несколько снизится и составит 1,2–1,7% после 1,5–2,0% в 2018 году. На горизонте 2019 г. сдерживающее влияние на динамику внутреннего спроса окажут повышение НДС (преимущественно в начале года), замедление роста доходов экономики от экспорта в результате снижения цен на нефть, а также некоторое замедление роста кредитования на фоне произошедшего во второй половине 2018 г. ужесточения денежно-кредитных условий ввиду ухудшения внешнеэкономического фона. В то же время сдерживающее воздействие повышения НДС в 2019 г. во многом будет компенсировано ростом инвестиционного спроса в рамках реализации запланированных правительством налогово-бюджетных мер и повышением пенсионного возраста, которое смягчит влияние демографических ограничений на темпы экономического роста.

В 2020–2021 гг. рост российской экономики ускорится до 1,8–2,3% и 2,0–3,0% соответственно (рис. 2.3). Этому будут способствовать постепенное накопление положительного эффекта от запланированных мер налогово-бюджетной политики и структурных реформ при их успешной реализации. Более высокие темпы роста российской экономики при этом не будут формировать дополнительного инфляционного давления со стороны спроса и препятствовать сохранению инфляции у цели, так как будут

Рисунок 2.4

Декомпозиция прироста требований к экономике  
(вклад в годовой темп прироста, в процентных пунктах)

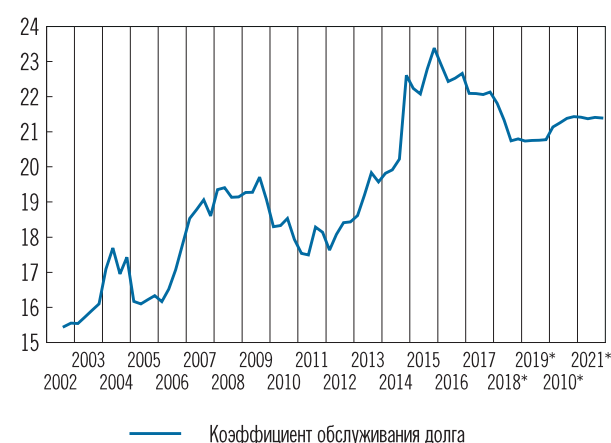


\* Прогноз. Декомпозиция приведена для темпа прироста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии.

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.5

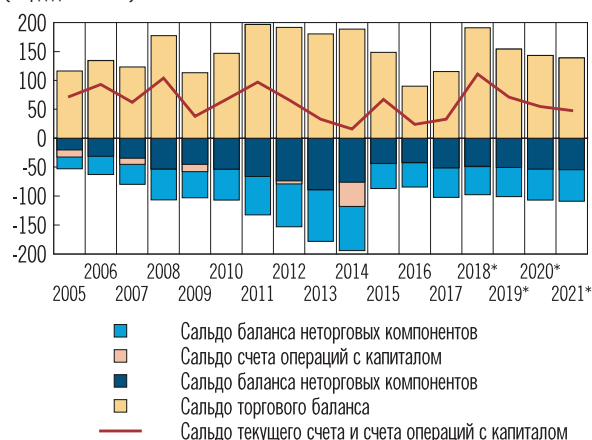
Долговая нагрузка экономики  
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)



\* Прогноз. Долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии.

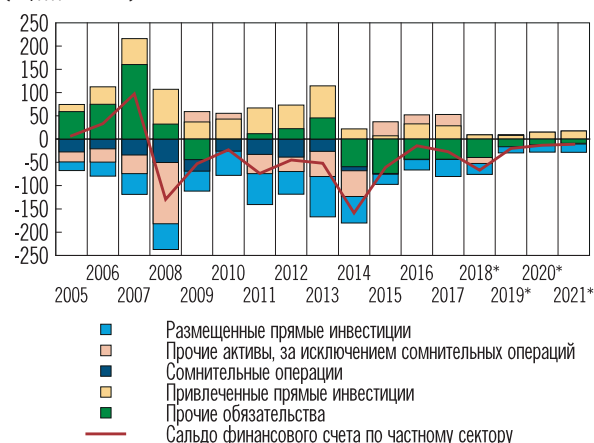
Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.6  
Основные компоненты счета текущих операций  
в базовом сценарии\*  
(млрд долл. США)



\* Прогноз. В знаках РПБ5.  
Источник: Банк России.

Рисунок 2.7  
Основные компоненты финансового счета по частному сектору  
в базовом сценарии\*  
(млрд долл. США)



\* Прогноз. В знаках РПБ5.  
Источник: Банк России.

обеспечены расширением производственного потенциала экономики.

Кредитная активность в 2019–2021 гг. продолжит увеличиваться темпами, соответствующими повышению платежеспособного спроса и не создающими рисков для ценовой и финансовой стабильности (рис. 2.4, 2.5). Неценовые условия кредитования будут смягчаться постепенно, отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке заемщиков и принятию рисков. Кредит останется основным драйвером изменения денежного предложения.

Ключевые тенденции в прогнозе показателей платежного баланса в 2019–2021 гг., связанные с динамикой внутреннего и внешнего спроса, изменением мировых цен на нефть, в целом соответствуют тем, что были заложены в базовом сценарии, опубликованном в октябре. По прогнозу Банка России, в условиях постепенного снижения цен на нефть сальдо счета текущих операций платежного баланса останется устойчиво положительным на всем прогнозном горизонте (около 5% ВВП в 2019 г. и около 3% ВВП в 2020–2021 гг.). Однако по итогам 2019 г. оно сложится чуть ниже, чем предполагалось ранее, ввиду более быстрого снижения цен на нефть к уровню 55 долл. США за баррель (рис. 2.6). В то же время постепенное сворачивание договоренностей стран – экспортеров нефти, а также меры правительства, направленные на стимулирование несырьевого экспорта, поддержат рост физических объемов экспорта, что смягчит эффект от падения цен на нефть.

Сальдо финансового счета по частному сектору будет снижаться в 2019–2021 гг. (около 1% ВВП в 2019 г. и несколько ниже 1% ВВП в 2020–2021 гг.) на фоне уменьшения выплат по внешнему долгу и некоторого ухудшения возможностей российских компаний для зарубежного инвестирования в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта (рис. 2.7). В 2019–2021 гг. также продолжится пополнение международных резервов в рамках реализации механизма бюджетного правила. При этом Банк России планирует возобновить регулярные покупки иностранной валюты (после их приостановки в сентябре) с 15 января 2019 года. Решение об осуществлении отло-



женных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке будет приниматься Банком России после возобновления регулярных покупок. Исключительно для модельного расчета базового сценария Банк России использует допущение об осуществлении отложенных в 2018 г. покупок равномерно в течение всего прогнозного горизонта – в 2019–2021 годах.

## 2.2. Сценарий с высокими ценами на нефть

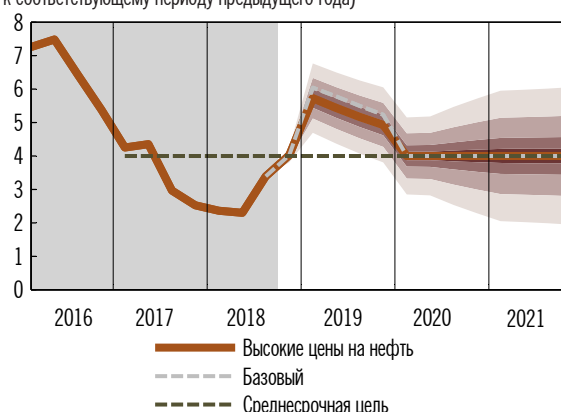
### Предпосылки прогноза

Предпосылки сценария с высокими ценами на нефть совпадают с предпосылками опубликованного в октябре сценария с неизменными ценами на нефть, название которого было скорректировано с учетом изменения текущей конъюнктуры мирового рынка нефти (см. раздел 1.2). Основным отличием от базового сценария является траектория цен на нефть, которые складываются на более высоком уровне в течение всего прогнозного горизонта – около 75 долл. США за баррель. В основе такой динамики лежат преимущественно факторы со стороны предложения энергоносителей: в сценарии с высокими ценами на нефть предполагаются более значительные ограничения добычи в рамках договоренностей ОПЕК+ после 2018 г. по сравнению с базовым сценарием. Прочие внешние и внутренние предпосылки в целом совпадают с базовым сценарием. Применение бюджетного правила продолжит сглаживать влияние динамики цен на нефть на российскийскую экономику на прогнозном горизонте.

### Прогноз

Прогноз основных макроэкономических показателей в рамках сценария с высокими ценами на нефть остался в целом без изменений по сравнению со сценарием с высокими ценами на нефть, опубликованным в октябре. Его основное отличие от базового сценария по-прежнему заключается в динамике экономической активности в 2019 году. На фоне более благоприятных внешних условий, которые окажут дополнительную поддержку деловым настроениям, потребительской и инвестиционной активно-

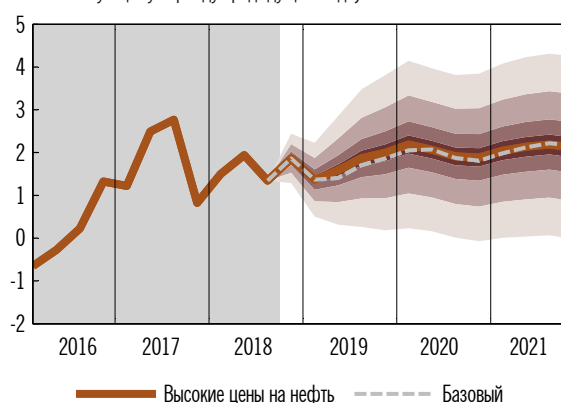
Рисунок 2.8  
Инфляция  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



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

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.9  
Темпы прироста ВВП  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

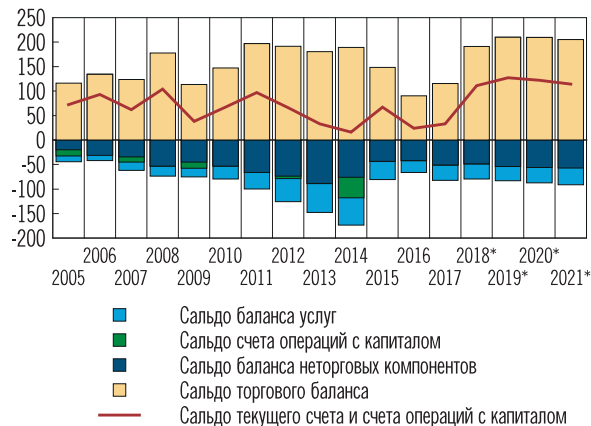


Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений темпа прироста ВВП. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности темпов прироста ВВП.

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.10

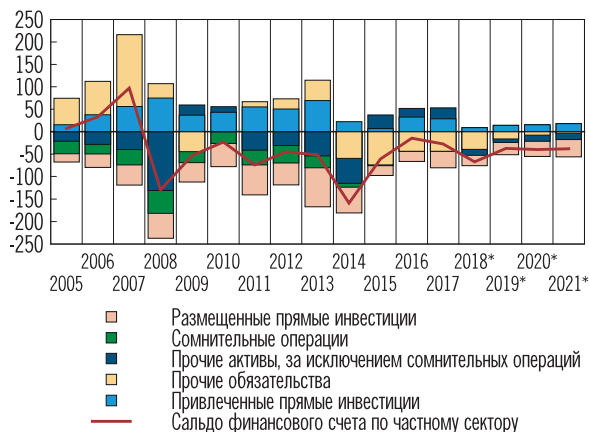
Основные компоненты счета текущих операций в сценарии с высокими ценами на нефть\*  
(млрд долл. США)



\* Прогноз. В знаках РПБ5.  
Источник: Банк России.

Рисунок 2.11

Основные компоненты финансового счета по частному сектору в сценарии с высокими ценами на нефть\*  
(млрд долл. США)



\* Прогноз. В знаках РПБ5.  
Источник: Банк России.

сти, темп прироста ВВП в 2019 г. будет немного выше и составит 1,5–2,0%. Несколько более быстрое расширение внутреннего спроса, чем в базовом сценарии, окажет небольшое повышательное давление на инфляцию в 2019 году. Кроме того, в связи с более высоким уровнем цен на нефть в 2019 г. вклад нефтегазового налогового маневра в динамику годовой инфляции будет положительным в отличие от базового сценария и составит 0,3 процентного пункта. Однако влияние этих факторов на инфляцию компенсируется понижательным давлением через эффект переноса курсовой динамики, так как рубль, по оценкам Банка России, будет несколько крепче, чем в базовом сценарии. По итогам 2019 г. инфляция сложится вблизи уровней базового прогноза и составит 5,0–5,5% под влиянием повышения НДС и произошедшего в 2018 г. ослабления рубля. В условиях высокой чувствительности инфляционных ожиданий к разовым проинфляционным факторам денежно-кредитная политика в этом сценарии также будет близка к проводимой в базовом сценарии. Она будет направлена на ограничение инфляционных рисков и стабилизацию инфляции вблизи 4%.

В 2020–2021 гг. динамика основных показателей будет практически полностью совпадать с оценками базового сценария: предполагается возвращение инфляции к уровню вблизи 4% и сохранение темпов экономического роста около потенциальных (рис. 2.8, 2.9).

Отличие показателей платежного баланса от базового сценария будет связано с выраженным положительным влиянием более высоких мировых цен на нефть на стоимостные объемы экспорта. Сальдо счета текущих операций (рис. 2.10) на всем прогнозном горизонте превысит уровень базового сценария и составит около 8% ВВП в 2019 г. и около 6–7% ВВП в 2020–2021 годах. Отрицательное сальдо финансового счета (рис. 2.11) по частному сектору также сложится выше, чем в базовом сценарии, и составит 2% ВВП в 2019–2021 годах. Этому будет способствовать несколько большее расширение иностранных активов российских компаний и банков в условиях более существенного роста доходов от экспорта. В сценарии

с неизменными ценами на нефть ожидается более значительное увеличение международных резервов по сравнению с базовым сценарием за счет существенного объема покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила в условиях более высоких цен на нефть.

## 2.3. Оценка рисков

Баланс рисков остается смещенным в сторону проинфляционных рисков, особенно на краткосрочном горизонте. Сохраняется высокая неопределенность относительно дальнейшего развития внешних условий и их влияния на цены финансовых активов. Основными источниками неопределенности в части внешних факторов являются перспективы развития мировой экономики в целом и ситуации в странах с развивающимися рынками, в том числе под влиянием изменения в дальнейшем международных ограничений во внешней торговле, а также геополитические факторы. Кроме того, с учетом развития ситуации на мировом рынке энергоносители (см. раздел 1.1) возросли риски превышения предложения над спросом на рынке нефти в 2019 году.

Банк России продолжает в дополнение к основным сценариям прогноза рассматривать также рисковый сценарий.

Предпосылки рискового сценария остались неизменными по сравнению со сценарием, опубликованным в октябре. Они предполагают существенное неблагоприятное изменение внешних условий, причинами которого может быть одновременное ухудшение ситуации по нескольким внешним факторам, отмеченным выше, приводящее к существенному росту премии за риск на российские активы и увеличению оттока капитала из России. В рисковом сценарии закладывается также устойчивое снижение мировых цен на нефть до 35 долл. США за баррель в результате более слабого мирового спроса на энергоносители, чем в базовом сценарии, на фоне замедления глобальной экономики. Действие бюджетного правила будет сглаживать влияние ухудшения условий торговли на государственные финансы, экономику и валютный курс.

Рисковый сценарий прогноза в целом остался неизменным по сравнению с рисковым сценарием, опубликованным в октябре. Ухудшение внешних условий приведет к ускоренному оттоку капитала в 2019 г. и окажет понижающее давление на текущий счет. Это может привести к краткосрочному сокращению внутреннего спроса, ослаблению рубля, росту курсовых и инфляционных ожиданий. Инфляционные риски обусловят необходимость ужесточения денежно-кредитной политики для ограничения роста инфляционных ожиданий и стабилизации финансового рынка. В 2019 г. при условии реализации рискового сценария вероятно более существенное ускорение роста цен, чем в базовом сценарии, а также выход темпов прироста ВВП в отрицательную область. В дальнейшем по мере адаптации к изменившимся внешним условиям темпы прироста совокупного выпуска в экономике вернутся в положительную область и в 2020–2021 гг. будут близки к уровням базового сценария. Инфляция к концу 2020 г. приблизится к целевому уровню Банка России и сохранится вблизи 4% в дальнейшем.

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

Оценка Банком России внутренних инфляционных рисков, связанных с динамикой заработной платы, возможными изменениями в потребительском поведении, бюджетными расходами, существенно не изменилась. Эти риски остаются умеренными.

В то же время сохраняется высокая неопределенность относительно дальнейшей динамики инфляционных ожиданий, в том числе масштаба и продолжительности их реакции на повышение НДС в начале 2019 г., а также на произошедшее в 2018 г. ослабление рубля. Сохраняющаяся инерционность инфляционных ожиданий и их чувствительность к разовым проинфляционным событиям могут повышать вторичные эффекты этих событий и усили-

вать действие других проинфляционных рисков в случае их реализации.

Принятое 14 декабря 2018 г. решение о повышении ключевой ставки до 7,75% годовых направлено на ограничение инфляционных рисков и позволит предотвратить устойчивое закрепление инфляции на уровне, существенно

превышающем цель Банка России. Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего повышения ключевой ставки, принимая во внимание динамику инфляции и экономики относительно прогноза, а также учитывая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Экономическое положение регионов России

#### Инфляция и ценовые ожидания

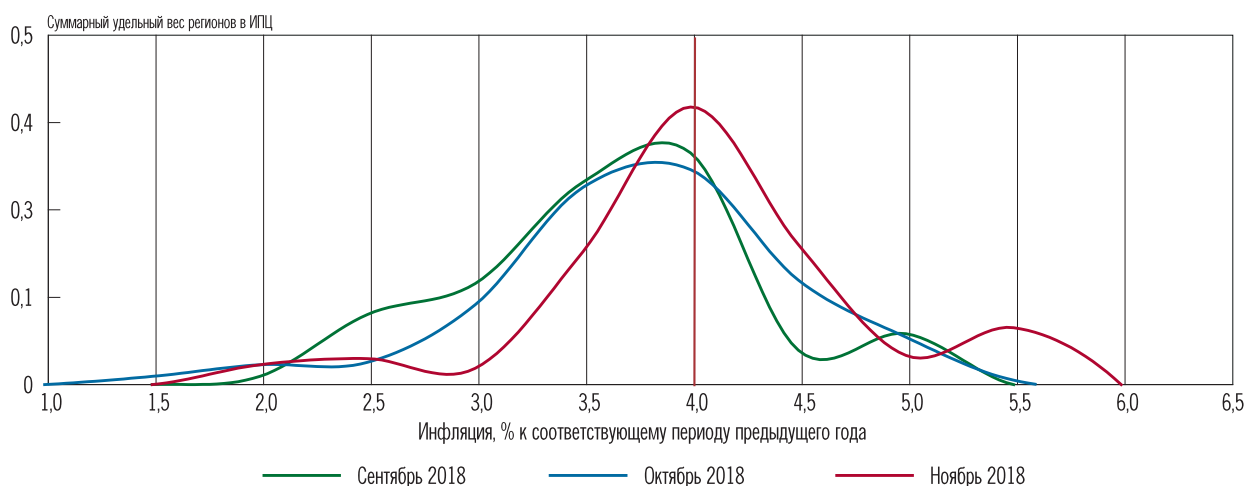
Региональная неоднородность инфляции в сентябре-ноябре 2018 г. оставалась высокой (рис. 1). Устойчивыми факторами, определяющими неравномерность темпов роста цен в стране, оставались неодинаковый эффект переноса изменений курса рубля (из-за различий в структуре потребительской корзины и географии стран – поставщиков импортной продукции), структурные особенности в динамике производительности разных секторов экономики, а также неоднородность предложения сельскохозяйственной продукции (с учетом географического положения и специализации регионов). Кроме того, краткосрочные отклонения инфляции в регионах от общероссийских трендов возникают под влиянием немонетарных факторов, таких как несовершенная конкуренция и наличие барьеров входа на рынок сбыта, неоптимальное тарифное регулирование, недостаточное развитие логистической инфраструктуры и ресурсные ограничения на отдельных сегментах.

Значения годовой инфляции в регионах в ноябре находились в широком интервале – от 1,6 до 5,4% – при среднероссийском значении 3,8%. Наибольшие темпы роста цен были характерны для большинства регионов Центра и Дальнего Востока с более высокими доходами населения; Республики Крым, где происходит выравнивание цен относительно уровней других регионов России; некоторых регионов юга Сибири (рис. 2). В группу субъектов с наиболее низкими годовыми значениями роста цен входят регионы Урала и Западной Сибири с пониженной долей импорта в потреблении, республики Северного Кавказа и некоторые южные регионы с развитым агропромышленным комплексом.

Наиболее значительные региональные различия в ноябре сохранялись в динамике продовольственной инфляции. При этом по сравнению с октябрем региональная неоднородность инфляции продовольственных товаров несколько уменьшилась за счет исчерпания действия временных факторов на Северном Кавказе (в октябре годовая динамика цен в регионах округа замедлилась из-за смещения на более поздний срок сбора урожая овощей открытого грунта). В то же время рас-

Рисунок 1

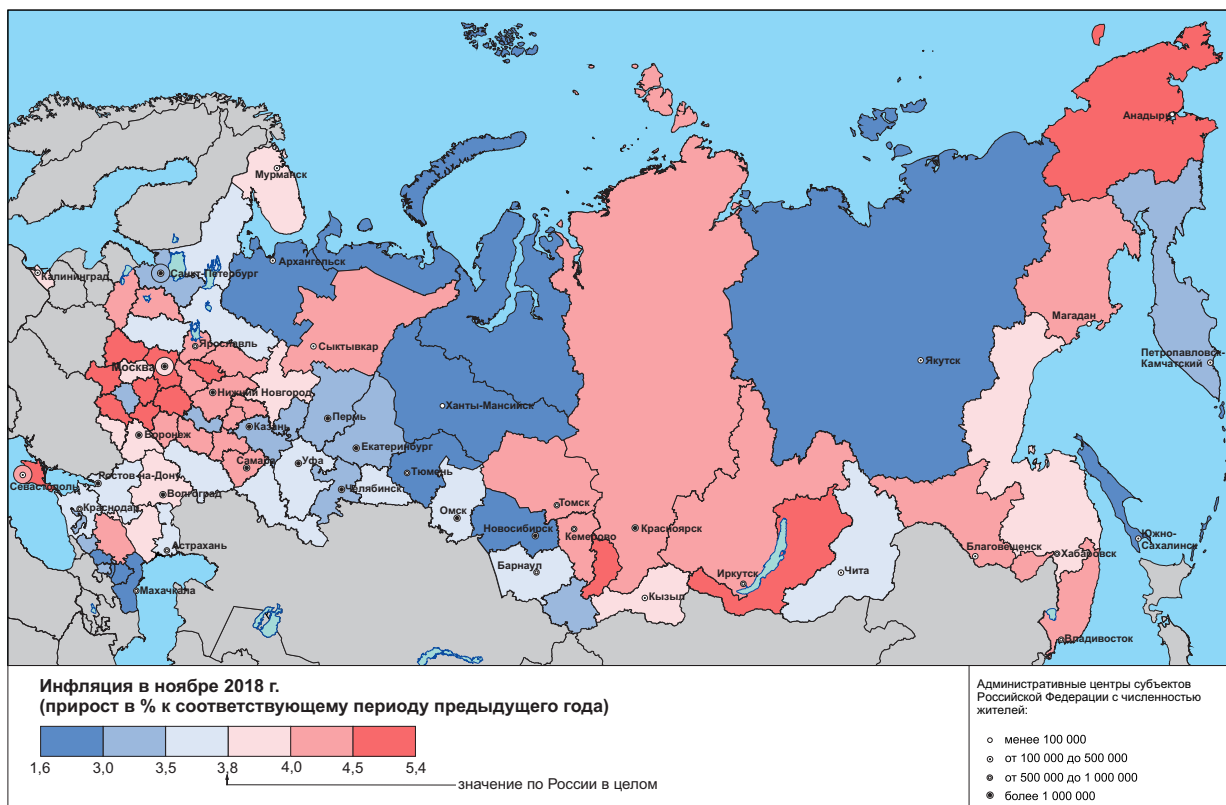
Распределение регионов по вкладу в годовую инфляцию



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 2

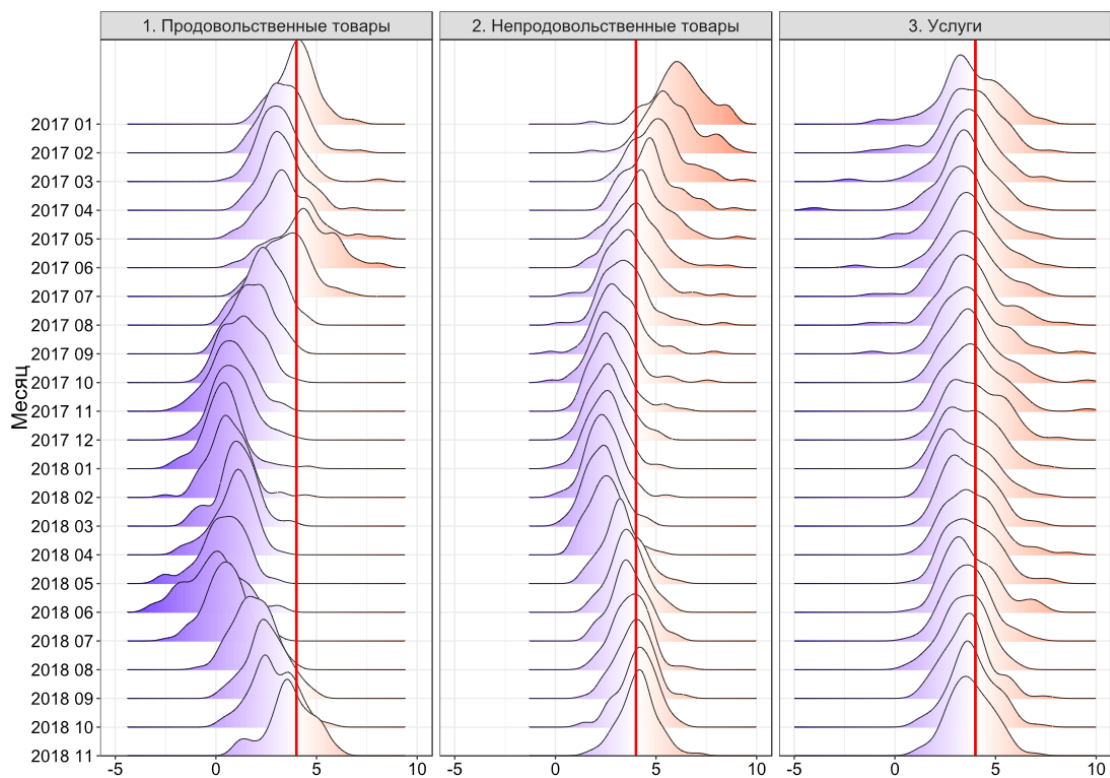
Инфляция в регионах в ноябре 2018 года



Источники: Росстат, Банк России.

Рисунок 3

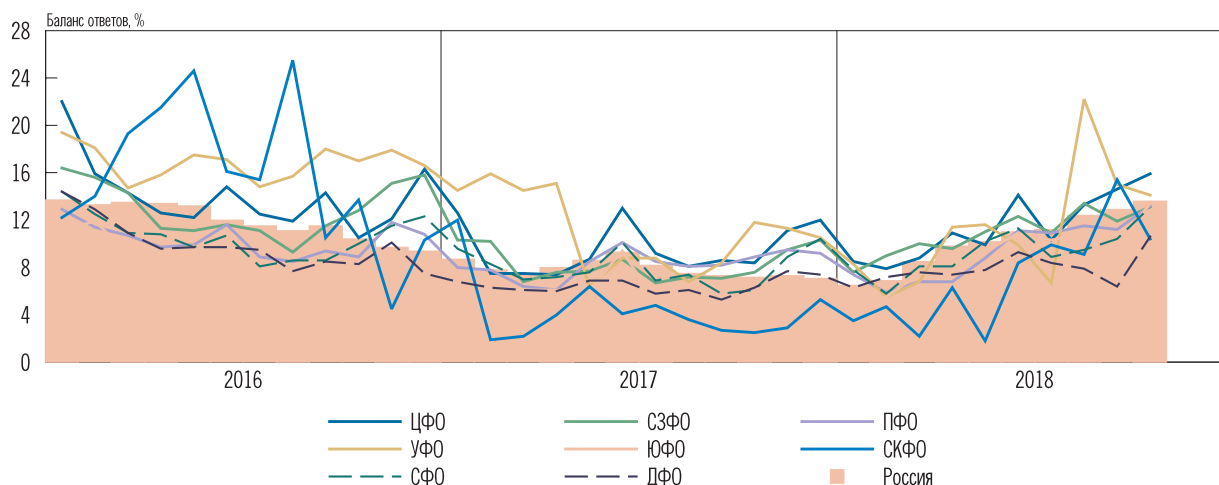
Распределение регионов по вкладу в годовую инфляцию товаров (продовольственных и непродовольственных) и услуг в 2017–2018 годах



Примечание: по горизонтальной оси приведен уровень инфляции (в годовом выражении, %), по вертикальной — сумма весов регионов.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.



Рисунок 4  
Ценовые ожидания предприятий



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

пределение субъектов по уровням инфляции услуг и непродовольственных товаров к октябрю-ноябрю приобрело относительно однородный вид (рис. 3).

Влияние на цены временных региональных колебаний предложения продовольствия будет последовательно снижаться. Ожидается также некоторое выравнивание региональной ценовой динамики на рынке услуг, в том числе медицинских и образовательных услуг, услуг пассажирского транспорта.

В то же время в ближайшие месяцы будет проявляться действие ряда факторов повышения региональной неоднородности. Это различный перенос в цены произошедшего ослабления рубля и роста цен на моторное топливо (влияние этого фактора будет уменьшаться после произошедшей стабилизации темпов роста цен на бензин), а также ожидаемого повышения ставки НДС. В наибольшей степени эти эффекты будут отражаться на динамике цен непродовольственных товаров. Влияние указанных факторов на инфляционную динамику будет более выражено для относительно высокодоходных регионов с более низкой долей товаров, облагаемых по льготной ставке НДС (социально значимых товаров и услуг), и большей долей импорта в структуре потребления (крупнейшие регионы европейской части страны), а также для отдаленных регионов с более высоким уровнем транспортных издержек (северные и дальневосточные регионы).

Отмеченные общестрановые инфляционные факторы уже нашли отражение в изменении краткосрочных ценовых ожиданий предприятий в большинстве регионов, которые в сентябре-октябре 2018 г. продолжали расти (рис. 4). В отраслевом разрезе увеличение ожиданий в октябре наблюдалось по всем видам экономической деятельности, в региональном – во всех федеральных округах, кроме Уральского и Северо-Западного, где происходило некоторое снижение показателя относительно высоких значений августа.

По мере приближения общероссийской инфляции к 4% до конца года и превышения ею этого уровня в первой половине 2019 г. (текущие месячные темпы роста цен вернутся к 4% уже в середине 2019 г.) будет увеличиваться количество регионов с инфляцией выше 5%. В то же время в ряде субъектов уровень инфляции, несмотря на ее повышение, может остаться ниже 4%, прежде всего – в регионах Северного Кавказа и Урала (в первую очередь в силу действия отмеченных выше устойчивых структурных факторов).

## Потребительский спрос

Динамика спроса оставалась умеренной и не оказывала значимого проинфляционного влияния во всех федеральных округах. Замедление роста спроса в годовом выражении, отмеченное по России в целом, в сентябре-октябре в значительной мере определялось локальным спа-

дом в регионах Северного Кавказа, тогда как в большинстве крупных макрорегионов, напротив, происходила стабилизация или восстановление динамики розничной торговли и платных услуг. В региональном разрезе наиболее сдержанная динамика спроса на товары и услуги наблюдалась в Северо-Кавказском и Южном федеральных округах. Это определялось негативной динамикой доходов населения в годовом сопоставлении на фоне снижения общей экономической конъюнктуры в аграрных регионах в III квартале с учетом результатов сбора урожая текущего года (см. пункт «Экономическая активность»).

## Кредитование

Условия банковского кредитования в большинстве регионов менялись сонаправленно (рис. 9,10). По кредитованию физических лиц, по данным обследования условий банковского кредитования Банка России, в III квартале продолжилось смягчение как ценовых, так и неценовых условий (в наибольшей степени – для ипотечных ссуд). Вместе с тем к концу квартала наметилась стабилизация или разворот в динамике процентных ставок по потребительским кредитам в большинстве округов. В сегменте кредитования крупных корпоративных заемщиков во всех округах в III квартале также произошло некоторое ужесточение ценовых условий кредитования банков (после продолжительного смягчения). В то же время неценовые условия кредитования компаний в регионах смягчались. В целом условия корпоративного кредитования характеризовались банками преимущественно как нейтральные во всех регионах. При этом баланс оценок был несколько смещен в сторону жестких в центральной части и на юге России.

Темпы прироста кредитования физических лиц в III квартале 2018 г. во всех федеральных округах оставались относительно высокими. В дальнейшем их стабилизации будет способствовать исчерпание восстановительного роста и насыщение рынка с точки зрения долговой нагрузки заемщиков. В четырех федеральных округах со средним уровнем доходов (Северо-Западном, Поволжском, Уральском и Сибирском) уровень кредитной нагрузки населения, рассчитанный как отношение размера ежемесячных платежей по всем кредитам заемщика к уровню его дохода, уже находится вблизи верхней границы нейтрального уровня (30–35%<sup>1</sup>). На Дальнем Востоке и Северном Кавказе догоняющий рост кредита может быть связан с эффектом низкой базы и более низким уровнем долговой нагрузки. Однако, с другой стороны, сдерживать рост кредитования населения в этих регионах будет сохранение более высоких кредитных рисков. Доля резервов на возможные потери по ссудам<sup>2</sup> от общего объема требований по ссудам физическим лицам в сентябре в Северо-Кавказском федеральном округе составляла 25%, в Дальневосточном – 28% при среднероссийском значении 9%.

Динамика кредитования корпоративных заемщиков на протяжении текущего года остается неоднородной в региональном разрезе. Устойчивые темпы роста корпоративного кредитного портфеля в последние два года демонстрируют большинство центральных, южных и уральских регионов. В III квартале расширению кредитования в них способствовала главным образом реализация крупных инвестиционных проектов и программ государственной поддержки. На Дальнем Востоке и Северо-Западе положительная динамика установилась с конца 2017 – начала 2018 года. При этом в Сибири снижение кредитования юридических лиц продолжается с весны 2017 года. На Северном Кавказе и в Приволжском округе динамика корпоративного кредитования неустойчива и в последние месяцы находится преимущественно в отрицательной зоне, что обусловлено временными факторами (погашением задолженности рядом крупных заемщиков).

<sup>1</sup> Согласно банковской практике, нормальным показателем кредитной нагрузки населения, рассчитанной как отношение размера ежемесячных платежей по всем кредитам заемщика к уровню его дохода, считается показатель в пределах 30–35% (данные Объединенного кредитного бюро, Национального бюро кредитных историй).

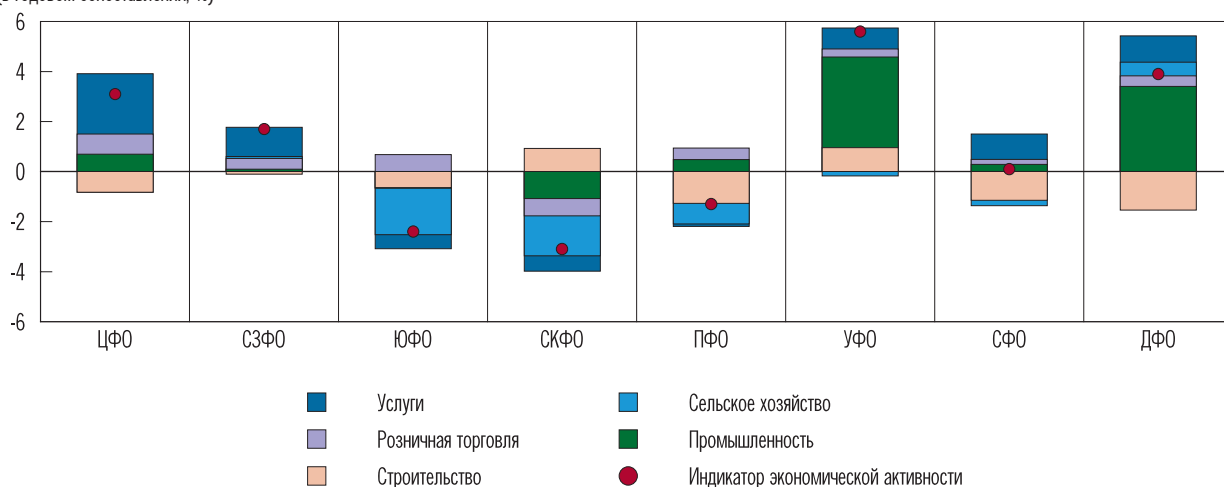
<sup>2</sup> Величина резервов на возможные потери по ссудам (РВПС) зависит от качества ссудного портфеля банка. Чем ниже качество, тем выше доля РВПС в общем объеме требований по ссудам.

## Экономическая активность

По индикаторам экономической активности<sup>3</sup>, как и по инфляции, региональная неоднородность несколько возросла (рис. 5, 6). Региональные различия определяются существующей экономической специализацией регионов, разной отраслевой динамикой, а также локальными и временными факторами. В большинстве федеральных округов отрицательный вклад в годовую динамику экономической активности в сентябре вносило сельское хозяйство и строительство. Отрицательные темпы роста в сельском хозяйстве связаны с более низким урожаем в текущем году относительно рекордного урожая прошлого года. Снижение объема работ в строительстве продолжается в большинстве регионов с 2014 г. и обусловлено объективными факторами – сохранением осто-

Рисунок 5

Индикатор экономической активности\* в сентябре 2018 года  
(в годовом сопоставлении, %)

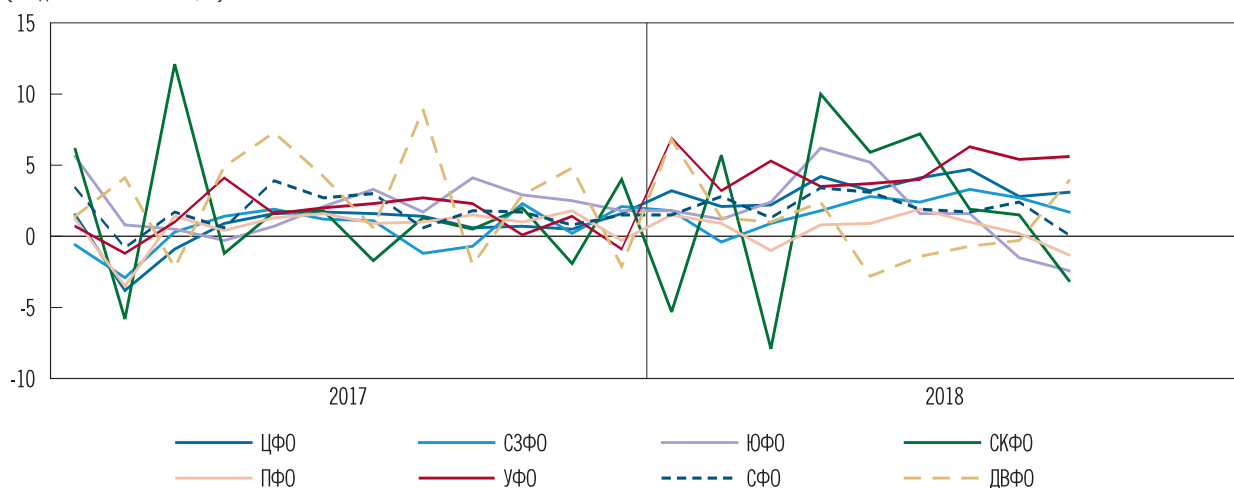


\* Индикаторы экономической активности рассчитываются как средневзвешенный темп основных видов экономической деятельности: добывающей промышленности, обрабатывающей промышленности, производства и распределения ЭГВ, сельского хозяйства, строительства, предоставления платных услуг населению, торговли.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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 6

Индикатор экономической активности в январе 2017 – сентябре 2018 года  
(в годовом сопоставлении, %)



Источники: Банк России

<sup>3</sup> Экономическая активность оценивается через рассчитываемые Банком России индикаторы экономической активности по федеральным округам. Индикаторы экономической активности рассчитываются как средневзвешенный темп основных видов экономической деятельности: добывающей промышленности, обрабатывающей промышленности, производства и распределения ЭГВ, сельского хозяйства, строительства, предоставления платных услуг населению, торговли. В качестве весов для расчета средней используются скорректированные веса соответствующих видов экономической деятельности в структуре валового регионального продукта (ВРП).

рожного отношения к инвестированию в недвижимость со стороны населения и бизнеса, а также инертностью строительной деятельности. Однако на общестрановом уровне с сентября 2018 г. намечилось восстановление отрасли, связанное в основном с положительной динамикой строительства в Тюменской области (с автономными округами) и некоторых северокавказских республиках, а также с ростом индивидуального строительства жилья, начавшимся в большинстве регионов.

В Центральном, Северо-Западном, Уральском, Сибирском и Дальневосточном федеральных округах в сентябре наблюдался рост экономической активности, главными драйверами которого являлись промышленность, розничная торговля и услуги, в УФО значимый положительный вклад внесло также строительство. Наиболее значительный рост промышленного производства произошел на Дальнем Востоке и в УФО (на 9 и 7% в годовом выражении соответственно) главным образом за счет роста нефте- и газодобычи в Сахалинской области, Якутии и ЯНАО и нефтехимии в Тюменской области. В целом динамика промышленности в регионах в сентябре-октябре оставалась неоднородной. При этом в октябре распределение заметно сместилось в положительную зону за счет ускорения роста в ряде крупных регионов (Ростовская, Свердловская области, Краснояр-

Рисунок 7

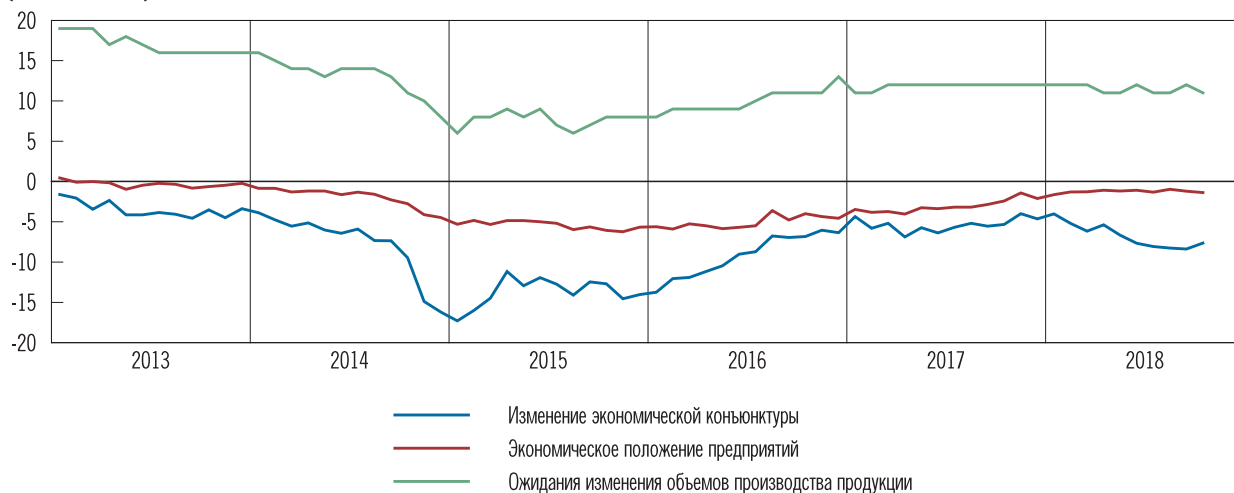
Распределение регионов по вкладу в динамику промышленного производства (в годовом сопоставлении)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 8

Оценка предприятиями изменения экономической конъюнктуры, экономического положения и ожидания изменения объемов продукции по данным мониторинга предприятий Банка России (баланс ответов, %)



Источник: Банк России.

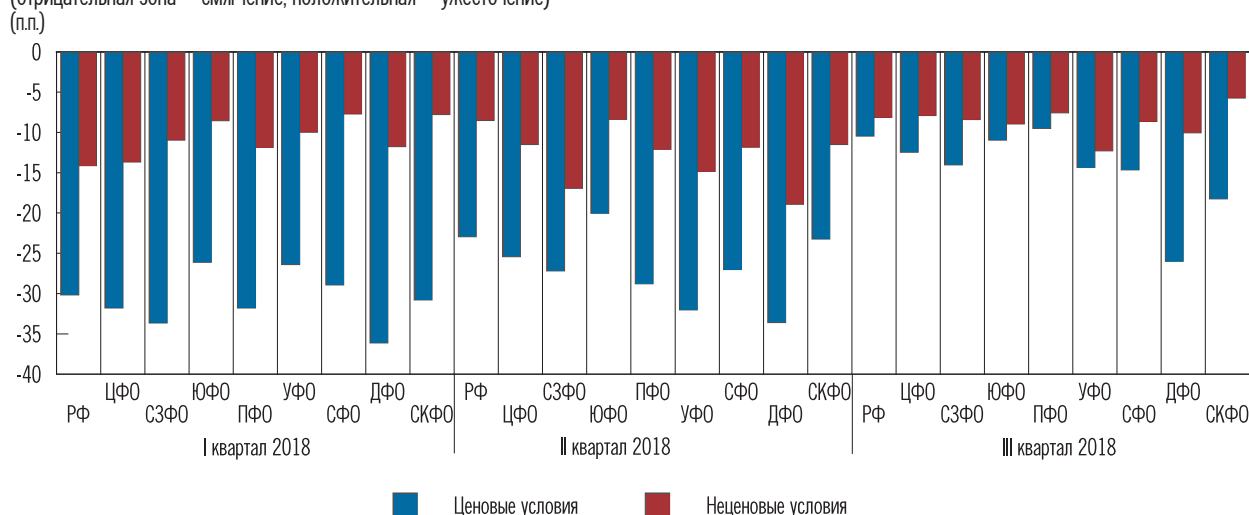
ский край, Якутия, Москва и другие), в том числе с учетом действия календарного фактора и эффекта базы (рис. 7).

Снижение экономической активности в сентябре отмечалось в Северо-Кавказском и Приволжском макрорегионах и продолжилось в Южном федеральном округе. Во всех трех округах оно было обусловлено отрицательной динамикой сельского хозяйства и услуг, в ЮФО и СКФО сокращалось также промышленное производство, в ЮФО и ПФО – строительство.

Экономическую динамику в регионах, помимо статистических данных, характеризуют опросы предприятий. По данным проводимого Банком России мониторинга предприятий, экономическая конъюнктура в октябре хотя и несколько улучшилась впервые после продолжавшегося с мая ухудшения, но по-прежнему оставалась в негативной зоне (рис. 8). Негативные настроения предприятий обусловлены слабой динамикой спроса, ростом издержек, ужесточением условий кредитования и повышением рисков ведения хозяйственной деятельности. Вместе с тем ожидания изменения объемов производства оставались на среднем уровне последних двух лет.

Рисунок 9

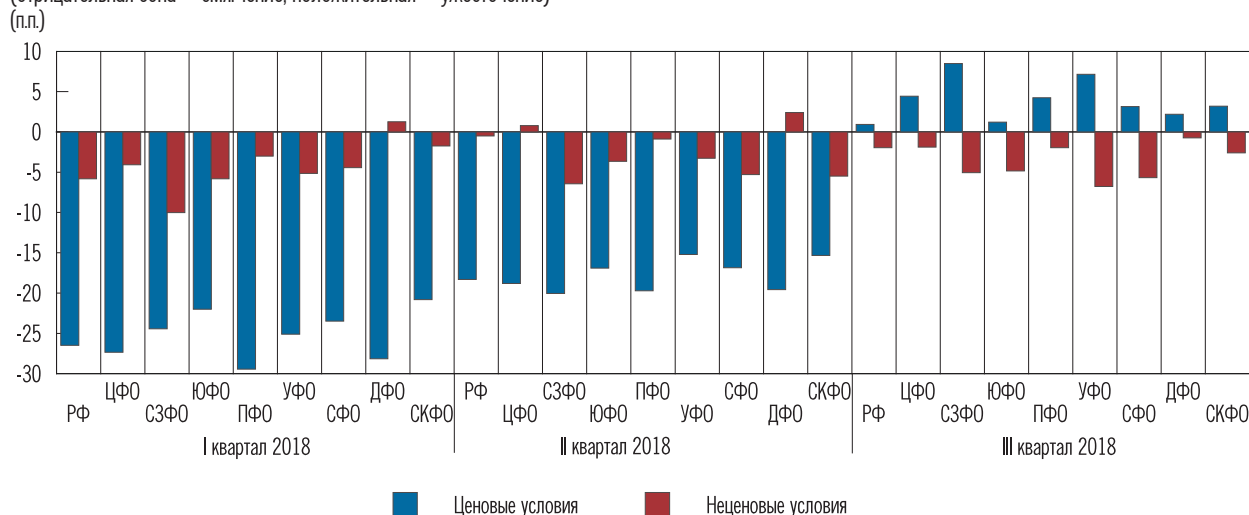
Изменение условий банковского кредитования физических лиц в федеральных округах в 2018 г. (диффузный индекс\*)  
(отрицательная зона – смягчение, положительная – ужесточение)



\* Диффузный индекс отражает баланс ответов кредитных организаций, оценивающих изменение условий как ужесточение или смягчение.  
Источник: Банк России.

Рисунок 10

Изменение условий банковского кредитования юридических лиц в федеральных округах в 2018 г. (диффузный индекс)  
(отрицательная зона – смягчение, положительная – ужесточение)



Источник: Банк России.

## Об оценке влияния налогового маневра в нефтяной сфере на потребительскую инфляцию

Налоговый маневр в нефтегазовой отрасли предполагает постепенный отказ от экспортной пошлины на нефть и нефтепродукты в пользу роста налога на добычу полезных ископаемых. Это может оказать влияние на инфляцию в 2019–2024 гг., масштаб которого во многом будет зависеть от динамики мировых цен на нефть. Это воздействие реализуется как напрямую через непосредственный вклад в инфляцию изменения стоимости бензина и дизельного топлива, так и косвенно – за счет влияния изменения внутренних цен на нефть и нефтепродукты на издержки производства товаров и услуг.

### 1. Параметры налогового маневра и механизмы его влияния на инфляцию

Налоговый маневр предполагает следующие преобразования в сфере налогообложения нефтегазовой отрасли. К 2024 г. планируется постепенное снижение экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты до нуля<sup>1</sup>. В то же время налог на добычу полезных ископаемых (далее – НДПИ) будет постепенно повышаться, что позволит компенсировать потери бюджета от налоговых поступлений по экспортному каналу. Кроме того, с 1 января 2019 г. до 2024 г. планируется поэтапное введение акциза на нефтяное сырье, направляемое на переработку, и налогового вычета по указанному акцизу<sup>2</sup>.

Рост НДПИ и снижение экспортных пошлин на нефть могут привести к росту ее внутренней цены. Первая мера – за счет увеличения себестоимости добычи. Вторая – за счет сокращения разрыва между экспортной и внутренней ценой нефти. Вследствие увеличения внутренней цены нефти возрастет себестоимость производства нефтепродуктов, что будет оказывать повышательное давление на их цены. Кроме того, налоговый маневр предполагает снижение экспортных пошлин на нефтепродукты, что, как и на рынке нефти, будет способствовать росту их цен.

С целью уменьшения влияния снижения экспортной пошлины и роста НДПИ на внутренние цены нефтепродуктов правительство планирует ввести возвратный акциз, который предполагает компенсацию производителю части стоимости нефти, направляемой на переработку. Это должно отчасти покрыть затраты на поставку нефтепродуктов на внутренний рынок и способствовать меньшему давлению на их цены.

### 2. Каналы влияния на потребительскую инфляцию

При формировании базовых оценок Банка России основным каналом воздействия налогового маневра на инфляцию выступило снижение экспортной пошлины на нефть (рис. 1). Расчеты исходят из предположения о том, что динамика внутренних цен на нефть в значительной мере определяется мировой конъюнктурой (ценой нетбэк) и полностью переносится в производственные затраты и цены нефтепродуктов. В расчетах также учтено компенсирующее влияние возвратных акцизов на издержки производства моторного топлива, но не заложено влияние факторов налогообложения, напрямую не относящихся к налоговому маневру (например, изменение ставок акцизов на бензин и дизельное топливо). Влияние налогового маневра на инфляцию по другим каналам, обозначенным на схеме ниже, оценивается как менее существенное.

<sup>1</sup> Федеральный закон от 3.08.2018 № 305-ФЗ «О внесении изменений в статью 3.1 Закона Российской Федерации «О таможенном тарифе».

<sup>2</sup> Федеральный закон от 3.08.2018 № 301-ФЗ «О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации».



Рисунок 1

Каналы влияния налогового маневра в нефтяной сфере на потребительскую инфляцию\*



\* Сияним цветом на схеме отмечен основной канал, определяющий величину вклада налогового маневра в инфляцию.

Примечание: знак «↑» означает рост, знак «↓» — снижение.

Источник: Банк России.

### 3. Оценка вклада в инфляцию

Для оценки совокупного влияния налогового маневра на инфляцию было оценено два эффекта. Прямой эффект – это непосредственный вклад в индекс потребительских цен удорожания бензина и дизельного топлива. Косвенный эффект – влияние удорожания нефти и нефтепродуктов на издержки производства других потребительских товаров и услуг, включенных в ИПЦ. По оценкам Банка России, величина косвенного эффекта оценивается несколько меньше, чем прямого.

Таблица 1

Оценки вклада налогового маневра в инфляцию при различных ценах на нефть марки Urals в 2019 году

Мировая цена на нефть марки Urals в среднем за год, долл. США за баррель	Изменение среднегодовой мировой цены на нефть в 2019 г. по сравнению с 2018 г., %	Изменение стоимости автомобильного бензина за 2019 г., %	Общий вклад в ИПЦ, п.п.	В том числе:	
				прямой вклад в ИПЦ (за счет роста цен на бензин и дизельное топливо)	косвенный вклад в ИПЦ (за счет роста цен на нефть)
90	28,6	10,9	0,8	0,5	0,3
85	21,4	9,1	0,6	0,4	0,3
80	14,3	7,3	0,5	0,3	0,2
75	7,1	4,0	0,3	0,2	0,2
70	0,0	3,1	0,2	0,1	0,1
65	-7,1	1,9	0,1	0,1	0,1
60	-14,3	0,1	0,0	0,0	0,0
55	-21,4	-0,7	-0,1	0,0	0,0
50	-28,6	-3,5	-0,3	-0,1	-0,1
45	-35,7	-5,4	-0,4	-0,2	-0,2
40	-42,9	-7,3	-0,5	-0,3	-0,2
35	-50,0	-9,2	-0,7	-0,4	-0,3

\* В таблице приведены оценки вклада налогового маневра в годовую инфляцию 2019 года. Оценки в значительной степени зависят от масштаба изменения мировых цен на нефть. В случае, если динамика курса будет обусловлена факторами, не связанными с нефтью, величина эффектов налогового маневра может меняться.

Источник: Банк России.

Воздействие налогового маневра на инфляцию зависит от динамики мировых цен на нефть. С ростом цен на нефть вклад налогового маневра в инфляцию увеличивается, при снижении – уменьшается. В случае значительного падения цен на нефть он становится отрицательным. Оценки совокупного вклада налогового маневра в годовую инфляцию 2019 г. варьируются от -0,7 п.п. при среднегодовой мировой цене на нефть марки Urals 35 долл. США за баррель до +0,8 п.п. при 90 долл. США за баррель (см. табл. 1). В базовом сценарии Банка России вклад налогового маневра в инфляцию составит -0,1 п.п. в 2019 г.; 0,0 п.п. в 2020 г. и 0,2 п.п. в 2021 году. В сценарии с высокими ценами на нефть вклад в инфляцию становится заметно выше в 2019 г. и находится на сопоставимом уровне с базовыми оценками в дальнейшем: 0,3 п.п.; 0,1 п.п. и 0,2 п.п. в 2019, 2020 и 2021 гг. соответственно.

Ряд факторов может привести к тому, что фактическое влияние налогового маневра на цены может быть как несколько выше, так и несколько ниже приведенных оценок. Так, переоценка предпрятиями масштабов роста их производственных или транспортных издержек в связи с налоговым маневром может привести к более существенному, чем оценивает Банк России, росту цен. В то же время сдерживать рост цен на потребительском рынке моторного топлива могут особенности ценообразования, связанные с доминированием вертикально интегрированных нефтяных компаний<sup>3</sup> и особым вниманием правительства к динамике цен на этом социально значимом сегменте.

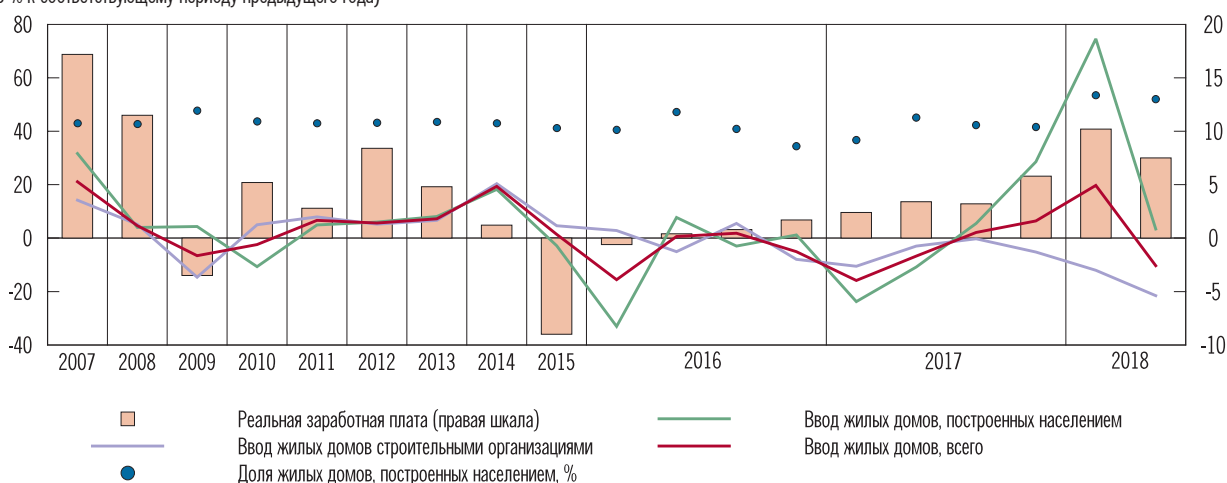
<sup>3</sup> Согласно Докладу о состоянии конкуренции в Российской Федерации за 2017 г., подготовленному ФАС (<https://fas.gov.ru/documents/654014>), такие компании занимают основную долю на всех сегментах рынка нефти и нефтепродуктов: добыча и переработка нефти, хранение, оптовая, мелкооптовая и розничная реализация нефтепродуктов.

## Ситуация в строительной отрасли

Формирование экономической конъюнктуры строительной отрасли обладает определенной спецификой – она характеризуется высокой инерционностью, процессы спада и восстановления в ней могут быть существенно растянуты во времени. Такое запаздывание становится особенно заметно в период экономических колебаний. После спада оживление нового строительства, как правило, начинается только после восстановления экономики и устойчивого роста доходов. При этом до завершения строительства и соответствующего повышения показателей ввода зданий и сооружений может проходить еще несколько лет. Продолжительный спад в строительстве, наблюдающийся в последние годы, связан с объективным фактором – сохранением осторожного отношения к инвестициям в основные средства предприятиями и в недвижимость населением с учетом динамики доходов и ожиданий. При этом текущие значения показателей ввода зданий и сооружений в большой степени еще являются отражением кризисного спада инвестиций 2015–2016 годов. Вместе с тем отдельные индикаторы строительной отрасли в 2018 г. на фоне восстановления доходов населения и общего оживления экономической активности демонстрируют некоторое улучшение ситуации (рис. 1). В следующем году на отрасль будет действовать совокупность факторов, в том числе динамика строительства во многом будет зависеть от реализации запланированных государственных проектов в строительстве жилья и инфраструктуры.

Несмотря на то что темпы роста строительства в целом остаются в отрицательной области, можно отметить, что со второй половины 2017 г. начался рост в индивидуальном строительстве жилья и строительстве нежилых зданий (рис. 1). Частное строительство быстрее, чем многоквартирное, реагирует на начавшееся восстановление доходов населения (рис. 2). Дополнительным фактором, повлиявшим на частное строительство в конце 2017 – начале 2018 года стала планировавшаяся отмена с 1 марта 2018 года «дачной амнистии»<sup>1</sup>. Положительная динамика строительства нежилых сооружений отражает происходящее восстановление инвестиционной активности. Строительство зданий составляет около 40% всего объема строительных работ, однако оно также в значительной степени определяет ситуацию в других секторах строительной отрасли: строительстве инженерных сооружений (дорог и коммуникаций) – 40% всех работ в строительстве, отделочных и монтажных работах (вместе с работами по разборке и сносу – 20% от всего строительства).

Рисунок 2  
Динамика реальной заработной платы и ввода жилья  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

<sup>1</sup> Под «дачной амнистией» понимается упрощенный порядок оформления прав собственности на земельные участки и строения для индивидуального жилищного строительства, ведения личного подсобного хозяйства, дачного хозяйства, огородничества и садоводства, гаражного строительства.

Рисунок 1

Динамика строительства и ипотечного кредитования  
(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, Банк России.

Рост индивидуального жилищного строительства, происходивший во второй половине 2017 – начале 2018 г. на фоне продолжавшегося спада в строительстве многоквартирных домов, определил региональные различия в динамике строительства жилья в целом. Рост площади вводимых жилых домов происходил преимущественно в южных регионах с преобладанием индивидуального домостроения, а также в центральных и северо-западных регионах, где расположены крупнейшие агломерации Москвы и Санкт-Петербурга<sup>2</sup>.

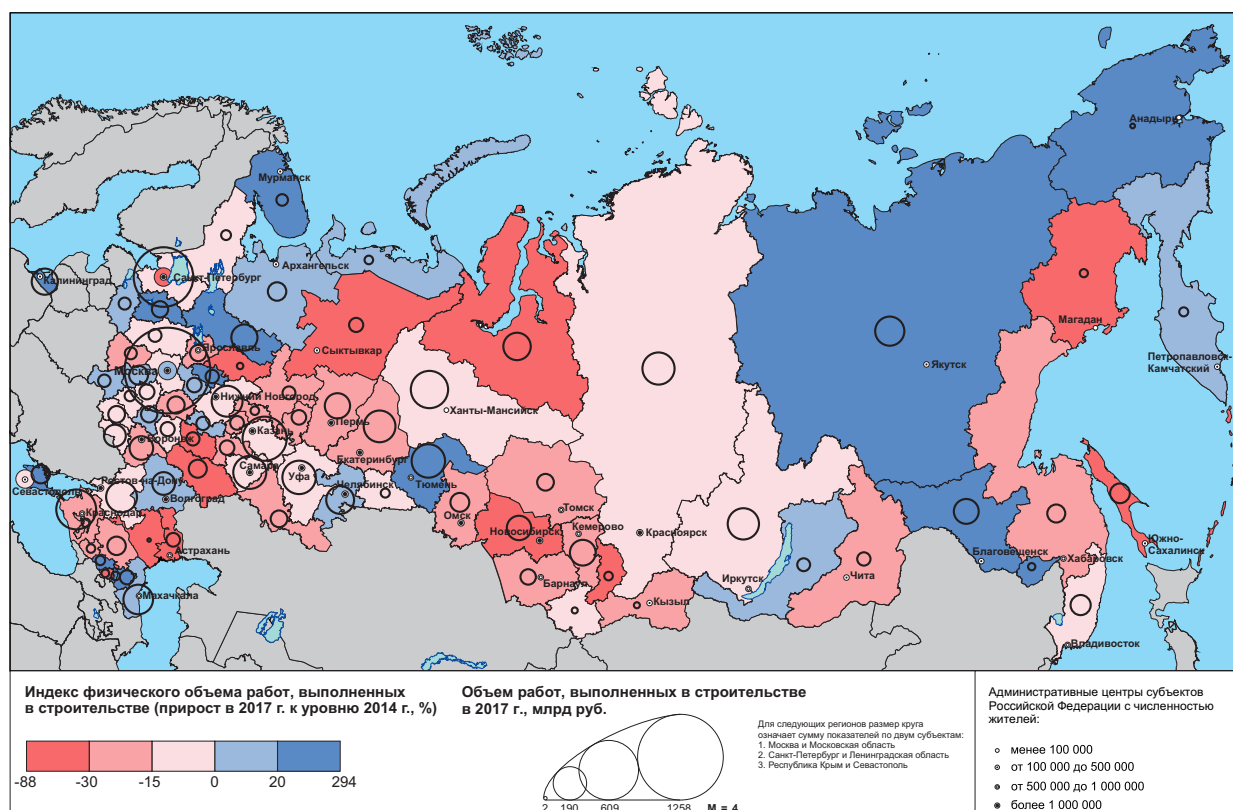
С III квартала 2017 г. возобновился также и активный рост ипотечного кредитования, обусловленный, помимо восстановления доходов, снижением процентных ставок. Рост ипотечного кредитования в последние полтора года сопровождается выравниванием региональной неоднородности по уровню долговой нагрузки. Более высокие темпы роста задолженности наблюдаются в регионах с относительно низкой базой развития этого сегмента: республиках Северного Кавказа, Крыму и Севастополе, отдельных регионах юга Сибири, Дальнего Востока. В урбанизированных поволжских, центральных, северо-западных и сибирских регионах с более высоким уровнем долговой нагрузки темпы роста ниже. В дальнейшем можно ожидать сохранения региональной неоднородности динамики ипотечного кредитования, формируемой с учетом изменения уровня долговой нагрузки и условий кредитования.

В ближайшие 1–2 года ситуация в жилищном строительстве будет зависеть от действия нескольких разнонаправленных факторов, в том числе от реализации государственных проектов. Значимым фактором будет адаптация строительных компаний к изменениям в законе о регулировании строительства с долевым участием, направленным на снижение рисков в этой отрасли. В результате принятых поправок изменится структура финансирования многоквартирного строительства: деньги дольщиков заменят банковские кредиты<sup>3</sup>, что приведет к некоторому росту издержек строительных компаний. Однако для большинства крупных и средних застройщиков эти изменения не станут критичными, хотя, по оценкам экспертов и представителей отрасли, отдельным небольшим строительным компаниям может быть сложно к ним адаптироваться. При этом риски монополизации отрасли из-за ухода с рынка части застройщиков невелики: в большинстве субъектов

<sup>2</sup> Хотя в большинстве регионов в России в целом в II–III кварталах 2018 г. наблюдался спад жилищного строительства, оценить реальную динамику отрасли можно будет только по итогам года, так как значительная часть ввода жилья приходится на IV квартал.

<sup>3</sup> В соответствии с принятыми изменениями в Федеральный закон от 30.12.2004 № 214-ФЗ с 1 июля 2019 г. реализация квартир в строящихся жилых домах будет возможна только через счета эскроу. В этом случае деньги покупателей перечисляются на открытый застройщиком счет в одном из уполномоченных банков, а застройщик до окончания строительства не имеет доступа к этому счету. Финансирование строительства осуществляется за счет банковского кредита.

Рисунок 3  
Динамика и объем работ в строительной отрасли в 2014–2017 годах



Источник: Росстат.

отрасль жилищного строительства достаточно конкурентна (исключение составляют некоторые небольшие регионы, где значительная часть ввода жилья приходится на 1–2 строительные компании). Адаптация к новым нормам может потребовать времени.

Поддержку строительству окажет начавшееся восстановление доходов населения, эффект от которого для многоквартирного строительства проявится через 1–2 года (рост спроса на жилье уже отражается в ценах первичного рынка жилой недвижимости, которые возобновили рост с II квартала 2017 г.). Способствовать росту жилищного строительства в среднесрочной перспективе также призван национальный проект «Жилье и городская среда», наиболее значимый эффект от реализации которого ожидается в 2020–2024 гг. (к 2024 г. ввод жилья должен достичь 120 млн м<sup>2</sup> по сравнению с 80 млн м<sup>2</sup> в 2017 г.) за счет повышения доступности ипотеки, облегчения административных процедур для застройщиков, государственной поддержки при строительстве объектов инфраструктуры, расселении аварийного жилья и ряда других мер.

Динамика всей строительной отрасли в 2019–2024 гг. будет также во многом зависеть от исполнения Комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры, расходы по которому за шесть лет превысят 6 трлн руб., в том числе 3 трлн руб. составят частные инвестиции (для сравнения: общий объем работ, выполненных в строительстве в 2017 г., был равен 7,5 трлн руб.). Наибольший вклад от реализации этого плана в динамику строительной отрасли ожидается после 2019–2020 гг., когда предусмотрены наиболее значительные расходы на его финансирование. В территориальном разрезе значимость плана для экономики, в том числе инвестиций и строительства, выше в отдельных центральных и поволжских регионах (строительство и реконструкция автодорог и коммунальной инфраструктуры), севера европейской территории, Сибири и Дальнего Востока (развитие аэропортовой и портовой инфраструктуры).

## Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2019 году

Налоговый кодекс Российской Федерации предполагает ежегодное изменение ставок акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину для расчета индекса потребительских цен. С 1 января 2019 г. вырастут акцизы на бензин, дизельное топливо, сигареты и легковые автомобили. На алкогольную продукцию ставки акцизов не изменятся, но из-за требований ВТО по созданию равных условий для отечественных и импортных производителей со следующего года предполагается отмена льготных акцизов на вино и шампанское с защищенным географическим указанием (табл. 1).

Наиболее значительный рост акцизов ожидается на бензин и дизельное топливо, но оно не в полной мере будет перенесено в цены соответствующих видов топлива. В соответствии с соглашениями с правительством о стабилизации ситуации на топливном рынке крупнейшие нефтяные компании взяли на себя обязательства по поддержанию розничных цен на топливо до конца 2018 г. на уровне мая. С 1 января по 1 февраля 2019 г. темпы прироста розничных цен на нефтепродукты должны быть не выше 1,7%, в феврале-марте – соответствовать прогнозируемому среднему уровню инфляции на 2019 год. В целом за 2019 г. моторное топливо в среднем подорожает не более чем на 4,6%<sup>1</sup>. Рост цен на моторное топливо, не превышающий инфляцию, не создаст нежелательных вторичных эффектов со стороны роста издержек производителей. Вклад в годовую инфляцию составит около 0,2 процентного пункта.

Таблица 1

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

Подакцизный товар	Темп прироста акциза в 2019 г.	Доля акциза в потребительской цене товара в 2018 г.
Автомобильный бензин	48,6	15,1
Дизельное топливо	50,8	11,5
Легковые автомобили	4,0	4,3
Алкогольная продукция, вино	0,0 / 58,6*	4,4
Табачная продукция	9,1	52,2

\* С учетом отмены льготных ставок акцизов на вино и шампанское с защищенным географическим указанием.

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

Таблица 2

Изменение цен подакцизных товаров и влияние на инфляцию  
(%)

Подакцизный товар	Темп прироста акциза в 2019 г., %	Доля акциза в потребительской цене товара в 2018 г., %
Автомобильный бензин	7,3 / 4,6*	0,29 / 0,18*
Дизельное топливо	5,8 / 4,6*	0,01 / 0,01*
Легковые автомобили	0,2	0,01
Алкогольная продукция, вино	0,0 / 0,9**	0,00 / 0,01**
Табачная продукция	4,6	0,06
Совокупный вклад в инфляцию		0,37 / 0,27***

\* Максимальный рост розничных цен на топливо в 2019 г. и его вклад в инфляцию согласно соглашению правительства и нефтекомпаний.

\*\* С учетом отмены льготных ставок акцизов на вино и шампанское с защищенным географическим указанием.

\*\*\* Вклад в инфляцию с учетом государственного регулирования цен на топливо и отмены льготных ставок акцизов на вино и шампанское с защищенным географическим указанием.

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

<sup>1</sup> В случае полного переноса повышения акциза в розничную цену моторного топлива при прочих равных условиях цены на бензин выросли бы на 7,3%, дизельного топлива – на 5,8%.



С 1 января 2019 г. акцизы на легковые автомобили вырастут на 4,0%, что при прочих равных условиях вызовет повышение розничных цен на автомобили в среднем на 0,2%. Увеличение акцизных ставок на легковые автомобили не окажет значительного влияния на инфляцию.

С начала следующего года также ожидается рост акцизов на сигареты на 9,1%, что приведет к их удорожанию на 4,6%. Это внесет в годовую инфляцию менее 0,1 процентного пункта.

Ставки акцизов на алкогольную продукцию в 2019 г. останутся без изменений. В то же время ввиду отмены льготных акцизов на российское вино и шампанское из мест с защищенным географическим указанием ожидается рост средних цен на вино на 0,9%. Учитывая низкий вес вина и шампанского в индексе потребительских цен, вклад отмены льготных ставок акцизов будет незначительным (менее 0,01 п.п.).

Совокупный вклад прироста акцизов в годовую инфляцию может составить около 0,3–0,4 п.п. (табл. 2).

## 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

Вступили в силу новые документы Банка России, регламентирующие проведение кредитных операций	С 1 октября 2018 г. операции по предоставлению обеспеченных кредитов Банка России проводятся в соответствии с условиями проведения операций по предоставлению и погашению кредитов, обеспеченных ценными бумагами или правами требования по договорам. С указанной даты Банк России прекратил предоставление кредитов в соответствии с положениями № 236-П и № 312-П
Сокращен бумажный документооборот при предоставлении обеспеченных кредитов	Банк России с 1 октября 2018 г. при проведении операций предоставления обеспеченных кредитов в соответствии с условиями проведения операций по предоставлению и погашению кредитов Банка России, обеспеченных ценными бумагами или правами требования по кредитным договорам, принимает от кредитных организаций документы, направление которых предусмотрено только в электронном виде (согласно информационному письму Банка России от 17 августа 2018 г. № ИН-03-20/55), в форме электронных сообщений в соответствии с договорами об обмене
Расширен Ломбардный список Банка России	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России 17 октября и 28 ноября 2018 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включено 14 выпусков ценных бумаг
Уточнение критериев к правам требования к заемщикам - субъектам Российской Федерации и муниципальным образованиям	Банк России с 1 июля 2019 г. будет формировать Список субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, которые могут являться лицами, обязанными по кредитным договорам, права требования по которым могут быть включены в пул обеспечения кредитов Банка России, исходя из кредитных рейтингов по классификации кредитного рейтингового агентства АКРА (АО) на уровне не ниже «A(RU)» или по классификации кредитного рейтингового агентства АО «Эксперт РА» на уровне не ниже «ruA». Банк России при этом будет учитывать результаты проводимой оценки кредитного качества

Таблица 2

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

Назначение (% годовых)	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.2018	С 12.02.2018	С 26.03.2018	С 4.06.2018 <sup>1</sup>	С 17.09.2018 <sup>1</sup>	С 17.12.2018 <sup>1</sup>
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт <sup>1</sup> ; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными ак- тивами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup> ; операции репо	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	Ключевая ставка + 1,00	Ключевая ставка + 1,00	Ключевая ставка + 1,00
		Кредиты, обеспеченные нерыночными ак- тивами <sup>3</sup>	От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	Ключевая ставка + 1,75	Ключевая ставка + 1,75	Ключевая ставка + 1,75
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами <sup>3</sup>	3 месяца	Ежемесячно <sup>4</sup>	8,00	7,75	7,50	Ключевая ставка + 0,25	Ключевая ставка + 0,25	Ключевая ставка + 0,25
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>5</sup>						
		Аукционы «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup>	От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>6</sup>	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,75 (ключевая ставка)
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>6</sup>						
		Аукционы по размещению и доразмеще- нию ОБР <sup>3</sup>	1 неделя	Нерегулярно						
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	3 месяца	Ежедневно	6,75	6,50	6,25	Ключевая ставка – 1,00	Ключевая ставка – 1,00	Ключевая ставка – 1,00
			1 день <sup>7</sup>							

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

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

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

<sup>4</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523if2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm).

<sup>6</sup> Операции «тонкой настройки».

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 3  
Процентные ставки в рамках специализированных механизмов рефинансирования<sup>1</sup>  
(% годовых)

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	На	С	С	С
Крупные инвестиционные проекты <sup>3</sup>	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	1,01,18 6,75	12.02.18 6,50	26.03.18 6,25	С 4,06,18 <sup>2</sup> Меньшая из двух величин: 9,00% годовых или ключевая ставка Банка России, уменьшенная на 1,00 процентного пункта
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	6,75	6,50	6,50	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договором страхования АО «ЭКАР»	6,50	6,50	6,50	Меньшая из двух величин: 6,50% годовых или ключевая ставка Банка России
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>4</sup> 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	
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	7,75	7,50	7,25	Ключевая ставка Банка России

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

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

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

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

Источник: Банк России.

## Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования и обязательства Банка России, млрд руб.					
					На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.10.18	На 1.12.18
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,8	14,6	0,4	0,0
		Ломбардные кредиты			0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			37,8	0,0	0,0	0,0	0,0	8,2
		Операции репо			593,9	3,6	6,5	2,4	10,0	9,2
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней		410,7	5,5	30,1	5,4	377,8	337,3
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно <sup>1</sup>	215,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			18 месяцев	Нерегулярно <sup>2</sup>						
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>4</sup>						
		Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>3</sup>	396,9	2 124,9	2 520,6	2 389,1	1 761,8	1 547,8
			1 неделя							
		Аукционы по размещению и доразмещению ОБР <sup>5</sup>	3 месяца	Нерегулярно	-	357,4	1 139,1	1 123,0	1 502,1	1 638,1
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день <sup>6</sup>	Ежедневно	388,3	246,8	264,6	329,1	499,0	151,4

<sup>1</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.

<sup>2</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.

<sup>3</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>4</sup> Операции «тонкой настройки».

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 2

## Нормативы обязательных резервов

(%)

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

Источник: Банк России.

Таблица 3

## Коэффициент усреднения обязательных резервов

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

Источник: Банк России.



Таблица 4

## Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота <sup>1</sup>	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR <sup>2</sup> , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» <sup>3</sup> , % годовых	Требования Банка России, млн долл. США <sup>4</sup>					
				На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.10.18	На 1.12.18
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	2 635,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	28 дней			8 719,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	12 месяцев		3,00	26,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		3,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1 000,0	4 490,7	0,0	229,0	0,0	0,0

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

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

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Обеспечение	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.						Лимит, млрд руб.
			На 1.01.17	На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.10.18	На 1.12.18	На 1.12.18
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	43,4	47,4	46,4	48,8	50,0	49,6	75,00
Крупные инвестиционные проекты <sup>2</sup>	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	112,6	108,3	104,7	105,7	105,1	94,3	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>3</sup>	43,1	18,3	14,7	12,2	9,1	8,1	175,00
		Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	48,2	81,5	81,4	78,7	78,1	76,0	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	29,3	29,3	21,9	21,7	9,7	9,7	30,0

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

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 6

## Ставки денежно-кредитной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	1,2	-1,30
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	0	3,8	1,60
Чехия	Репо (2 недели)	1,75	01.11.2018	1,50	0,25	5	2,2	-0,70
Румыния	Базовая ставка	2,50	07.05.2018	2,25	0,25	3	4,3	1,62
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	0	3,7	1,20
Сербия	Ключевая политическая ставка	3,00	12.04.2018	3,25	-0,25	2	2,2	-0,60
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,25	26.11.2018	0,10	0,15	1	1,2	1,00
Бразилия	Целевая ставка	6,50	21.03.2018	6,75	-0,25	2	4,6	1,86
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	2,75	18.10.2018	2,50	0,25	1	2,9	1,00
Ориентир – кредиты (1 год)		4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0		
Ориентир – депозиты (1 год)		1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0		
Норматив резервов		14,50	15.10.2018	15,50	-1,00	3	2,5	0,60
Индия	Обратное репо	6,50	01.08.2018	6,25	0,25	2		
Репо		6,25	01.08.2018	6,00	0,25	2	3,3	-0,27
Индонезия	Обратное репо (7 дней)	6,00	15.11.2016	5,75	0,25	4		
Корея	Базовая ставка	1,75	30.11.2018	1,50	0,25	1	3,2	-0,07
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,25	25.01.2018	3,00	0,25	1	2,0	0,70
Мексика	Целевая ставка	8,00	15.11.2018	7,75	0,25	3	0,6	-3,10
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	4,75	16.11.2018	4,50	0,25	5	4,9	-1,47
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	7,50	17.09.2018	7,25	0,25	4	6,0	3,00
ЮАР	Ставка репо	6,75	23.11.2018	6,50	0,25	2	3,5	0,80
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	5,1	0,30
Турция	Репо (7 дней)	24,00	13.09.2018	17,75	6,25	3	0,9	-0,05
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	2,25	26.09.2018	2,00	0,25	3	21,6	8,64
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	16.03.2016	0,05	-0,05	0	2,5	0,50
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,75	02.08.2018	0,50	0,25	1	2,0	0,50
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	2,4	-0,60
Канада	Целевая ставка – овернайт	1,75	24.10.2018	1,50	0,25	3	1,4	1,20
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	0	2,4	1,00
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	0	1,9	0,10
Дания	Ориентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	1,9	0,00
	Депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	0	0,7	-0,70
Швейцария	3M LIBOR – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0		
	3M LIBOR – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0	0,9	0,10
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	0	2,4	0,73
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,75	20.09.2018	0,50	0,25	1	3,1	1,90

Примечание. По данным на 6.12.2018, цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (21.09.2018).  
Источник: Bloomberg.

## ГЛОССАРИЙ

### **Адаптивные ожидания**

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

### **Базисная инфляция**

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

### **Базовая инфляция**

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

### **Валовой кредит Банка России**

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

### **Денежная масса**

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

### **Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)**

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

### **Денежный агрегат М1**

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

### **Долларизация депозитов**

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

### **Задолженность по операциям рефинансирования Банка России**

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

### **Импортозамещение**

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

### **Индекс потребительских цен (ИПЦ)**

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

### **Индекс номинального эффективного курса рубля**

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

### **Индекс реального эффективного курса рубля**

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

### **Индекс условий банковского кредитования**

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

### **Индексы MSCI**

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

## **Индексы PMI**

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

## **Инфляционные риски**

Риски обесценения активов или доходов в результате роста цен.

## **Инфляционные ожидания**

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

## **Ключевая ставка Банка России**

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

## **Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)**

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

## **Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)**

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

## **Ликвидность банковского сектора**

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

## **Ломбардный список Банка России**

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

## **Неторгуемый сектор экономики**

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



### **Неценовые условия банковского кредитования**

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

### **Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности**

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

### **Обязательные резервы**

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

### **Операции на открытом рынке**

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

### **Операции постоянного действия**

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

### **Операция репо**

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

### **Относительная цена**

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

### **Параллельный банковский сектор**

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

### **Плавающая процентная ставка по операциям Банка России**

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

## **Процентный коридор**

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

## **Режим плавающего валютного курса**

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

## **Режим таргетирования инфляции**

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

## **Спред по CDS**

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

## **Средства расширенного правительства на счетах в Банке России**

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

## **Структурные преобразования**

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

## **Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора**

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

## **Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета**

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

### **Текущий дефицит/профицит ликвидности**

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

### **Торгуемый сектор экономики**

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

### **Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики**

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

### **Трендовая инфляция**

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

### **Условия внешней торговли**

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

### **Усреднение обязательных резервов**

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

### **Факторы формирования ликвидности банковского сектора**

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

### **Финансовая стабильность**

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

### **Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором**

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

### **Чистый кредит Банка России кредитным организациям**

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

**ВЭД** – вид экономической деятельности

**ДДКП** – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

**ЕС** – Европейский союз

**ЕЦБ** – Европейский центральный банк

**ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»

**ИПЦ** – индекс потребительских цен

**ИЦП** – индекс цен производителей

**ИЦПП** – индекс цен производителей промышленной продукции

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

**КПМ** – квартальная прогнозная модель Банка России

**МБК** – межбанковские кредиты

**МОС** – материальные оборотные средства

**МСП** – малое и среднее предпринимательство

**МЭА** – Международное энергетическое агентство

**НДС** – налог на добавленную стоимость

**НКООДХ** – некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства

**НПФ** – негосударственный пенсионный фонд

**ОАО** – открытое акционерное общество

**ОБР** – облигации Банка России

**ОНБП** – основные направления бюджетной политики

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

**ОФЗ** – облигации федерального займа

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

**ОФЗ-ПД** – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

**ОФЗ-ПК** – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

**ОЭСР** – Организация экономического сотрудничества и развития

**ПАО** – публичное акционерное общество

**ПСК** – полная стоимость кредита

**п.п.** – процентный пункт

**РПБ6** – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом

**РЭБ** – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»

**СНС** – система национальных счетов

**СФР** – страны с формирующимися рынками

**УБК** – условия банковского кредитования

**УК** – управляющая компания

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

**ФБ ММВБ** – Фондовая биржа ММВБ

**ФГУП** – Федеральное государственное унитарное предприятие

**ФРС** – Федеральная резервная система США

**ФТС** – Федеральная таможенная служба

**Cbonds-Muni** – индекс доходности региональных облигаций

**IFX-Cbonds** – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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

**RUONIA** – Ruble OverNight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка облигаций, рассчитываемая Cbonds)

**TVP FAVAR** – Time-Varying Parameter Factor-Augmented Vector Auto-Regression (факторная модель векторной авторегрессии с меняющимися параметрами)

**VECM** – Vector Error Correction Model (векторная модель коррекции ошибками)



