



Банк России



МАРТ 2019

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

1 апреля 2019

Доклад подготовлен по статистическим данным на 22.03.2019.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 15.03.2019 (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 сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/publ/?PrtlId=ddcp>).

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

Настоящий материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
Телефоны: +7(495) 771-46-74, +7(495) 771-59-08  
Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2019





# СОДЕРЖАНИЕ

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ</b> .....	<b>2</b>
<b>СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>6</b>
<b>1. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ</b> .....	<b>7</b>
1.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ И ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ПРОГНОЗА.....	9
1.2. СЦЕНАРИЙ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ .....	15
1.3. РИСКОВЫЙ СЦЕНАРИЙ.....	18
<b>2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ</b> .....	<b>19</b>
<b>3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>29</b>
3.1. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС.....	30
3.2. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ .....	39
3.3. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ .....	43
3.4. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ.....	53
<b>4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>56</b>
4.1. РЕШЕНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ .....	56
4.2. ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ.....	57
<b>ВРЕЗКИ</b> .....	<b>61</b>
<i>Механизм функционирования бюджетных правил в России</i> .....	61
<i>О влиянии повышения ставки НДС на инфляцию</i> .....	63
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b> .....	<b>67</b>
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В РЕГИОНАХ РОССИИ.....	67
СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ.....	77
<b>ГЛОССАРИЙ</b> .....	<b>85</b>
<b>СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ</b> .....	<b>89</b>

# Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной

по итогам заседания  
Совета директоров  
Банка России  
22 марта 2019 года



*Сегодня Совет директоров Банка России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,75% годовых.*

*Есть основания полагать, что принятых в прошлом году решений о повышении ключевой ставки, скорее всего, будет достаточно, чтобы обеспечить возвращение годовой инфляции к цели (вблизи 4%) в первой половине 2020 года. Ситуация по ряду параметров складывается лучше наших декабрьских ожиданий – внешние финансовые и товарные рынки стабилизировались,*

*перенос повышения НДС в цены довольно умеренный, инфляционные ожидания начали снижаться. В этих условиях инфляция складывается несколько ниже нашего декабрьского прогноза. Смягчились краткосрочные проинфляционные риски.*

*С учетом этих тенденций мы ожидаем увидеть инфляцию по итогам 2019 г. на более низком уровне – в диапазоне 4,7–5,2%. Ранее мы прогнозировали 5–5,5%.*

*Остановлюсь подробнее на факторах, которые лежали в основе нашего решения.*

*Первое: как я уже отметила, годовая инфляция в январе-феврале сложилась несколько ниже, чем мы ожидали в конце прошлого года. По итогам февраля она составила 5,2%. Месячные темпы роста цен уже снижаются. Пик годовой инфляции будет пройден в марте-апреле – скажется эффект базы. Пик инфляции составит, по нашим уточненным оценкам, около 5,5%. Напомню, что в декабре мы не исключали, что инфляция может заметно превысить этот уровень.*

*Такая динамика инфляции связана с несколькими причинами.*

Прежде всего, вклад повышения НДС в годовую инфляцию на текущий момент составил порядка 0,6–0,7 п.п., что вблизи нижней границы наших ожиданий. По нашим оценкам, существенная часть повышения НДС уже нашла отражение в ценах. Это следует из анализа динамики цен на те товары и услуги, на которые НДС был повышен. В основном это непродовольственные товары и услуги. Годовые темпы роста цен на большинство из них ускорились, но умеренно. В месячном выражении в феврале они вернулись к темпам роста цен в сентябре-декабре прошлого года (с поправкой на сезонность), но все еще несколько выше 4% в пересчете на год. О том же говорят и недельные оценки инфляции. После всплеска в первые две недели года, в последние недели они снизились, но все еще остаются несколько выше траектории, соответствующей нашей цели по инфляции. И при этом мы не исключаем, что отложенные эффекты повышения НДС могут проявляться в ближайшие месяцы. Также следует отметить, что и месячная базовая инфляция, и большинство других показателей, очищенных от волатильных компонент, с поправкой на сезонность в феврале превышали 4% в годовом выражении.

Есть признаки того, что уменьшились риски повышенных темпов роста цен на отдельные продовольственные товары. В феврале снизились цены на ряд продуктов, которые до этого вносили заметный вклад в ускорение продовольственной инфляции. Кроме того, в последние месяцы прекратился рост как внутренних, так и внешних цен на основные зерновые культуры. Текущие ожидания урожая этого года благоприятны, что также ограничивает риски с этой стороны.

Цены на бензин и дизельное топливо в декабре-феврале были сравнительно стабильными, а в феврале даже немного снизились. Это сдерживало ускорение инфляции. Кроме того, рубль в первые месяцы года укрепился, что благоприятно сказалось как на ценовой динамике, так и на инфляционных ожиданиях.

Инфляционные ожидания – это второй фактор, на который мы обращаем большое внимание. Нас беспокоило, как они отреагируют на ускорение инфляции. Что касается ожиданий профессиональных аналитиков, они остаются заякоренными. Аналитики понимают временный характер ускорения инфляции в этом году – что оно связано с разовыми факторами, в частности НДС. Поэтому они – как и Банк России – прогнозируют умеренное повышение инфляции в 2019 г., а в следующем году и далее ожидают инфляцию 4%.

Реакция населения и бизнеса на ускорение инфляции была более выраженной. Ожидания населения с исторического минимума 7,8% в апреле прошлого года повысились до 10,4% в январе, то есть вернулись на уровень середины 2017 года. Ценовые ожидания предприятий также существенно возросли. Но уже в марте инфляционные ожидания населения снизились до 9,1%. Ценовые ожидания компаний тоже уменьшились. Однако и те и другие остаются повышенными. Стоит особо отметить, что динамика инфляционных ожиданий и населения, и бизнеса в прошлом году показала, что они до сих пор остаются незакоренными. Они следуют за текущими изменениями цен, в первую очередь цен на бензин и продовольствие, а также за колебаниями курса рубля.

Третий фактор, который мы учитывали, – это динамика потребительского спроса. Кредитование оказывает поддержку потреблению, однако замедление роста зарплат сдерживает расширение спроса. Рост потребления замедлился после кратковременного ускорения в ноябре, которое, по всей видимости, было связано с опережающими покупками непродовольственных товаров в ожидании повышения НДС. Мы видим это по динамике оборота розничной торговли. Рост потребительской активности не создает давления на цены. Это в том числе важная причина умеренной реакции цен на повышение НДС. Четвертый фактор – внешние условия. Ряд изменений, которые в декабре только намечались, в начале года получили развитие. Смягчилась риторика заявлений ФРС США и Ев-

ропейского центрального банка о перспективах денежной политики. Улучшились ожидания рынков относительно переговоров об ограничениях в международной торговле. Все это оказало поддержку валютам стран с развивающимися рынками и снизило их риск-премии. Можно сказать, что внешние риски в этой части несколько уменьшились. Вместе с тем геополитические риски сохраняются.

Цены на нефть в I квартале также сложились выше уровня, заложенного в базовый прогноз. При этом вероятность того, что добыча нефти в этом году превысит объем потребления, остается высокой.

Наконец, что касается денежно-кредитных условий, то они в целом с начала этого года изменились незначительно. Депозитные ставки немного повысились, кредитные – стабилизировались. Доходности ОФЗ снизились, что было связано с улучшением условий на глобальных финансовых рынках, а также с пересмотром участниками рынка ожиданий траектории нашей ключевой ставки в будущем. Такая динамика доходностей ОФЗ не только ограничивает потенциал роста процентных ставок по кредитам и депозитам, но и создает условия для их снижения в дальнейшем.

Принимая во внимание все факторы, о которых я сказала, мы понизили прогноз по инфляции на конец текущего года до 4,7–5,2%. И уже можем с определенной уверенностью сказать, что если ситуация будет развиваться в соответствии с нашим базовым сценарием, то принятых нами упреждающих шагов по повышению ключевой ставки в прошлом году, скорее всего, будет достаточно для того, чтобы обеспечить возвращение годовой инфляции к 4% в первой половине 2020 года.

Теперь традиционно о рисках. Несмотря на то, что краткосрочные риски снизились, в целом баланс среднесрочных рисков все еще смещен в сторону проинфляционных. Мы должны по-прежнему с большой осторожностью относиться к оценке внешних условий. Риски, связанные с геополитическими факторами, остаются на высоком уровне. Сохраняется много источников неопределенности в оценке перспектив развития мировой экономики. В этих условиях настроения инвесторов могут быстро меняться, что будет отражаться на доходностях ОФЗ и валютном курсе. И конечно, существенным риском остаются повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания, о чем я уже говорила.

К тому же пока мы еще не можем с уверенностью сказать, каким будет окончательный масштаб влияния НДС на цены и инфляционные ожидания. Сейчас производители и торговые предприятия, по сути, жертвуют частью своей маржи, чтобы удержать покупателя. Сдержанная динамика спроса и конкуренция за долю рынка не позволяют им быстро перенести изменения налога в цену. Поэтому они это делают постепенно, когда представляется такая возможность. Кроме того, еще остаются товарные запасы, сформированные до повышения НДС. По мере перезаключения контрактов в продажу будут поступать товары, облагаемые по новой ставке налога. С учетом этих факторов мы не исключаем, что перенос изменения НДС в цены может быть растянут во времени. Хотя в базовом сценарии мы исходим из того, что перенос НДС в потребительские цены в основном завершен.

Что касается основных изменений нашего среднесрочного прогноза. С сегодняшнего дня мы публикуем его в составе пресс-релиза по ключевой ставке, и вы уже могли с ним ознакомиться.

Снижение прогноза по инфляции на текущий год – это основное изменение в прогнозе. Помимо этого, мы уточнили средний уровень цен на нефть на этот год с учетом их фактической динамики в начале года. Повысили с 55 до 60 долл. США за баррель в базовом сценарии и снизили с 75 до 70 долл. США в сценарии с высокими ценами на нефть. Цены

на нефть в нашем прогнозе на 2020–2021 гг. не изменились. Эти уточнения существенно не отразились на прогнозных показателях экономического роста в связи с действием бюджетного правила.

В прошлом году темп прироста ВВП сложился выше наших ожиданий, составив 2,3%. По нашим оценкам, основной вклад в это внесли такие факторы, как реализация крупных инвестиционных проектов. С учетом этого мы, во-первых, сохраняем наш взгляд на характер роста экономики: экономика находится вблизи потенциала, и ее рост не формирует дополнительного проинфляционного давления. Во-вторых, мы сохраняем прогноз темпа прироста ВВП в базовом сценарии на уровне 1,2–1,7% в этом году. Ускорение темпов прироста до 1,8–2,3% в 2020 г. и 2–3% в 2021 г. будет происходить по мере накопления положительного эффекта от национальных проектов, структурных реформ при их успешной реализации.

Уточнение цен на нефть в прогнозе повлияло на показатели платежного баланса. В базовом сценарии прогноз сальдо текущего счета на этот год повышен с 71 до 88 млрд долл. США, в основном за счет увеличения стоимости нефтегазового экспорта. Сальдо финансового счета по частному сектору также увеличено – с 20 до 35 млрд долл. США. Здесь мы учли факт за первые два месяца текущего года и большие возможности для наращивания иностранных активов при более высоких поступлениях от экспорта. На среднесрочном горизонте тенденции в платежном балансе остались неизменными.

Пересмотр накопления валютных резервов в этом году с 52 до 59 млрд долл. США связан с ростом покупок валюты в рамках бюджетного правила при более высокой цене на нефть.

В заключение отмечу: если ситуация в дальнейшем будет развиваться в соответствии с нашим базовым прогнозом, это даст нам возможность рассмотреть вопрос о переходе к снижению ключевой ставки несколько раньше, чем мы предполагали в декабре прошлого года. Мы допускаем, что это произойдет в 2019 году. При этом, как всегда, Банк России будет принимать решения по ключевой ставке с учетом динамики инфляции и экономики относительно прогноза, а также оценивая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

**Председатель  
Банка России**

**Э.С. Набиуллина**

# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ

по итогам заседания  
Совета директоров  
по ключевой ставке  
22 марта 2019 года

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗНЫХ СЦЕНАРИЕВ БАНКА РОССИИ  
(ПРИРОСТ В % К ПРЕДЫДУЩЕМУ ГОДУ, ЕСЛИ НЕ УКАЗАНО ИНОЕ)

Табл. 1

	2018 (факт)	Базовый			Высокие цены на нефть		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	69,8	60	55	55	70	75	75
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	4,3	4,7–5,2	4,0	4,0	4,7–5,2	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	2,9	5,1–5,4	4,0	4,0	5,1–5,4	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	2,3	1,2–1,7	1,8–2,3	2,0–3,0	1,2–1,7	2,0–2,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	1,9	1,0–1,5	1,8–2,3	2,0–2,5	1,0–1,5	2,0–2,5	2,0–2,5
– домашних хозяйств	2,2	1,0–1,5	1,8–2,3	2,5–3,0	1,0–1,5	2,3–2,8	2,5–3,0
Валовое накопление	1,5	1,0–2,0	3,5–4,5	3,5–4,5	1,0–2,0	3,5–4,5	3,5–4,5
– валовое накопление основного капитала	2,3	1,0–2,0	3,5–4,5	3,5–4,5	1,0–2,0	3,5–4,5	3,5–4,5
Экспорт	6,3	2,5–3,0	2,7–3,2	2,7–3,2	2,5–3,0	2,7–3,2	2,7–3,2
Импорт	3,8	1,0–1,5	3,8–4,2	4,5–5,0	1,0–1,5	4,0–4,5	4,5–5,0
Денежная масса в национальном определении	11,0	7–11	7–12	7–12	8–12	9–13	9–13
Кредит экономике (организациям и населению) в рублях и иностранной валюте*	11,5	7–11	7–12	7–12	8–12	7–12	7–12
– кредит нефинансовым и финансовым организациям в рублях и иностранной валюте, прирост в % за год	8,4	7–10	6–10	6–10	8–11	6–10	6–10
– кредит населению в рублях и иностранной валюте, прирост в % за год	22,0	12–17	10–15	10–15	13–18	11–16	10–15

\* 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 долевыми 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)

Табл. 2

	2018** (факт)	Базовый			Высокие цены на нефть		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
<b>Счет текущих операций</b>	<b>114</b>	<b>88</b>	<b>58</b>	<b>50</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>104</b>
Торговый баланс	194	170	146	141	191	204	200
Экспорт	443	420	410	421	448	481	497
Импорт	249	250	264	280	257	277	297
Баланс услуг	-30	-33	-37	-39	-33	-36	-41
Экспорт	65	62	63	65	66	70	73
Импорт	95	95	100	104	99	106	114
Баланс первичных и вторичных доходов	-51	-49	-51	-52	-52	-54	-55
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>113</b>	<b>88</b>	<b>58</b>	<b>50</b>	<b>106</b>	<b>114</b>	<b>104</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>77</b>	<b>29</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>25</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	9	-6	-4	-4	-6	-6	-7
Частный сектор	68	35	17	13	37	37	32
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>38</b>	<b>59</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>79</b>

\* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование. Чистые ошибки и пропуски = сальдо финансового счета (включая изменение валютных резервов) – сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом. Из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

\*\* Значения за 2018 г. уточнены с учетом опубликованных Банком России 1 апреля 2019 г. данных по платежному балансу.

Источник: Банк России.

# 1. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

С учетом развития ситуации в мировой и российской экономике, включая динамику внутренних потребительских цен, Банк России снизил прогноз годовой инфляции на конец 2019 г. в базовом сценарии по сравнению с Докладом о денежно-кредитной политике, опубликованным 14 декабря 2018 года. Согласно базовому сценарию, годовая инфляция составит 4,7–5,2% на конец 2019 года. Пересмотр во многом связан с наблюдающейся с начала года умеренной реакцией цен и инфляционных ожиданий на повышение НДС на фоне сдержанной динамики внутреннего спроса. Вклад повышения НДС в годовые темпы роста потребительских цен в значительной мере реализовался, но отложенные эффекты могут проявляться в ближайшие месяцы. В полной мере влияние НДС на инфляцию можно будет оценить в II квартале текущего года.

Квартальные темпы прироста потребительских цен в годовом выражении в базовом сценарии замедлятся до 4% уже во втором полугодии 2019 года. Годовая инфляция вернется к 4% в первой половине 2020 г., когда эффекты произошедшего в 2018 г. ослабления рубля и повышения НДС будут исчерпаны, и сохранится вблизи этого уровня в дальнейшем.

Темпы роста экономики в базовом сценарии останутся вблизи потенциальных и после некоторого замедления в 2019 г. будут плавно ускоряться в 2020–2021 гг. по мере накопления положительного эффекта от запланированных правительством мер бюджетной политики и национальных проектов при их успешной реализации.

Ключевым фактором неопределенности для российской экономики в 2019–2021 гг. является дальнейшее развитие ситуации в мировой экономике. С учетом этого в дополнение к базовому сценарию Банк России продолжает рассматривать сценарий с высокими ценами на нефть и рискованный сценарий.

В сценарии с высокими ценами на нефть, которые закрепляются на уровне 75 долл. США за баррель в 2020–2021 гг., динамика экономической активности в 2020 г. окажется несколько лучше, чем в базовом сценарии, благодаря дополнительной поддержке деловых настроений, потребительской и инвестиционной активности со стороны улучшения условий торговли. Инфляция на всем прогнозном горизонте сохранится на уровне базового сценария, так как чуть большее повышательное давление на нее со стороны спроса и эффекта нефтегазового налогового маневра будет учтено Банком России при проведении денежно-кредитной политики.

Параметры рискованного сценария в целом остались неизменными по сравнению с декабрьским выпуском Доклада. Значимое ухудшение внешних условий может временно привести к существенному ускорению инфляции выше 4% и к спаду в экономике. Однако эти эффекты будут краткосрочными с учетом повысившейся устойчивости российской экономики к изменению внешних условий, сглаживающего эффекта бюджетного правила и своевременной реакции денежно-кредитной политики. Уже во второй половине прогнозного горизонта основные параметры прогноза в рамках рискованного сценария приблизятся к уровням базового сценария.

Помимо дальнейшего развития внешних условий, включая риски замедления мировой экономики и геополитические факторы, дополнительным фактором неопределенности для базового сценария остается будущая динамика инфляционных ожиданий. В этих условиях баланс среднесрочных рисков для инфляции остается смещенным в сторону проинфляционных.

*Вместе с тем, по оценке Банка России, краткосрочные проинфляционные риски снизились. В части внутренних условий снизились риски вторичных эффектов повышения НДС и риски повышенного роста цен на отдельные продовольственные товары. В части внешних условий пересмотр траектории процентных ставок ФРС США и центральных банков других стран с развитыми рынками снижает риски устойчивого оттока капитала из стран с формирующимися рынками.*

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

## 1.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ И ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ПРОГНОЗА

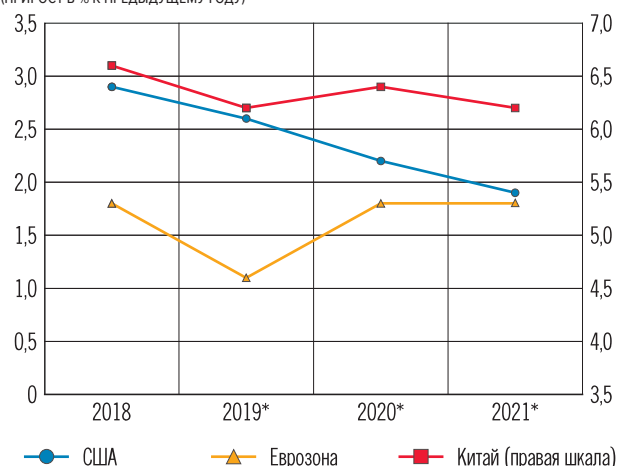
### ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

**Рост мировой экономики.** В базовом сценарии Банк России предполагает несколько большее замедление темпов роста мировой экономики на горизонте 2019–2021 гг., чем предполагалось в Докладе о денежно-кредитной политике, опубликованном 14 декабря 2018 г. (далее – ДоДКП 4/18) (рис. 1.1.1). Ожидаемое замедление мировой экономики во многом связано с наблюдающейся слабой экономической активностью в еврозоне и ряде других развитых экономик, постепенным исчерпанием эффекта фискального импульса и переходом к поздней фазе экономического цикла в США, плавным замедлением экономики Китая (см. раздел 3.1). Также сохраняются опасения относительно дальнейшего ужесточения международных торговых ограничений. Вместе с тем, несмотря на постепенное замедление, в базовом сценарии темпы роста экономики США будут сохраняться выше потенциальных. Взгляд Банка России на рост мировой экономики в целом близок ожиданиям участников рынка и международных организаций.

**Цена на нефть.** В базовом сценарии Банк России исходит из постепенного снижения цены на нефть марки Urals до 55 долл. США за баррель и ее сохранения вблизи этого уровня в 2020–2021 гг. (рис. 1.1.2). Траектория на 2019 г. скорректирована с учетом факта начала 2019 г., а также уточнения ожиданий по действиям ОПЕК+. С учетом этого среднегодовая цена на нефть марки Urals в базовом сценарии в 2019 г. повышена с 55 до 60 долл. США за баррель. Она учитывает действие соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи нефти в течение первой половины 2019 г. и допускает его продление на второе полугодие, но также предполагает замедление роста мировой экономики и высокую вероятность превышения предложения над спросом на рынке нефти на прогнозном горизонте за счет продолжения значительного роста добычи вне стран ОПЕК+.

ПОКАЗАТЕЛИ РОСТА КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИК МИРА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (ПРИРОСТ В % К ПРЕДЫДУЩЕМУ ГОДУ)

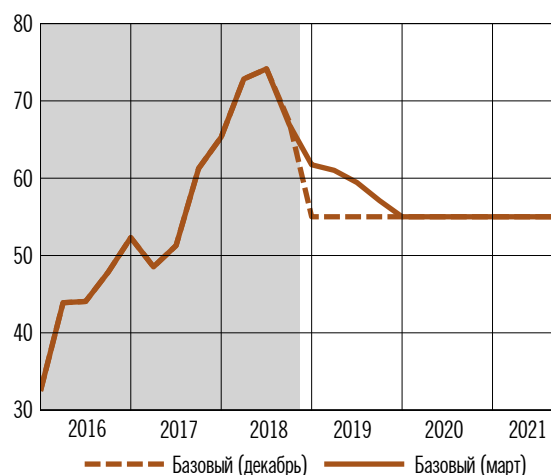
Рис. 1.1.1



\* Прогноз.  
Источник: расчеты Банка России.

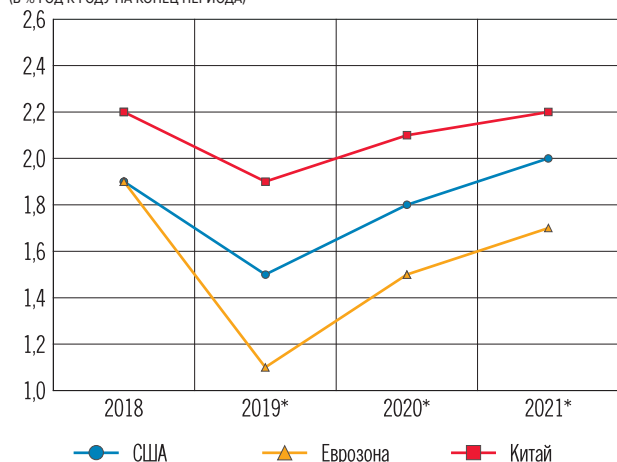
ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (ДОЛЛ. США ЗА БАРР.)

Рис. 1.1.2



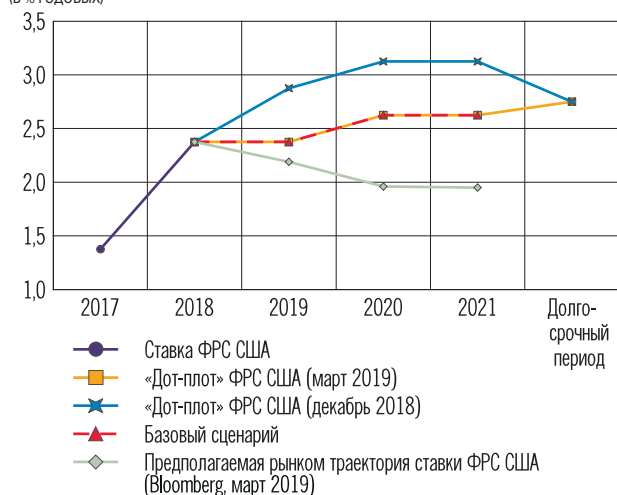
Примечание: номинальные цены на нефть марки Urals.  
Источник: расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ  
МИРА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ Рис. 1.1.3  
(в % год к году на конец периода)



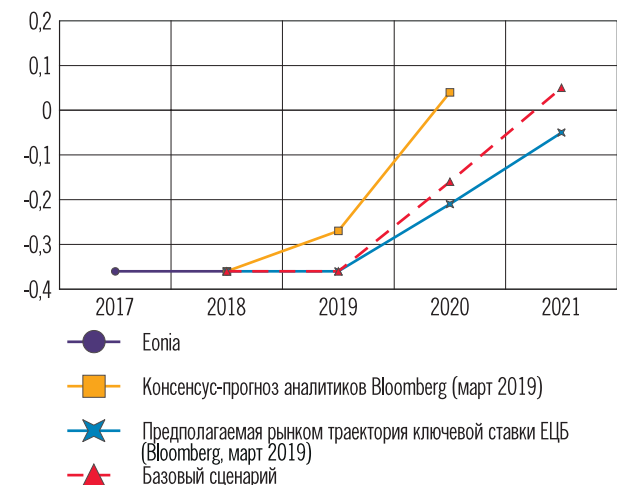
\* Прогноз.  
Примечание: для США прогнозируется PCE Price Index, для еврозоны – HICP, для Китая – CPI.  
Источник: расчеты Банка России.

ОЖИДАЕМЫЕ ТРАЕКТОРИИ СТАВКИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ  
ФОНДАМ ФРС США Рис. 1.1.4  
(в % годовых)



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, ФРС США, Bloomberg.

ОЖИДАЕМЫЕ ТРАЕКТОРИИ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ЕЦБ Рис. 1.1.5  
(в % годовых)



Примечание: значения указаны на конец каждого периода.  
Источники: расчеты Банка России, ФРС США, Bloomberg.

**Инфляция за рубежом.** Базовый сценарий Банка России, как и в декабре, предполагает ослабление инфляционного давления в основных странах – торговых партнерах России в 2019–2021 годах. Этому во многом будут способствовать постепенное снижение цен на нефть и замедление мировой экономики. В то же время с учетом пересмотра среднесрочных перспектив роста мировой экономики Банк России несколько пересмотрел вниз предпосылку по темпам роста потребительских цен на прогнозном горизонте в США, еврозоне и Китае по сравнению с ДоДКП 4/18 (рис. 1.1.3).

**Денежно-кредитная политика зарубежных центральных банков.** На горизонте 2019–2020 гг. Банк России исходит из дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики центральными банками развитых стран. При этом Банк России пересмотрел предпосылки в части роста ставок в США и еврозоне в 2019–2021 гг. с учетом последней коммуникации ФРС США и ЕЦБ (см. раздел 3.1), оказавшей влияние на ожидания участников рынка (рис. 1.1.4, 1.1.5), а также с учетом ухудшения среднесрочных перспектив мировой экономики и меньшего инфляционного давления в развитых странах. В базовом сценарии Банк России закладывает только одно повышение базовой ставки ФРС США на прогнозном горизонте, которое произойдет в 2020 году. Повышение ключевой ставки ЕЦБ теперь предполагается в 2020 году.

**Мировые финансовые рынки.** По сравнению с декабрем в текущем базовом сценарии Банк России исходит из более крепкого доллара США по отношению к евро в 2019–2021 годах. Несколько более слабая динамика евро связана с ухудшением перспектив экономического роста в еврозоне, а также с более поздней стабилизацией ситуации в периферийных странах объединения (Португалии, Италии, Греции, Испании), что проявится в более медленном снижении риск-премии для стран еврозоны, чем предполагалось ранее. В то же время несколько более мягкие, чем ожидалось ранее, денежно-кредитные условия в развитых странах будут способствовать снижению рисков устойчивого оттока капитала из стран с формирующимися рынками.

**Геополитические факторы.** Как и ранее, в базовом сценарии Банк России исходит из сохранения введенных в отношении России в 2014–2018 гг. международных санкций на всем прогнозном горизонте. Их влияние предполагает формирование премии за страновой риск на Россию на уровне несколько выше, чем в ситуации отсутствия санкционных ограничений. Опираясь на консервативные предпосылки по риск-премии, Банк России учитывает возможную волатильность на финансовых рынках в случае возникновения краткосрочных эпизодов усиления геополитической напряженности.

**Другие меры государственной политики в России.** В части ключевых внутренних предпосылок Банк России учитывает влияние на условия проведения денежно-кредитной политики в 2019–2021 гг. произошедших и ожидаемых изменений в системе налогообложения, комплекса мер правительства по преодолению структурных ограничений российской экономики, в том числе национальных проектов, а также действие бюджетного правила.

Среди ключевых изменений в налоговой политике Банк России в первую очередь закладывает в базовый сценарий повышение базовой ставки НДС с 18 до 20% с 1 января 2019 г., которое, по прогнозу Банка России, окажет небольшое сдерживающее влияние на динамику ВВП на горизонте 2019 года. С учетом динамики цен, наблюдаемой с начала текущего года, вклад повышения НДС в годовую инфляцию на настоящий момент оценивается в 0,6–0,7 процентного пункта. Вместе с тем Банк России допускает, что отдельные отложенные эффекты повышения НДС могут реализоваться в ближайшие месяцы. Также Банк России учитывает планируемые изменения акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину, и проведение нефтегазового налогового маневра, оценки вклада которых в годовую инфляцию в 2019–2021 гг. существенно не изменились по сравнению с декабрьским прогнозом. Так, в 2019–2020 г. вклад налогового маневра в годовую инфляцию сложится на уровне вблизи нуля, а в 2021 г. может составить около 0,2 процентного пункта.

Банк России также сохраняет свои оценки влияния на российскую экономику мер пра-

вительства, направленных на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений в российской экономике и увеличение ее потенциальных темпов роста, на уровне тех, что были опубликованы в базовом прогнозе в октябре 2018 г. (в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов). К этим мерам относится поэтапное повышение пенсионного возраста, а также дополнительные инвестиционные расходы и расходы на развитие человеческого капитала в период 2019–2024 годов.

### СРЕДНСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

**Инфляция.** Прогноз инфляции на 2019 г. пересмотрен с 5,0–5,5% в ДоДКП 4/18 до 4,7–5,2%. Пересмотр прогноза отражает снижение оценки возможных эффектов повышения НДС, а также укрепление курса рубля в первые месяцы года на фоне более благоприятных внешних условий (см. разделы 3.1–3.2).

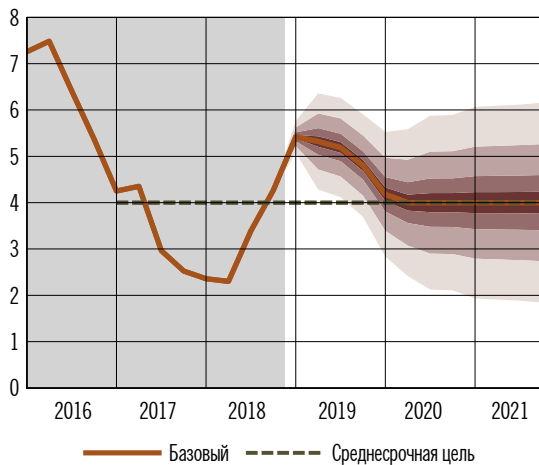
С учетом принятых решений по денежно-кредитной политике, а также по мере постепенного исчерпания влияния повышения НДС и произошедшего в 2018 г. ослабления рубля на текущую ценовую динамику квартальные аннуализированные темпы прироста потребительских цен (с поправкой на сезонность) в базовом сценарии замедлятся до 4% уже во втором полугодии 2019 года. Годовая инфляция, вернувшись к 4% в первой половине 2020 г., останется вблизи 4% до конца прогнозного горизонта (рис. 1.1.6). Инерционные показатели инфляции, включая скользящую среднегодовую инфляцию, в течение всего 2019 г. останутся выше, чем в 2018 г., но в 2020–2021 гг. также будут находиться вблизи 4%.

**Экономика.** Прогноз темпов роста экономики на всем прогнозном горизонте остался без изменений в сравнении с ДоДКП 4/18 (рис. 1.1.7). Темп прироста ВВП в 2019 г. снизится до 1,2–1,7% (по итогам 2018 г. – 2,3%). Это замедление отражает то, что часть факторов, оказавших поддержку динамике выпуска в 2018 г., носили, по оценкам Банка России, разовый характер (см. раздел 3.3). Сдерживающее влияние на динамику внутреннего спроса в 2019 г. также окажут замедление роста доходов экономики от экспорта в результате

## ИНФЛЯЦИЯ

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 1.1.6

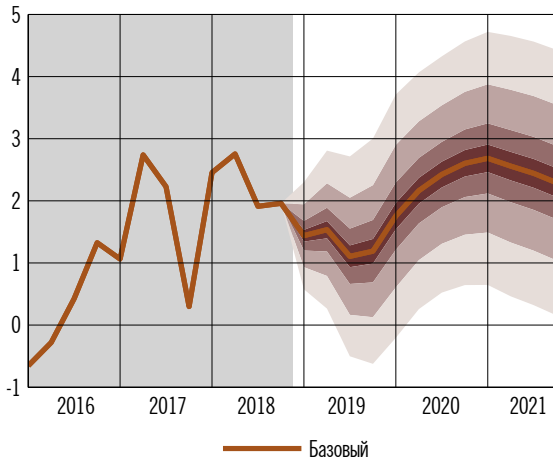


Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции. Источник: расчеты Банка России.

## ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

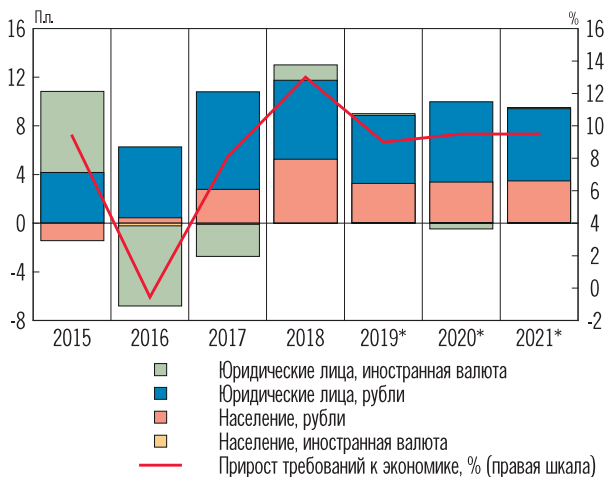
Рис. 1.1.7



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.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ  
(вклад в годовой темп прироста)

Рис. 1.1.8



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

снижения цен на нефть и некоторое замедление роста кредитования на фоне произошедшего во второй половине 2018 г. ужесточения денежно-кредитных условий. Оценки темпов роста инвестиций, а также экспорта и импорта на 2019 г. были несколько понижены с учетом факта за 2018 г. и первые месяцы 2019 г. (см. раздел 3.3), а также уточнения предпосылок прогноза в части внешних условий. Темпы роста инвестиций ускорятся во второй половине года по мере перехода к активной реализации запланированных правительством инвестиционных проектов.

Банк России продолжает прогнозировать, что в 2020 и 2021 гг. рост российской экономики ускорится до 1,8–2,3% и 2,0–3,0% соответственно (рис. 1.1.7). Этому будет способствовать постепенное накопление положительного эффекта от запланированных мер бюджетной политики и национальных проектов при их успешной реализации. В базовом сценарии Банк России исходит из того, что более высокие темпы роста российской экономики не будут формировать значимого инфляционного давления со стороны спроса, так как будут сопровождаться расширением производственного потенциала экономики.

**Денежно-кредитные показатели.** Прогноз денежно-кредитных показателей остался неизменным по сравнению с прогнозом, опубликованным в ДоДКП 4/18 (рис. 1.1.8). Банк России ожидает замедления темпов прироста кредита населению относительно высокого уровня 2018 г. (22,0% на конец года) отчасти в связи с мерами, направленными на ограничение повышения долговой нагрузки населения в целом и отдельных заемщиков в частности. В то же время постепенное смягчение ценовых условий кредитования, которое будет происходить в том числе под влиянием снижения ключевой ставки в базовом сценарии (см. раздел 4.1), окажет поддержку росту кредита, в первую очередь корпоративного и ипотеки. Неценовые условия кредитования будут смягчаться постепенно, отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке заемщиков и принятию рисков. С учетом влияния всех указанных факторов кредитная активность в целом в 2019–2021 гг. продолжит увеличиваться устойчивыми темпами, соответ-

ствующими повышению платежеспособного спроса и не создающими рисков для ценовой стабильности. Долговая нагрузка экономики в целом останется на уровнях, не создающих угроз для финансовой стабильности в экономике, повышаясь в основном за счет долговой нагрузки физических лиц (рис. 1.1.9, 1.1.10). Макропруденциальные меры позволят ограничить риски в отдельных сегментах кредитования. Кредит останется основным драйвером изменения денежного предложения, и темпы роста денежной массы в этих условиях будут близки к темпам роста кредита экономике (рис. 1.1.11).

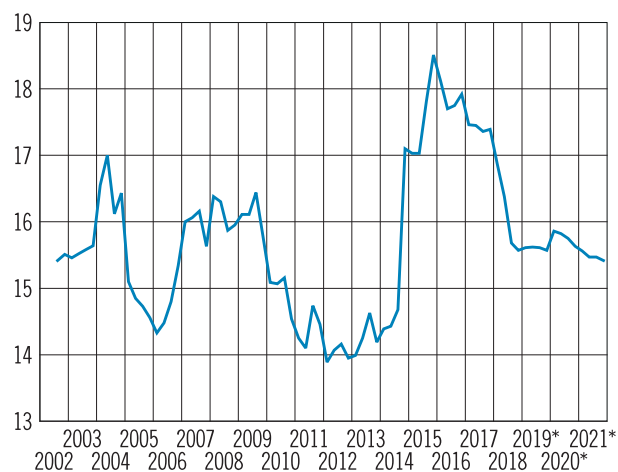
**Платежный баланс.** Прогноз показателей платежного баланса уточнен с учетом пересмотра цены нефти на 2019 г., а также факта с начала года. Так, прогноз сальдо счета текущих операций повышен с 71 до 88 млрд долл. США. Сальдо финансового счета по частному сектору также увеличено с 20 до 35 млрд долл. США. Вместе с тем, принимая во внимание приток средств иностранных инвесторов на рынок ОФЗ и успешные размещения российских еврооблигаций, отрицательное сальдо финансового счета государственного сектора (в знаках РПББ, то есть нетто-приток капитала) пересмотрено на 2019 г. с 1 до 6 млрд долл. США.

На среднесрочном горизонте, несмотря на постепенное снижение 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. после 7% ВВП в 2018 г.). Эффект от предполагаемого снижения цен на нефть будет смягчен за счет роста физических объемов экспорта, поддержку которым окажут в том числе меры правительства, направленные на стимулирование несырьевого экспорта (рис. 1.1.12).

Сальдо финансового счета по частному сектору будет сокращаться в 2019–2021 гг. (около 2% ВВП в 2019 г. и около 1% ВВП в 2020–2021 гг. после 4% ВВП в 2018 г.) на фоне снижения выплат по внешнему долгу и некоторого сокращения возможностей российских компаний по накоплению иностранных активов в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта (рис. 1.1.13).

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОРГАНИЗАЦИЙ  
(КОЭФФИЦИЕНТ ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА, % ВВП)

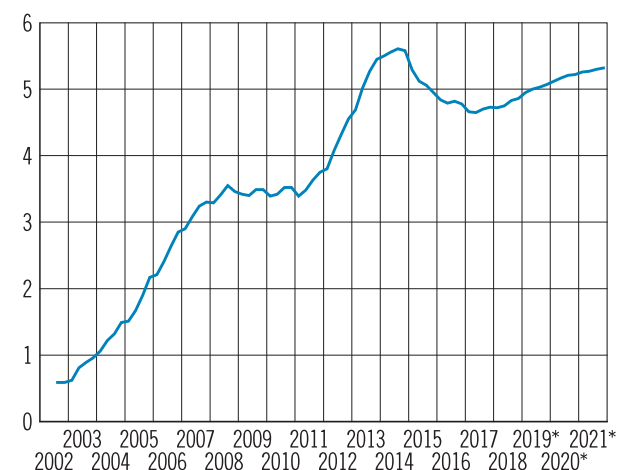
Рис. 1.1.9



\* Прогноз. Долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала.  
Источник: расчеты Банка России.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА НАСЕЛЕНИЯ  
(КОЭФФИЦИЕНТ ОБСЛУЖИВАНИЯ ДОЛГА, % ВВП)

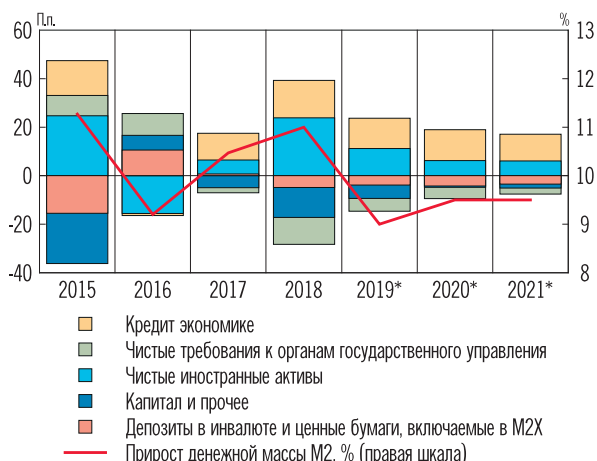
Рис. 1.1.10



\* Прогноз. Долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала.  
Источник: расчеты Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ  
В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(вклад в годовой темп прироста, п.п.)

Рис. 1.1.11



\* Прогноз. Декомпозиция приведена для темпа роста денежной массы в национальном определении, соответствующего середине прогнозного интервала.  
Источник: расчеты Банка России.

В 2019–2021 гг. также продолжится пополнение международных резервов в рамках реализации механизма бюджетного правила. В прогнозе в том числе учитывается реализация отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке.

## ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ПРОГНОЗА

**Внешние условия.** Баланс рисков в части внешних факторов остается смещенным в сторону проинфляционных рисков. При этом по сравнению с концом 2018 г. эти риски несколько снизились. В конце 2018 – начале 2019 г. пересмотр ожидаемых темпов ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США и центральными банками других стран с развитыми рынками снизил риски устойчивого оттока капитала из стран с формирующимися рынками. Наметился прогресс в переговорах США и Китая относительно международных ограничений во внешней торговле, что также оказало положительное влияние на премии за риск на развивающихся рынках (см. раздел 3.1).

Источником неопределенности остается дальнейшая динамика цен на нефть. Под влиянием факторов преимущественно со стороны предложения цены на нефть могут сложиться как ниже, так и выше базового сценария. Геополитические риски остаются на высоком уровне.

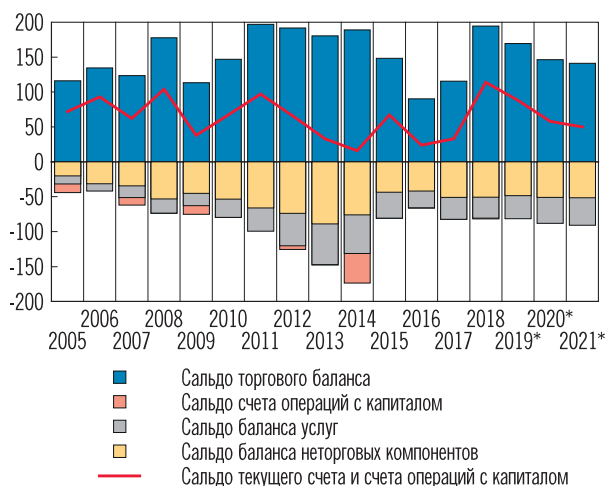
В этих условиях Банк России сохраняет консервативный подход к формированию предпосылок базового сценария и продолжает в дополнение к нему рассматривать сценарий с высокими ценами на нефть, а также рисковый сценарий, в предпосылки которого заложена реализация комбинации неблагоприятных внешних факторов.

**Инфляционные ожидания.** Инерционность инфляционных ожиданий, их чувствительность к повышению цен на отдельные товары и услуги, а также их незаякоренность остаются значимыми рисками отклонения инфляции вверх от базового прогноза.

**НДС.** В базовом сценарии Банк России исходит из того, что перенос НДС в потребительские цены в основном завершён. Однако сохраняется риск, что он будет растянут во вре-

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(млрд долл. США)

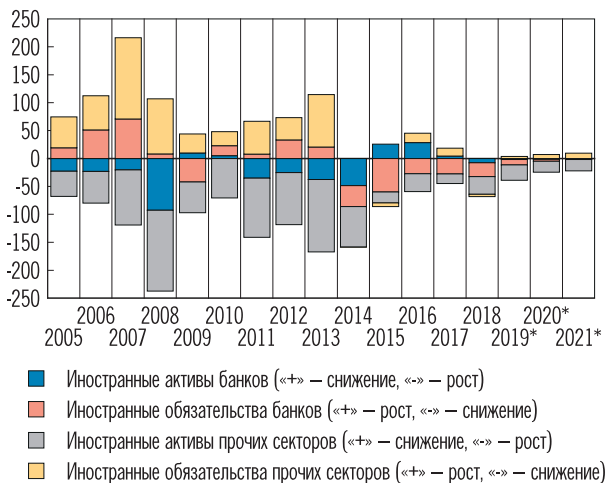
Рис. 1.1.12



\* Прогноз в знаках РПББ.  
Источник: Банк России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА ПО  
ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(млрд долл. США)

Рис. 1.1.13



\* Прогноз.  
Источник: Банк России.

мени в связи с поэтапным перезаключением контрактов между производителями и торговыми организациями. В полной мере эффект от НДС на инфляцию 2019 г. возможно будет оценить только по итогам II квартала.

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

## 1.2. СЦЕНАРИЙ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ

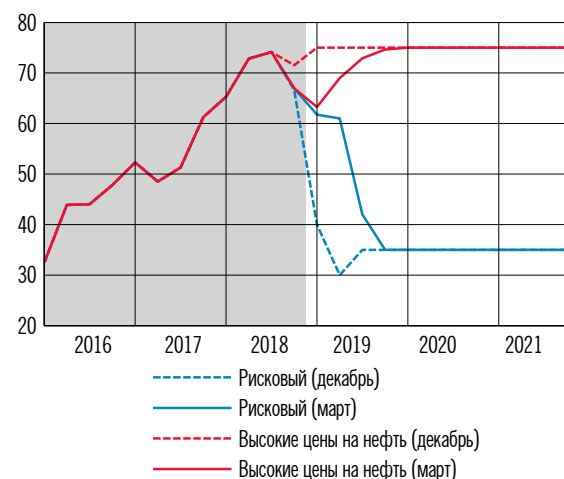
### ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

**Цена на нефть.** Ключевым отличием сценария с высокими ценами на нефть от базового сценария является траектория цен на нефть, которые сходятся к уровню 75 долл. США за баррель на прогнозном горизонте. Такая траектория может быть преимущественно обусловлена действием факторов со стороны предложения энергоносителей. Это в том числе более значительные ограничения добычи в рамках договоренностей ОПЕК+ по сравнению с базовым сценарием, большее снижение добычи в Иране из-за возобновления санкций, а также более значительное и затяжное падение добычи в Венесуэле на фоне продолжающегося в стране экономического и политического кризиса. В то же время с учетом фактической динамики цен на нефть с начала текущего года среднегодовая цена на нефть в 2019 г. в сценарии с высокими ценами на нефть была уточнена с 75 до 70 долл. США за баррель.

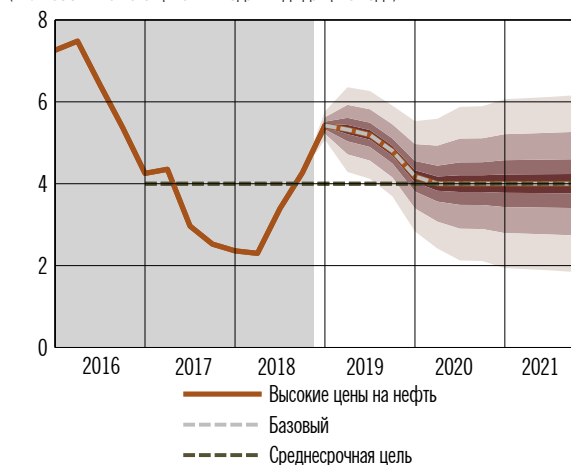
**Прочие предпосылки.** Прочие внешние и внутренние предпосылки в сценарии с высокими ценами на нефть в основном совпадают с базовым сценарием. Тем не менее в условиях более высоких цен на нефть усилится инфляционное давление со стороны издержек в реальном секторе экономики в странах – импортерах нефти, в результате чего ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах может происходить несколько быстрее, чем в базовом сценарии. Однако масштаб это-

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ  
(ДОЛЛ. США ЗА БАРРЕЛЬ)

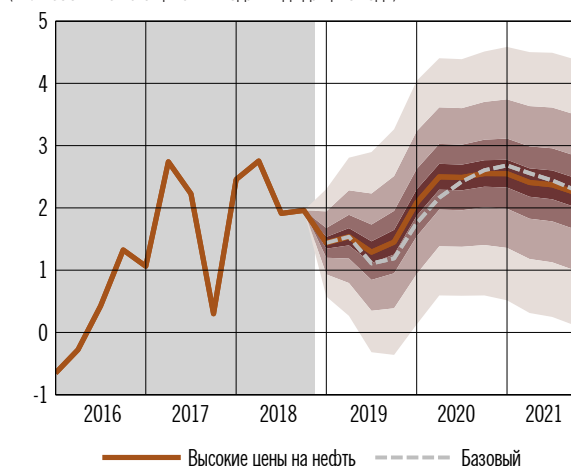
Рис. 1.2.1



Примечание: номинальные цены на нефть марки Urals.  
Источник: расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года) Рис. 1.2.2

Примечание: затемненные области на прогнозом 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.

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года) Рис. 1.2.3

Примечание: затемненные области на прогнозом 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.

го ужесточения меньше, чем предполагалось в ДоДКП 4/18, что преимущественно связано с пересмотром перспектив роста мировой экономики, аналогичным базовому сценарию. В текущем сценарии с высокими ценами на нефть Банк России закладывает то же количество повышений базовой ставки ФРС США и ключевой ставки ЕЦБ в 2019–2021 гг., что и в базовом сценарии. Однако эти повышения происходят на квартал раньше, чем в базовом сценарии.

Также в сценарии с высокими ценами на нефть вклад нефтегазового налогового маневра в динамику годовой инфляции в 2019–2021 гг. будет положительным в отличие от базового сценария.

### СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

**Инфляция.** Прогноз инфляции в рамках сценария с высокими ценами на нефть остался близок к базовому прогнозу и, соответственно, был аналогичным образом пересмотрен вниз на 2019 г. по сравнению с декабрьским прогнозом 2018 года. Несколько более быстрое, чем в базовом сценарии, расширение внутреннего спроса вместе с вкладом нефтегазового налогового маневра окажет небольшое повышательное давление на инфляцию в 2019 году. Однако влияние этих факторов на инфляцию частично компенсируется понижательным давлением через эффект переноса курсовой динамики, так как рубль, по оценкам Банка России, будет несколько крепче, чем в базовом сценарии. В этих условиях годовая инфляция в 2019 г. будет находиться в том же интервале, что и в базовом сценарии (4,7–5,2%), а в 2020–2021 гг. будет близка к 4% (рис. 1.2.2).

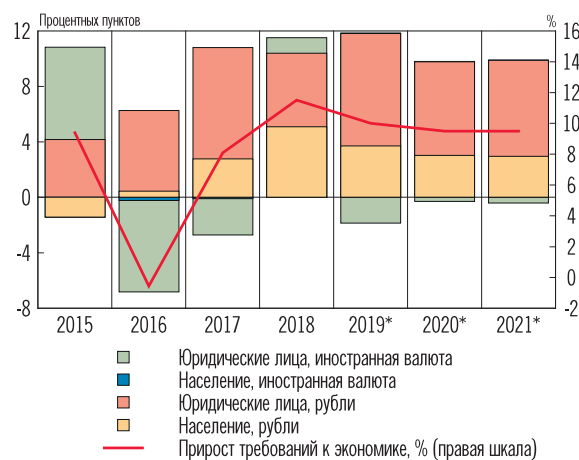
**Экономика.** Оценка темпов экономического роста в сценарии с высокими ценами на нефть также осталась близка к базовому сценарию в условиях действия бюджетного правила, которое сглаживает влияние колебаний цен на нефть на внутренние экономические условия. Вместе с тем динамика отдельных компонентов внутреннего спроса и темп прироста ВВП в целом будут несколько выше по сравнению с базовым сценарием в 2020 г. в условиях повышения цен на нефть, которое окажет дополнительную поддержку деловым настроениям, потребительской и инвестици-

онной активности (рис. 1.2.3). Поскольку цена на нефть в обоих сценариях будет находиться на стабильных уровнях, в дальнейшем ее динамика не станет оказывать значимого дополнительного влияния на темпы прироста ВВП.

**Денежно-кредитные показатели.** Динамика кредитных и денежных агрегатов в сценарии в целом будет близка к уровням базового сценария и не будет формировать рисков для ценовой и финансовой стабильности (рис. 1.2.4). Небольшое различие будет наблюдаться в темпах прироста кредита в 2019–2020 годах. Они сложатся чуть выше, чем в базовом сценарии, следуя за динамикой доходов, рост которых будет несколько быстрее на фоне более высоких цен на нефть. Более плавным будет замедление роста розничного кредитования в 2019–2020 годах. Кроме того, под влиянием более быстрого увеличения чистых иностранных активов банковской системы в сценарии с высокими ценами на нефть темп прироста денежной массы на прогнозном горизонте может быть несколько выше темпов прироста кредита экономики и, соответственно, выше, чем в базовом сценарии, но не будет формировать дополнительных инфляционных рисков.

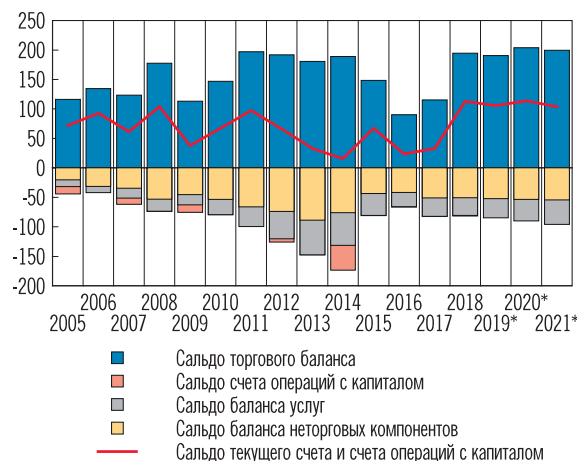
**Платежный баланс.** Как и в декабре, отличие показателей платежного баланса в сценарии с высокими ценами на нефть от базового сценария связано с выраженным положительным влиянием более высоких мировых цен на нефть на стоимостные объемы экспорта в 2019–2021 годах. Сальдо счета текущих операций (рис. 1.2.5) на всем прогнозном горизонте превысит уровень базового сценария и составит около 5–6% ВВП в 2019–2021 годах. Сальдо финансового счета (рис. 1.2.6) 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 существенных доходов от экспорта. В сценарии с высокими ценами на нефть ожидается более значительное увеличение международных резервов по сравнению с базовым сценарием за счет большего объема покупок иностранной валюты в рамках бюджетного правила в условиях более высоких цен на нефть.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ  
В СЦЕНАРИИ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ  
(вклад в годовой темп прироста, п.п.) Рис. 1.2.4



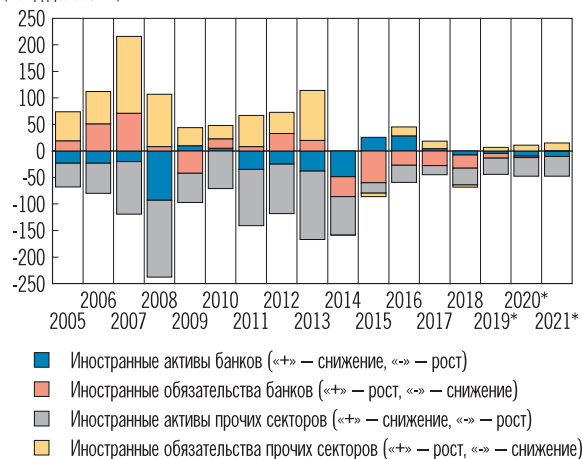
\* Прогноз. Декомпозиция приведена для темпа роста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного интервала  
Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ  
В СЦЕНАРИИ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ  
(млрд долл. США) Рис. 1.2.5



\* Прогноз в знаках РПБ6.  
Источник: Банк России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА ПО  
ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ В СЦЕНАРИИ С ВЫСОКИМИ ЦЕНАМИ  
НА НЕФТЬ  
(млрд долл. США) Рис. 1.2.6



\* Прогноз.  
Источник: Банк России.

## 1.3. РИСКОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

### ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

**Внешние условия.** Предпосылки рискованного сценария в марте остались неизменными по сравнению с рискованном сценарием, опубликованным в декабре. Они по-прежнему предполагают значительное ухудшение внешних условий на всем прогнозном горизонте. Однако момент этого ухудшения перенесен с I квартала 2019 г. на III квартал.

В основе рискованного сценария лежит существенное снижение темпов роста мировой экономики, носящее характер длительного циклического замедления. Оно может сопровождаться усилением волатильности на мировых финансовых рынках, значимым снижением глобальной склонности к риску, а также снижением мировых цен на нефть до уровня 35 долл. США за баррель за счет меньшего спроса на энергоносители в мире. Дальнейшее закрепление мировых цен на нефть на уровне 35 долл. США за баррель будет также обусловлено действием факторов со стороны предложения, связанных с ухудшением координации добычи нефти в рамках ОПЕК+ и значительным ростом добычи вне ОПЕК. Такое серьезное изменение внешних условий особенно негативно отразится на странах с формирующимися рынками, в том числе и на России. Как и прочие развивающиеся экономики, в рискованном сценарии российская экономика столкнется с ухудшением перспектив экономического роста, существенным ростом премии за страновой риск и увеличением оттока капитала. Дополнительным фактором, увеличивающим масштаб оттока капитала, станет предполагаемое в рискованном сценарии дальней-

шее усиление геополитической напряженности. В то же время действие бюджетного правила будет сглаживать влияние ухудшения условий торговли на государственные финансы, экономику и валютный курс.

### СРЕДНСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

**Инфляция.** Прогноз инфляции в целом остался неизменным по сравнению с рискованном сценарием в декабре 2018 года. Ухудшение внешних условий приведет к ускоренному оттоку капитала в 2019 г. и окажет понижающее давление на текущий счет. Это может привести к краткосрочному ослаблению рубля, росту курсовых и инфляционных ожиданий. В результате в 2019 г. при условии реализации рискованного сценария вероятно гораздо более существенное ускорение роста цен, чем в базовом сценарии. Однако при условии своевременной реакции денежно-кредитной политики годовая инфляция вернется к цели Банка России вблизи 4% к концу 2020 – началу 2021 года.

**Экономика.** Ухудшение внешних условий в 2019 г. в рамках рискованного сценария, наряду с проинфляционными эффектами, станет причиной кратковременного сокращения внутреннего спроса. В связи с этим в конце 2019 г. в рискованном сценарии в экономике начинается спад. При этом реакция ВВП на реализацию внешних рисков будет более длительной, чем реакция инфляции; рецессия в экономике продлится до конца 2020 года. В 2021 г. по мере адаптации к изменившимся внешним условиям темпы прироста совокупного выпуска в экономике вернуться в положительную область и будут постепенно приближаться к уровням базового сценария.

## 2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

В конце 2018 – первые два месяца 2019 г. годовая инфляция повышалась под действием специфических факторов со стороны предложения отдельных видов продовольствия, произошедшего во второй половине 2018 г. ослабления рубля, повышения ставки НДС с 1 января 2019 года. Влияние повышения ставки НДС на ценовую динамику оценивается как умеренное; индексация регулируемых цен и тарифов соответствовала запланированным параметрам.

В соответствии с ожиданиями более всего в этот период ускорилась продовольственная инфляция. Как и в предыдущие месяцы, на нее влияли курсовая динамика и подстройка предложения отдельных видов продовольствия к спросу. Некоторый вклад в повышение годовых темпов роста показателей внес эффект низкой базы сравнения, в том числе в динамике цен на плодоовощную продукцию. Прямое влияние НДС оценивается как небольшое, так как большинство продовольственных товаров облагается по льготной ставке.

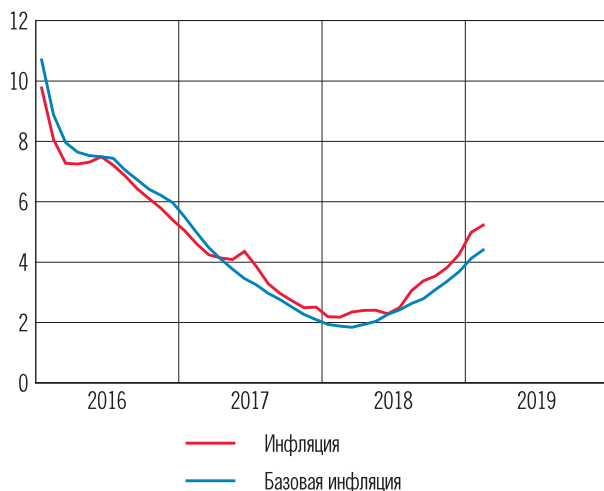
Повышение годовых темпов роста цен на непродовольственные товары в конце 2018 – начале 2019 г. было умеренным. Месячный рост цен (с исключением сезонности) в феврале вернулся к уровню сентября-декабря 2018 г. после всплеска в январе, в значительной мере связанного с повышением НДС. Рост цен на моторное топливо в январе-феврале соответствовал договоренностям между правительством и крупнейшими нефтяными компаниями.

В январе 2019 г. отмечалось заметное ускорение роста цен на услуги, произошедшее в основном за счет индексации коммунальных услуг, связанной с налоговыми изменениями. В феврале месячные темпы удорожания услуг (с исключением сезонности) заметно снизились.

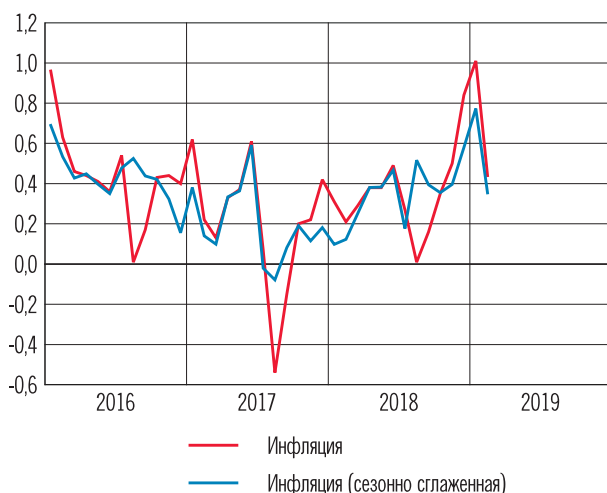
Замедление ценовой динамики может указывать на то, что перенос повышения ставки НДС в цены в основном завершен. Тем не менее месячная базовая инфляция, а также другие показатели ценовой динамики, очищенные от волатильных компонент, с поправкой на сезонность в феврале превышали 4% в годовом выражении. Кроме того, нельзя исключать, что отложенные эффекты повышения НДС могут проявиться в ближайшие месяцы.

Инфляционные ожидания населения и предприятий в декабре 2018 – январе 2019 г. росли. В феврале-марте отмечалось их снижение, что может указывать на то, что экономические субъекты оценивали ускорение инфляции в начале года как временное, связанное с разовым влиянием повышения ставки НДС. Однако их инфляционные ожидания остаются повышенными и незакоренными. При этом инфляционные ожидания аналитиков сохраняют привязку к цели Банка России по инфляции вблизи 4%. Согласно их прогнозам, годовая инфляция начнет снижаться уже в II квартале текущего года и приблизится к целевому значению в I квартале 2020 года.

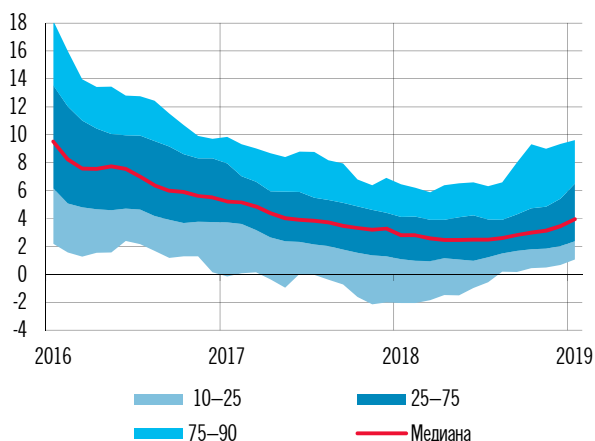
Согласно прогнозу Банка России, пик годовой инфляции, отчасти связанный с эффектом базы, будет пройден в марте-апреле текущего года и составит около 5,5%. В дальнейшем годовая инфляция будет снижаться к цели Банка России вблизи 4%.

ИНФЛЯЦИЯ И БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ  
(ПРИРОСТ В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА) Рис. 2.1

Источник: Росстат.

ИНФЛЯЦИЯ  
(ПРИРОСТ В % К ПРЕДЫДУЩЕМУ МЕСЯЦУ) Рис. 2.2

Источник: Росстат, расчеты Банка России.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИРОСТОВ ЦЕН НА ТОВАРЫ И УСЛУГИ  
(ПРИРОСТ В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА) Рис. 2.3

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В декабре 2018 г. продолжилось повышение годовой инфляции, наблюдавшееся с июля. По итогам года она составила 4,3%. В основе тенденции к ускорению роста потребительских цен со второй половины 2018 г. находилось в первую очередь действие специфических факторов со стороны предложения отдельных видов продовольствия и произошедшее во второй половине 2018 г. ослабление рубля. В начале 2019 г. дополнительное ожидаемое влияние оказало повышение ставки НДС.

Некоторый вклад в рост годовых показателей ценовой динамики в декабре 2018 – феврале 2019 г. также вносил эффект базы: годом ранее темпы роста потребительских цен были нехарактерно низкими в значительной мере под влиянием факторов со стороны предложения продовольствия. Потребительское поведение оставалось консервативным и не создавало значимых проинфляционных рисков. В феврале 2019 г. годовая инфляция составила 5,2% (на 1,4 п.п. выше, чем в ноябре 2018 г., рис. 2.1). Месячная инфляция с поправкой на сезонность заметно замедлилась после ускорения в декабре-январе (рис. 2.2).

Заметный вклад в повышение инфляции в декабре 2018 – феврале 2019 г. вносила динамика волатильных компонент, в первую очередь плодоовощной продукции. В этих условиях годовая базовая инфляция увеличилась меньше, чем инфляция в целом, – до 4,4% (на 1,0 п.п. по сравнению с ноябрем). Умеренно росли различные показатели базисной инфляции, дающие представление о ценовой динамике с исключением влияния разовых факторов. В частности, медиана распределения годовых темпов приростов потребительских цен возросла на 1,1 п.п. и в феврале составила 4,2% (рис. 2.3). Вклад повышения ставки НДС в годовую инфляцию, по оценкам, составил около 0,6–0,7 п.п., что соответствует нижней границе интервала ожиданий Банка России (см. врезку «О влиянии повышения ставки НДС на инфляцию»).

При этом месячная базовая инфляция, а также другие показатели ценовой динамики, очищенные от волатильных компонент (например, прирост цен на непродовольственные товары без учета нефтепродуктов, базовая инфляция

без продовольствия), с поправкой на сезонность в феврале все еще превышали 4% в годовом выражении.

По оценкам, основанным на оперативной информации Росстата, по состоянию на 25 марта годовая инфляция оценивается в 5,2–5,3%, что соответствует траектории базового прогноза Банка России. Месячный прирост потребительских цен с поправкой на сезонность, по оценке, близок к февральскому уровню – более низкому, чем в декабре 2018 – январе 2019 года. Замедление ценовой динамики в феврале-марте указывает на то, что перенос повышения ставки НДС в цены может быть в значительной мере реализован. Тем не менее в ближайшие месяцы могут проявиться отложенные эффекты повышения НДС.

Согласно прогнозу Банка России, пик годовой инфляции, отчасти связанный с эффектом базы, будет пройден в марте-апреле и составит около 5,5%. В дальнейшем, по мере исчерпания влияния временных факторов, инфляция будет снижаться к цели Банка России вблизи 4%.

## ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

В декабре 2018 – феврале 2019 г. повышение инфляции в значительной мере было связано с динамикой цен на продовольственные товары. В феврале они были выше, чем годом ранее, на 5,9% (в ноябре 2018 г. – на 3,5%). В основе ускорения роста цен на продовольствие, как и в предыдущие месяцы, лежали такие факторы, как подстройка со стороны предложения отдельных продуктов питания к спросу и курсовая динамика. Некоторый вклад в ускорение годового показателя внес эффект низкой базы: в январе-феврале 2018 г. в условиях высокой насыщенности рынков годовая продовольственная инфляция составляла 0,7–0,9%. Таким образом, накопленная продовольственная инфляция с февраля 2017 г. по февраль 2019 г. составила 6,8%, или 3,4% в год.

**Фруктово-овощная продукция.** Наибольший вклад в увеличение темпов удорожания продовольственных товаров в конце 2018 – начале 2019 г. внесло ускорение роста цен на плодоовощную продукцию, годовые темпы которого в феврале 2019 г. составили 9,1% (рис. 2.4).

ПРИРОСТ ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ  
(% К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

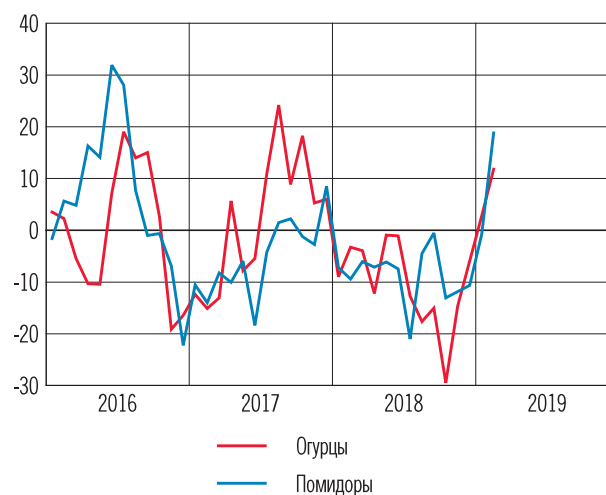
Рис. 2.4



Источник: Росстат.

ПРИРОСТ ЦЕН НА ПОМИДОРЫ И ОГУРЦЫ  
(В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

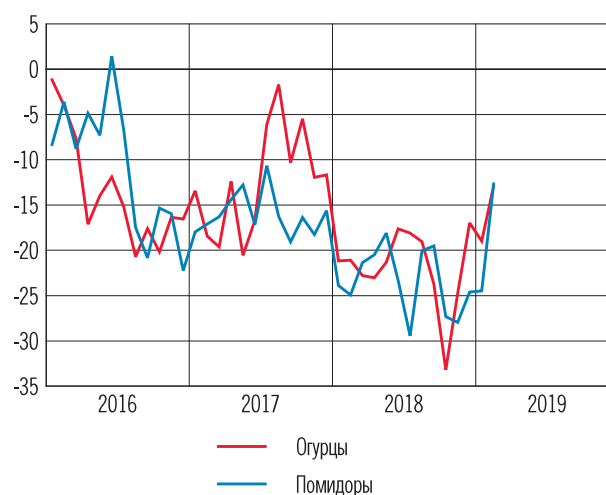
Рис. 2.5



Источник: Росстат.

ПРИРОСТ ЦЕН НА ПОМИДОРЫ И ОГУРЦЫ  
(В % К ДЕКАБРЮ 2015 Г.)

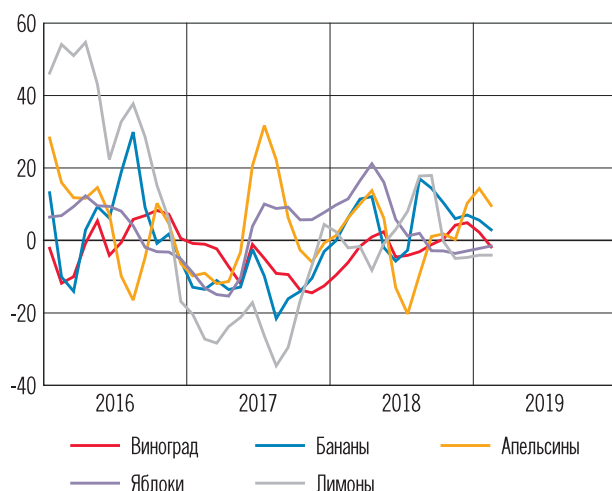
Рис. 2.6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН НА ФРУКТЫ И ЦИТРУСОВЫЕ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.7



Источник: Росстат.

ПРИРОСТ ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ  
ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ\*  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.8

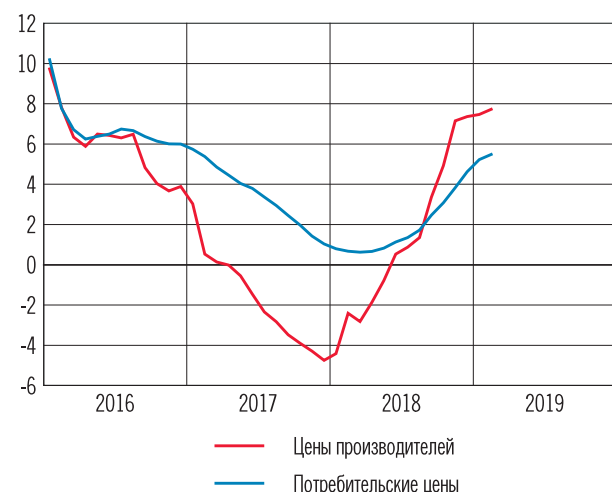
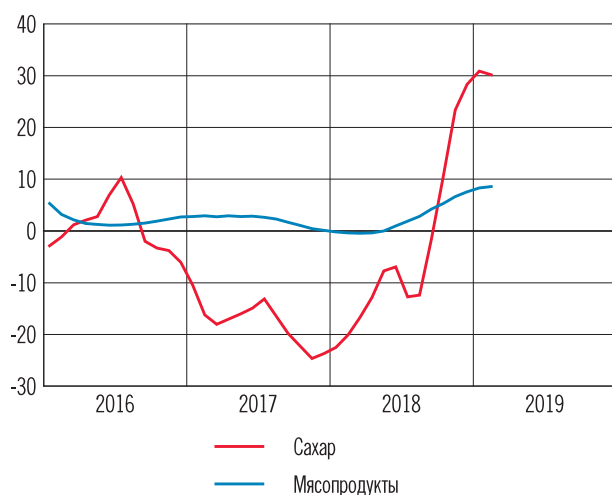
\* Без плодоовощной продукции.  
Источник: Росстат.ПРИРОСТ ЦЕН НА САХАР И МЯСОПРОДУКТЫ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.9



Источник: Росстат.

Оно было в значительной мере связано с динамикой цен на помидоры и огурцы, отличающейся высокой волатильностью (рис. 2.5). При этом цены на них (с поправкой на сезонность) вернулись к уровням первой половины 2017 г. (рис. 2.6). Поддержанию умеренного уровня цен на овощи закрытого грунта способствует активное развитие тепличных хозяйств<sup>1</sup>.

Влияние повышения в январе-феврале 2019 г. ставки НДС на цены фруктов и цитрусовых, видимо, компенсировалось действием других факторов, включая специфические, характерные для отдельных рынков. На это указывает разнонаправленная динамика цен: например, годовые индексы цен на виноград, бананы, апельсины снизились, на яблоки и лимоны – возросли (рис. 2.7).

**Продовольствие (кроме плодоовощной продукции).** В декабре 2018 – феврале 2019 г. сохранился тренд на повышение годовых темпов роста потребительских цен на группу продовольственных товаров без плодоовощной продукции, равно как и цен производителей (рис. 2.8).

Существенный вклад в повышение годовых темпов роста цен на продовольственные товары внесло дальнейшее ускорение роста цен на мясопродукты, начавшееся во второй половине 2018 г. (рис. 2.9). В феврале 2019 г. они были на 8,6% дороже, чем годом ранее (в ноябре 2018 г. – на 6,6%). Динамика цен на рынке мясопродуктов начиная с середины 2018 г. во многом определяется подстройкой к потреблению производства, в 2015–2017 гг. расширявшегося быстрее, чем спрос. Действия производителей были направлены на сокращение навеса избыточной насыщенности рынка и поддержку рентабельности. Дополнительное давление на затраты и цены продуктов переработки животноводческой продукции формировалось удорожанием кормовой базы, включая фуражное зерно. Кроме того, на рост затрат оказывало влияние ослабление рубля. Указанные факторы (рост затрат, меры по восстановлению рентабельности, курсовая дина-

<sup>1</sup> За последние пять лет производство тепличных овощей в российских сельхозорганизациях выросло в 1,6 раза. В 2018 г. их валовой сбор впервые превысил 1 млн тонн.

мика) влияли также и на быстрое повышение годовых темпов роста цен на яйца.

Сокращение предложения формировало также тенденцию к удорожанию сахара. Оно стало следствием сокращения посевных площадей и снижения урожая сахарной свеклы после падения цен в 2017 году. В феврале 2019 г. потребительские цены на сахар были на 30,2% выше, чем годом ранее. Следует отметить, что, несмотря на рост, они остаются ниже, чем в конце 2015 г. (рис. 2.10).

Рост цен на зерно во второй половине 2018 г. повлиял на годовые темпы удорожания продукции переработки зерновых, но умеренно. В частности, хлеб и хлебобулочные изделия в феврале 2019 г. стоили на 6,7% дороже, чем годом ранее, макаронные и крупяные изделия – на 5,5%.

Вместе с тем динамика потребительских цен на мясную продукцию, яйца, сахар в феврале свидетельствует об определенном ослаблении влияния факторов со стороны предложения. В предварительных прогнозах урожая зерновых отмечается хорошее состояние озимых<sup>2</sup>, что указывает на низкую вероятность формирования дополнительных проинфляционных рисков.

## НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

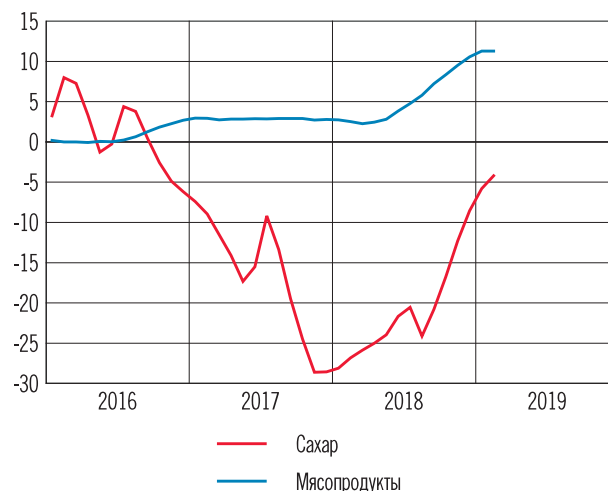
В конце 2018 – начале 2019 г. продолжилось повышение темпов роста цен на непродовольственные товары (рис. 2.11). Годовые темпы прироста потребительских цен в феврале 2019 г. составили 4,6% (на 0,4 п.п. выше, чем в ноябре 2018 г.).

При этом в январе рост цен ускорился как в годовом сопоставлении, так и в месячном (с поправкой на сезонность), что было в том числе связано с влиянием повышения ставки НДС. Уже в феврале месячные темпы удорожания непродовольственных товаров (с поправкой на сезонность) вернулись к уровню, характерному для сентября-декабря 2018 г. (0,3%). Это может являться, в частности, признаком того, что возможности производителей и торговых организаций переносить воз-

<sup>2</sup> Текущий прогноз урожая зерновых Минсельхоза России составляет 118 млн т, что на 5% больше, чем в 2018 году. Эксперты рынка и аналитические агентства также ожидают увеличения урожая.

ПРИРОСТ ЦЕН НА САХАР И МЯСОПРОДУКТЫ  
(в % к декабрю 2015 г.)

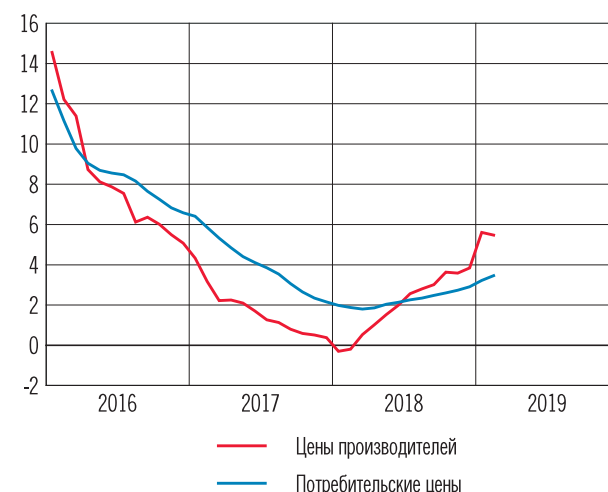
Рис. 2.10



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

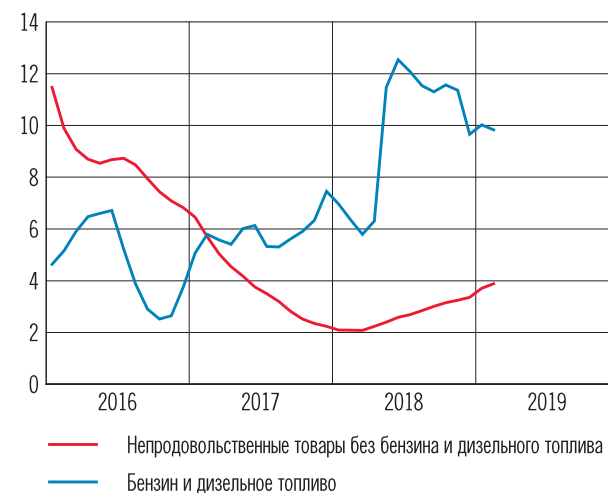
Рис. 2.11



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.12



Источник: Росстат.

росший НДС в цены ограничены. Умеренные темпы повышения цен на непродовольственные товары указывают в целом на сдержанное влияние повышения ставки НДС на ценовую динамику.

**Моторное топливо.** Рост цен на основные виды моторного топлива (бензин и дизельное топливо) во второй половине 2018 – начале 2019 г. замедлялся (рис. 2.12) в условиях выполнения крупнейшими нефтяными компаниями соглашений с Правительством Российской Федерации. В декабре 2018 г. цены на него снизились, за январь-февраль выросли на 0,6%, что находится в рамках достигнутых договоренностей на I квартал. Годовые темпы прироста по сравнению с ноябрем снизились на 1,5 п.п., до 9,8%. Газовое моторное топливо с октября 2018 г. дешевет после достаточно быстрого удорожания в мае-сентябре. В целом динамика цен на него соответствует тренду повышения цен на бензин и дизельное топливо, отличаясь повышенной волатильностью (рис. 2.13).

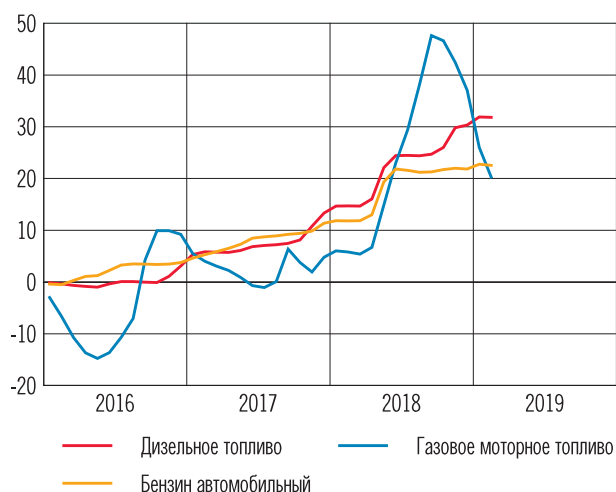
**Прочие непродовольственные товары.** Годовые темпы удорожания непродовольственных товаров (без бензина и дизельного топлива) в декабре 2018 – феврале 2019 г. повысились до 3,9% (на 0,6 п.п. выше, чем в ноябре 2018 г.).

При этом динамика цен на отдельные товарные группы заметно различалась (рис. 2.14). Так, продолжилось повышение годовых темпов прироста цен на легковые автомобили, инструменты, бытовую химию. Напротив, замедлились годовые индексы удорожания обуви, сотовых телефонов, телерадиотоваров. Это указывает на то, что, помимо налоговых решений, на динамику цен на непродовольственные товары значимое влияние оказывали и другие факторы, в том числе консервативное потребительское поведение населения.

Месячные темпы прироста цен на непродовольственные товары (без нефтепродуктов) в январе ускорились, по оценке, до 0,7% (с поправкой на сезонность), после роста на 0,3% в апреле-декабре 2018 года. В феврале темпы удорожания снизились до 0,4%. Замедление ценовой динамики может указывать на то, что перенос НДС в цены в значительной мере завершен.

ПРИРОСТ ЦЕН НА НЕФТЕПРОДУКТЫ  
(в % к ДЕКАБРЮ 2015 г.)

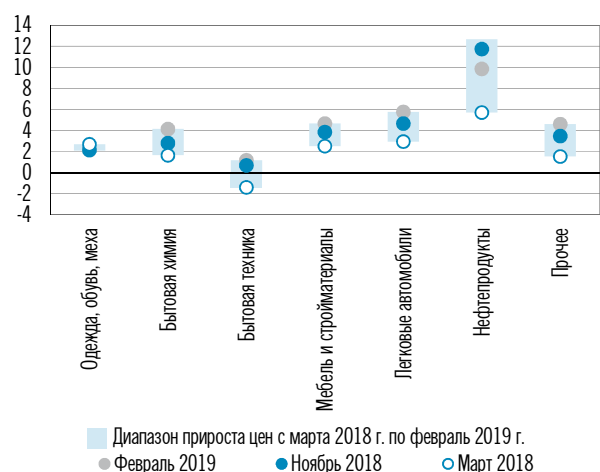
Рис. 2.13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРИРОСТ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ ТОВАРОВ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Тем не менее нельзя исключать, что остаются товарные запасы, сформированные до изменения ставки НДС. По мере перезаключения контрактов в продажу будут поступать товары, облагаемые по новой ставке налога. Кроме того, сдержанная динамика спроса и конкуренция за долю рынка не позволяют производителям и торговым предприятиям быстро переносить изменения налога в цену. С учетом этих факторов в ближайшие месяцы могут проявиться отложенные эффекты налоговых решений.

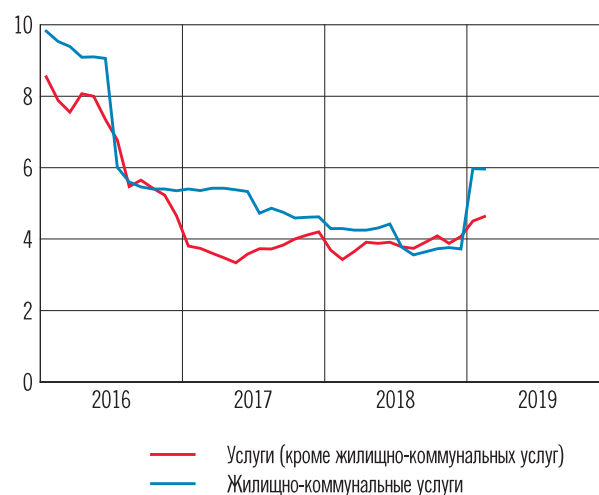
## УСЛУГИ

В январе 2019 г. заметно возросли годовые темпы прироста цен на услуги (на 1,1 п.п., до 5,0%) после в целом стабильной динамики в 2018 г. (тогда они колебались в диапазоне 3,7–4%). В значительной мере это было связано с динамикой регулируемых цен и тарифов, главным образом на жилищно-коммунальные услуги (рис. 2.15). В феврале повышение роста цен на услуги затормозилось, его годовые темпы составили 5,1%. Месячные темпы (с поправкой на сезонность) после январского всплеска в феврале заметно снизились (по оценке, на 0,9 п.п.) – до 0,3%. Это на 0,1 п.п. ниже среднего уровня, сложившегося в период с сентября по декабрь 2018 года.

**Жилищно-коммунальные услуги.** Основной вклад в ускоренное удорожание услуг в январе 2019 г. внесла динамика тарифов на коммунальные услуги, которые были повышены на 1,5–1,9%. Их нехарактерная для этого месяца индексация была обусловлена изменением ставки НДС. Тем не менее повышение в январе будет компенсировано меньшей индексацией совокупного платежа граждан за коммунальные услуги в июле (на 2,4%), поэтому в целом за 2019 г. его увеличение будет находиться вблизи целевого значения инфляции.

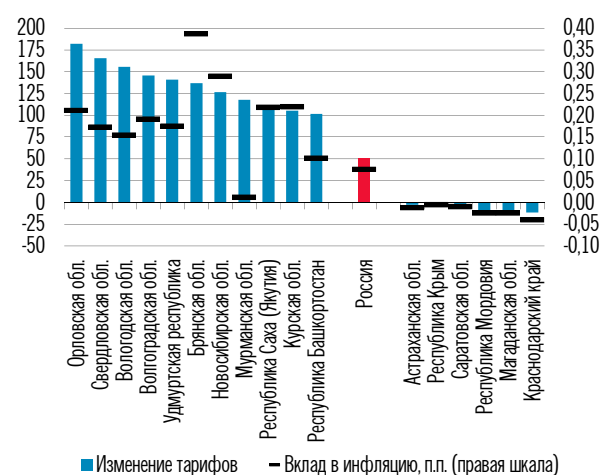
Кроме того, во многих регионах в январе произошло очень значительное повышение тарифов на утилизацию твердых коммунальных отходов (ТКО) в рамках реформы в этой области – в отдельных регионах было отмечено увеличение тарифов в 2–3 раза (рис. 2.16). По оценке Банка России, вклад повышения тарифов на утилизацию ТКО в инфляцию соста-

ПРИРОСТ ЦЕН НА УСЛУГИ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года) Рис. 2.15



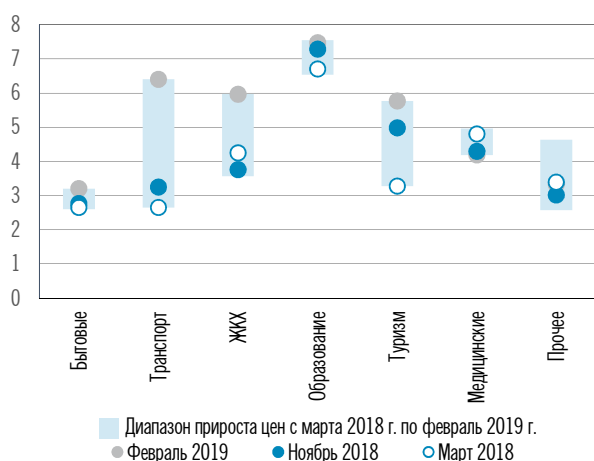
Источник: Росстат.

ИЗМЕНЕНИЕ ТАРИФОВ НА УТИЛИЗАЦИЮ ТКО, ФЕВРАЛЬ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года) Рис. 2.16



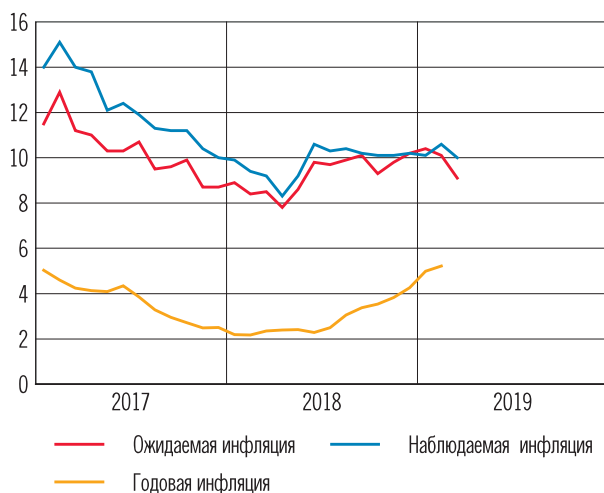
Источник: Росстат.

ПРИРОСТ ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ УСЛУГ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года) Рис. 2.17



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ  
(МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА, %) Рис. 2.18



Источники: Росстат, ООО «инФОМ».

вил от 0,001% (Омская область) до 0,4% (Брянская область), в среднем по России – 0,075%.

В феврале годовые темпы роста цен в данном сегменте рынка стабилизировались. В марте отдельные регионы заявили о возможном пересмотре тарифов вниз уже в ближайшие месяцы, что может отчасти сократить вклад данного фактора в годовую инфляцию в течение 2019 года.

**Услуги (без жилищно-коммунальных).** Заметным было также повышение годовых темпов удорожания пассажирских перевозок, наблюдаемое с декабря 2018 года. Наиболее быстро росли тарифы на услуги городского наземного и воздушного транспорта, что, видимо, в значительной мере было связано с отложенным влиянием повышения цен на топливо в прошлом году.

Изменение цен и тарифов на другие группы услуг было неоднородным (рис. 2.17). За период с ноября 2018 г. по февраль 2019 г. наиболее заметно (на 0,4–0,9 п.п.) выросли цены на услуги связи, бытовые, туристские услуги, что отражало влияние как курсовой динамики, так и повышения ставки НДС. Напротив, замедлились годовые темпы прироста цен на медицинские услуги (на 0,1 п.п.).

В целом в феврале годовые темпы прироста цен на услуги, за исключением жилищно-коммунальных, составили 4,6%, что на 0,8 п.п. выше, чем в ноябре 2018 года.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Инфляционные ожидания экономических субъектов в ноябре 2018 – январе 2019 г. росли, отражая как наблюдаемую ценовую динамику, так и предположения относительно ее ускорения в связи с повышением ставки НДС в начале 2019 года. В феврале-марте ожидания в целом снизились. Это указывает на то, что инфляционный всплеск, связанный с переносом повышения ставки НДС в цены, в значительной мере завершен, и экономические субъекты в дальнейшем ожидают лишь плавной подстройки цен к новой ставке НДС. Тем не менее инфляционные ожидания населения и предприятий остаются повышенными и незаякоренными. В свою очередь, профессиональные аналитики прогнозируют, что инфляция начнет снижаться уже с II квартала 2019 г.

и вернется к уровню около 4% в I квартале 2020 года.

**Инфляционные ожидания населения.** В ноябре 2018 – январе 2019 г., согласно данным опросов, проводимых ООО «инФОМ» по заказу Банка России, медианные оценки инфляции, наблюдаемой населением, сохранялись на повышенном уровне, сложившемся к сентябрю 2018 г. (10,1–10,2%, рис. 2.18). В феврале 2019 г. оценка возросла на 0,5 п.п., до 10,6%. Увеличилась частота упоминаний роста цен на многие товары и услуги, потребляемые населением. Тем не менее уже в марте оценка наблюдаемой инфляции снизилась до 10%, вернувшись к уровню, характерному для второй половины 2018 года. Восприятие домохозяйствами инфляции в целом соответствовало ценовой динамике, складывавшейся на потребительском рынке.

Инфляционные ожидания населения на следующие 12 месяцев росли с ноября и в январе достигли 10,4% – максимального значения за период с августа 2017 года. Как свидетельствовали ответы респондентов, на формирование ожиданий влияло повышение наблюдаемой инфляции, особенно темпов удорожания наиболее часто приобретаемых товаров (продуктов питания и бензина). Отчасти опасения были связаны с возможным влиянием на цены повышения ставки НДС. В январе 2019 г. (впервые с января 2015 г.) ожидаемая инфляция превысила наблюдаемую. Это указывало на усиление обеспокоенности домохозяйств будущей ценовой динамикой.

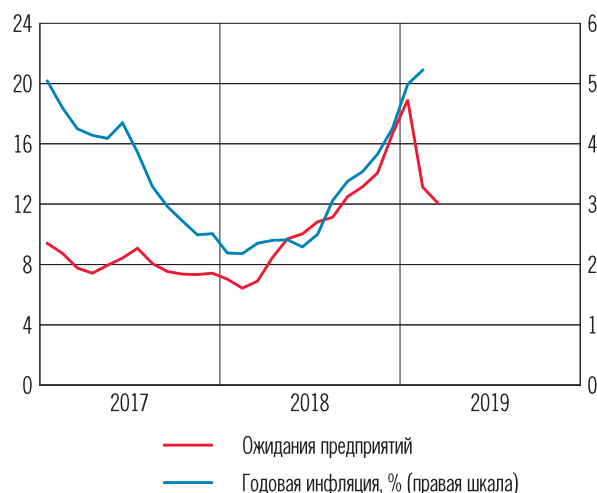
В феврале медианная оценка ожидаемой инфляции снизилась, вновь опустившись ниже наблюдаемой. В марте снижение продолжилось. Это может быть признаком улучшения оценок домохозяйствами перспектив ценовой динамики. Тем не менее их инфляционные ожидания остаются повышенными и незаякоренными.

**Ценовые ожидания предприятий.** По данным опросов предприятий, проводимых Банком России<sup>3</sup>, в ноябре 2018 – январе 2019 г.

<sup>3</sup> Подробнее об опросе см. «Анализ ценовых ожиданий предприятий» (декабрь 2018 г.), [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/62829/analysis\\_18-12.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/62829/analysis_18-12.pdf). Представленный там итоговый индекс – это баланс ответов, то есть разность долей респондентов, утверждающих, что цены вырастут и что цены снизятся.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ  
(БАЛАНС ОТВЕТОВ, П.П.)

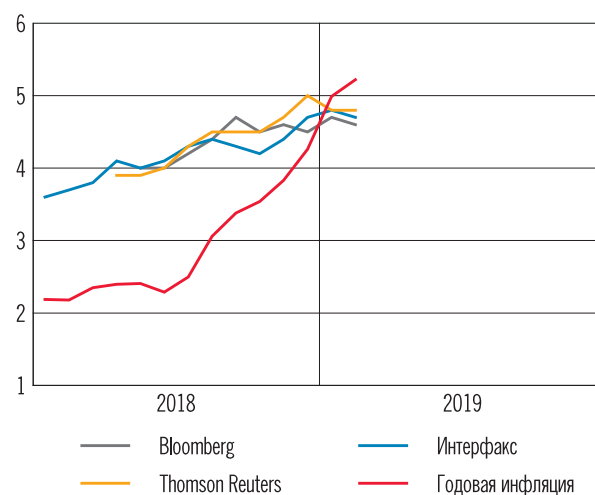
Рис. 2.19



Источники: Росстат, Банк России.

ДИНАМИКА ПРОГНОЗОВ ИНФЛЯЦИИ НА 2019 ГОД  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

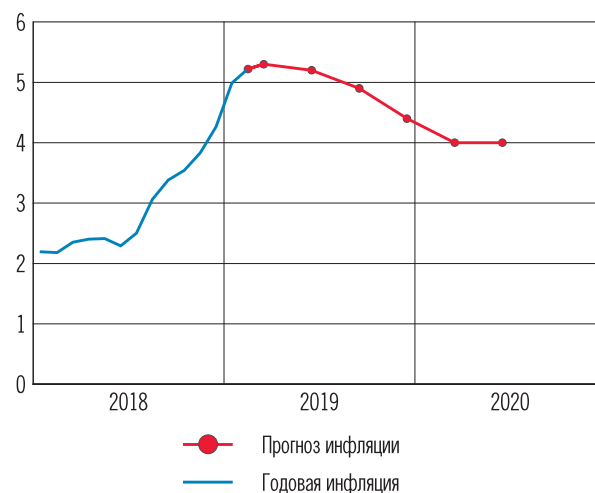
Рис. 2.20



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters, Интерфакс, Росстат.

ПРОГНОЗ АНАЛИТИКОВ ДО СЕРЕДИНЫ 2020 ГОДА  
(МЕДИАННАЯ ОЦЕНКА, %)

Рис. 2.21



Источники: Bloomberg, Росстат.

наблюдалось повышение ценовых ожиданий предприятий на три месяца вперед, как и в предыдущие месяцы 2018 года. Оно происходило вслед за повышением темпов роста цен производителей, обусловленным ослаблением рубля, усилением давления со стороны затрат (в том числе из-за ускорения удорожания нефти и нефтепродуктов, а также зерна), повышением в начале 2019 г. ставки НДС.

Однако уже в феврале 2019 г. произошло существенное снижение ценовых ожиданий предприятий, которое продолжилось в марте (рис. 2.19). Наиболее заметно снизились ожидания в торговле, строительстве, сельском хозяйстве. Это может служить признаком того, что предприятия оценивали процесс переноса повышения ставки НДС в цены как в значитель-

ной мере завершённый. Тем не менее их ценовые ожидания, как и инфляционные ожидания населения, сохраняются незаякоренными.

**Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков.** В конце 2018 – начале 2019 г. прогнозы экспертов относительно инфляции в конце 2019 г. повышались (рис. 2.20). В феврале прогнозный диапазон несколько сузился и составил 4,7–5,1%. При этом аналитики, как и Банк России, полагают, что ускорение инфляции в 2019 г. носит временный характер. Их среднесрочные прогнозы сохраняют привязку к цели по инфляции. По их прогнозам, годовые темпы прироста потребительских цен начнут понижаться уже с II квартала 2019 г. и вернуться к уровню около 4% в I квартале 2020 г. (рис. 2.21).

### 3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

*Внешние условия развития экономики России в конце 2018 г. и первые месяцы 2019 г. были достаточно благоприятными. Цена нефти марки Urals в январе-феврале 2019 г. превысила уровень, заложенный в базовый сценарий ДоДКП 4/18. При этом в целом внешнее инфляционное давление оставалось невысоким. Уменьшались ожидания в отношении жесткости финансовых условий в развитых странах. Происходила нормализация страновых премий за риск СФР, включая Россию.*

*Курс рубля в конце 2018 г. и первые месяцы 2019 г. оставался относительно стабильным и сложился несколько крепче, чем ожидал Банк России при подготовке декабрьского прогноза.*

*С начала 2019 г. денежно-кредитные условия в России существенно не изменились. Продолжился рост депозитных ставок, что поддерживало привлекательность депозитов для вкладчиков. На кредитном рынке также наблюдался рост ставок, но он был неустойчивым и неоднородным. Вместе с тем вслед за позитивной динамикой настроений на внешних и внутренних финансовых рынках ожидания участников по уровню ставок на длинные сроки в течение января-февраля снижались.*

*По итогам 2018 г. темп роста ВВП оказался выше, чем прогнозировал Банк России. Это связано как с рядом временных факторов, действовавших в российской экономике в этот период, так и с существенным уточнением данных Росстата в части объема строительных работ в российской экономике.*

*В конце 2018 – первые месяцы 2019 г. продолжилось умеренное повышение производственной активности. Расширение инвестиционной активности оставалось неустойчивым при сохранении неоднородности динамики ее различных показателей. Потребительская активность была сдержанной на фоне неустойчивой динамики реальных доходов населения, а также повышения в январе ставки НДС и временного ускорения инфляции. Поддержку спросу оказывал продолжающийся рост розничного кредитования. Рынок труда в конце 2018 – начале 2019 г. находился вблизи равновесия, динамика его основных индикаторов соответствовала ожиданиям Банка России.*

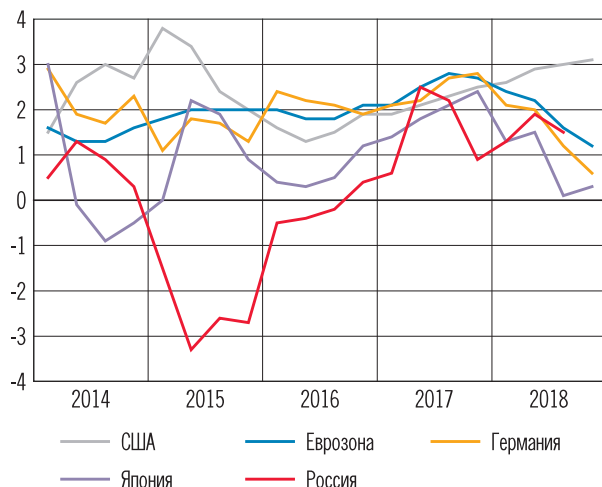
*По прогнозу Банка России, в I–II кварталах 2019 г. ВВП продолжит расти умеренными темпами на фоне сдержанных темпов расширения внутреннего (инвестиционного и потребительского), а также внешнего спроса.*

*Ситуация в корпоративном секторе экономики оставалась в целом стабильной. Финансовое положение организаций в 2018 г. преимущественно улучшалось. Долговая нагрузка компаний в конце 2018 г. продолжала снижаться, в том числе на фоне сдержанного роста корпоративного кредитования.*

*По итогам 2018 г. бюджет расширенного правительства впервые с 2012 г. был сведен с профицитом. Финансовая позиция расширенного правительства в 2018 г. оценивается Банком России как сдерживающая. На горизонте 2019 г. и в среднесрочной перспективе, по оценкам Банка России, доля инвестиционных расходов расширенного правительства будет постепенно увеличиваться, в том числе в рамках реализации национальных целей и приоритетных проектов (см. главу «Перспективы развития экономической ситуации»).*

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ  
И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

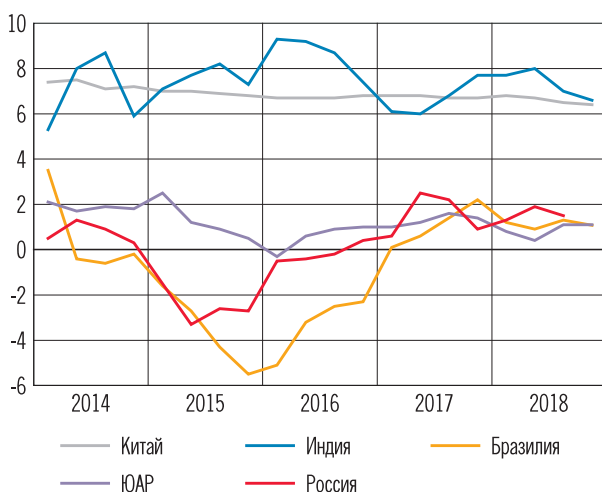
Рис. 3.1.1



Источник: Bloomberg.

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: СФР И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

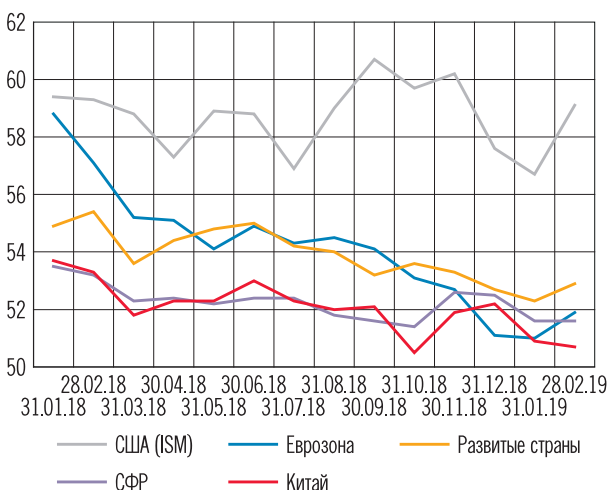
Рис. 3.1.2



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI COMPOSITE  
(пунктов)

Рис. 3.1.3



Источник: Bloomberg.

## 3.1. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

### МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

**Экономический рост в мире.** В декабре-феврале продолжилось замедление темпов роста в большинстве как промышленно развитых стран (ПРС), так и стран с формирующимися рынками (СФР). Так, в IV квартале 2018 г. годовые темпы прироста ВВП замедлились у таких торговых партнеров России, как еврозона и Китай. В еврозоне – с 1,6 до 1,2% г/г, а рост за весь 2018 г. оказался самым низким за последние четыре года, составив 1,8% (в 2017 г. – 2,4%). В Китае основное замедление пришлось на III квартал 2018 г. (с 6,7 до 6,5%), в IV квартале «мягкая посадка» экономики продолжилась (6,4%), а рост за весь год составил 6,6% (в 2017 г. – 6,7%), что стало минимальным значением за последние 28 лет.

Как уже отмечалось в ДоДКП 4/18, изменения в области торговых соглашений, риски введения новых тарифов, а также ухудшение экономических ожиданий сказываются прежде всего на экономиках, ориентированных на экспорт, таких как Китай или ведущая экономика еврозоны – Германия, где квартальный прирост ВВП в IV квартале составил 0% после снижения на 0,2% в III квартале. По сути, немецкая экономика балансирует между стагнацией и рецессией. Дополнительное негативное влияние на темпы роста оказало временное сокращение производства в автомобильной промышленности, связанное с переходом на новые экологические стандарты.

В США годовые темпы роста ВВП сохраняются на высоком уровне (3,1% г/г в IV квартале), но из квартальных данных видно, что действие фактора бюджетного стимулирования на экономику постепенно сходит на нет.

Среди других крупных экономик высокие темпы роста сохраняются в Индии, где темпы роста ВВП составили 6,6% (в III квартале – 7%). Замедление темпов роста в IV квартале было отмечено в Канаде, Мексике, Бразилии.

Индикаторы PMI указывают на дальнейшее замедление экономической активности в начале текущего года в большинстве ПРС и СФР, в том числе в еврозоне и Китае. В фев-

рале замедление активности в еврозоне приостановилось за счет сектора услуг (PMI повысился с 51,2 до 52,3), но в промышленности замедление продолжилось (PMI снизился с 50,5 до 49,2). В США экономическая активность снизилась с высоких до нормальных уровней.

**Инфляция в мире.** Внешнее инфляционное давление в декабре-феврале в целом оставалось невысоким – как в ПРС, так и в большинстве СФР (рис. 3.1.4, 3.1.5). В США инфляция в феврале замедлилась в годовом выражении до 1,5% (в декабре – 1,9%), в еврозоне – незначительно ускорилась, до 1,5% (в декабре – 1,4%). Среди других ПРС темпы роста цен снизились в Канаде и Австралии, в Японии инфляция вновь приблизилась к нулю. Среди крупных СФР инфляция в феврале в Китае опустилась до 1,7% (в декабре – 1,9%), в Индии в феврале темпы роста цен ускорились с 2% в январе (что является нижней границы целевого диапазона по инфляции) до 2,6% в феврале. По мере переноса в потребительские цены снижения цен на энергоносители (относительно пиков прошлого года) и замедления темпов роста основных экономик инфляционное давление продолжит оставаться сдержанным.

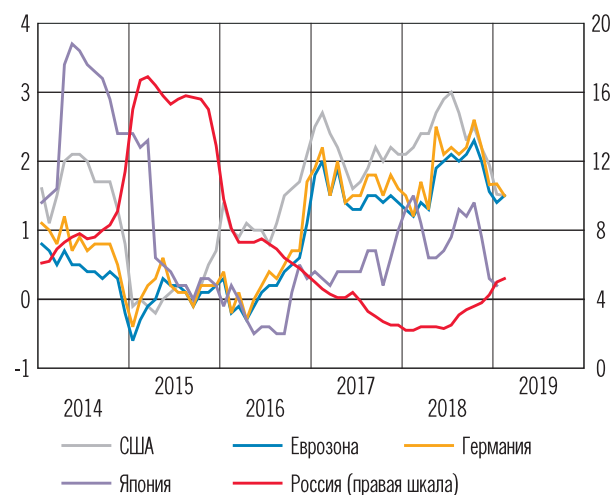
### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЗАРУБЕЖНЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

В начале года в ответ на замедление темпов роста и снижение прогнозов роста на 2019–2020 гг. в большей части стран монетарные власти взяли паузу в ужесточении денежно-кредитной политики. Определенную роль сыграла и волатильность мировых финансовых рынков в конце 2018 г., которая проявилась прежде всего в значительном снижении фондовых индексов в США.

**Денежно-кредитная политика США и еврозоны.** ФРС США в декабре в четвертый раз за 2018 г. повысила ставку на 25 базисных пунктов. Однако признаки замедления мировой экономики и снижение на фондовом рынке США привели к тому, что в январе-марте представители регулятора существенно смягчили риторику относительно как дальнейшей нормализации, так и параметров сокращения баланса. Опубликованная по итогам заседания 19–20 марта текущего года диаграмма («дот-

ИНФЛЯЦИЯ: РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

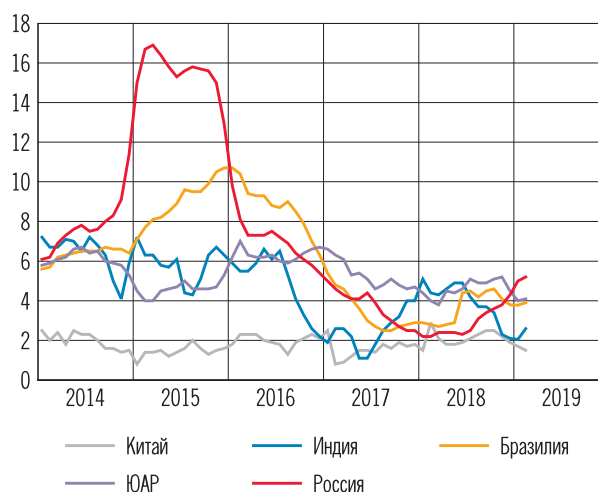
Рис. 3.1.4



Источник: Bloomberg.

ИНФЛЯЦИЯ: СФР И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

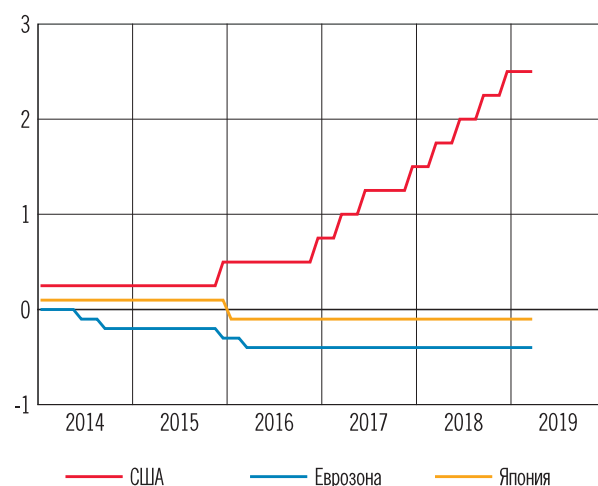
Рис. 3.1.5



Источник: Bloomberg.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ (%)

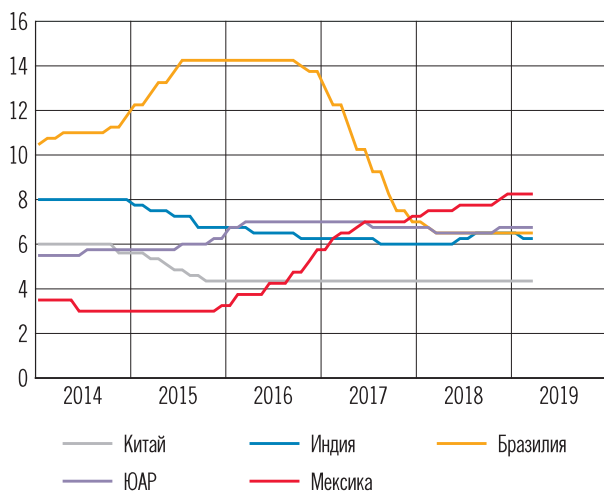
Рис. 3.1.6



Источник: Bloomberg.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, СФР  
(%)

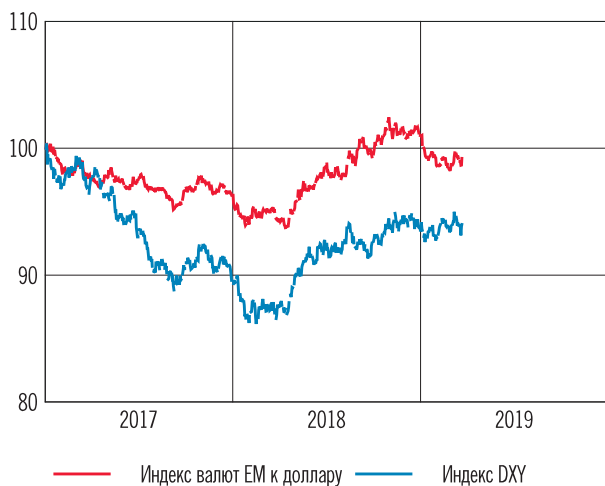
Рис. 3.1.7



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА К ВАЛЮТАМ РАЗВИТЫХ  
И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН  
(100 = 1.03.2017)

Рис. 3.1.8



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(ИЗМЕНЕНИЕ К 3.01.2017, п.п.)

Рис. 3.1.9



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

плот») ожиданий членов Комитета по открытому рынку ФРС показывает, что медиана ожидаемый соответствует неизменной целевой ставке по федеральным фондам в 2019 г. (в декабре предполагалось два повышения) и прогнозирует лишь одно повышение – на 25 б.п. в 2020 г. (так же, как и в декабре). Долгосрочный уровень целевой ставки остался на уровне 2,75%. Процесс сворачивания баланса ФРС замедлится с мая и прекратится в конце сентября текущего года.

ЕЦБ с конца 2018 г. завершил программу количественного смягчения, но уже в марте текущего года на фоне спада экономической активности в еврозоне объявил о дополнительных стимулах в виде нового раунда программы целевого долгосрочного льготного кредитования (TLTRO III). Одновременно было подтверждено, что в текущем году повышение ставки в еврозоне не состоится.

**Денежно-кредитная политика других стран.** Среди других стран можно отдельно отметить повышение ключевых ставок в Мексике (вслед за США), Чили, Таиланде. В Индии на фоне приближения инфляции к нижней границе целевого диапазона ставка была снижена на 0,25 п.п., до 6,25%.

## МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

**Валюты.** Индекс валют СФР к доллару США заметно укрепился в январе, вернувшись на уровни середины 2018 г., и затем стабилизировался в узком интервале в феврале-марте. Волатильность большинства валют существенно снизилась по сравнению с IV кварталом. Валюты стран, находившихся под наибольшим давлением в III квартале (Турции и Аргентины), оставались стабильными к доллару США в декабре-январе благодаря проведению жесткой денежно-кредитной политики и усилиям правительств. Ослабление аргентинского песо возобновилось в феврале из-за ускорения инфляции и ухудшения экономических данных, однако не приводило к значимым изменениям курсов валют других стран Латинской Америки. Динамика валют развитых стран была разнонаправленной. Изменение ожидаемого уровня ставок в США способствовало осла-

блению американской валюты к таким валютам, как японская иена и фунт. В то же время слабость экономических данных, поступавших из еврозоны, не позволила укрепиться европейской валюте.

**Процентные ставки.** Замедление мирового экономического роста и снижение мировых цен на энергоносители привели к ослаблению инфляционного давления на большинство развитых и развивающихся стран. Это способствовало снижению ожиданий по темпам ужесточения денежно-кредитной политики США и других стран, смягчению риторики крупнейших центральных банков и снижению ставок долгового рынка. В результате доходность по 10-летним гособлигациям США после заседания ФРС 19–20 марта опустилась ниже отметки 2,50%, что означает инверсию кривой доходности государственных облигаций США на участке 3 месяца/10 лет. Доходность снизилась во всех основных странах еврозоны, а также в Великобритании и Японии. Доходность гособлигаций с более коротким сроком погашения оставалась более стабильной, существенно снизившись лишь в США (в диапазоне 2,5–2,6% по двухлетнему долгу) из-за пересмотра количества повышений уже в 2019–2020 гг. и в Италии (закрепилась ниже 0,7%) благодаря снижению политических рисков и достижению договоренностей по бюджету с Еврокомиссией. В развивающихся странах доходности на долговом рынке с конца декабря также преимущественно снижались, в том числе в Турции и Бразилии.

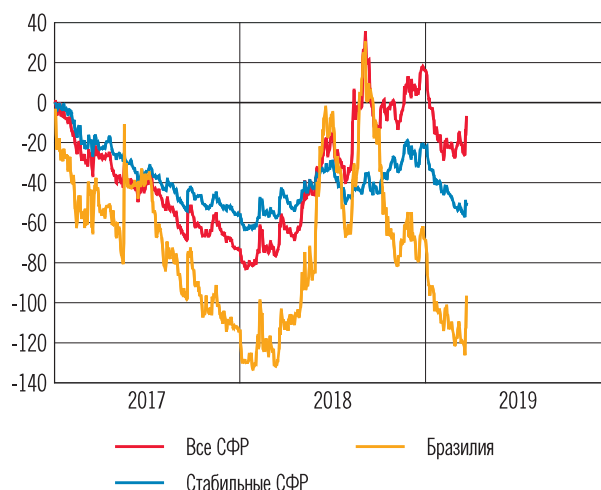
**Страновые риск-премии.** В крупнейших развитых странах рынок кредитно-дефолтных свопов оставался стабильным с середины декабря, стоимость 5-летних контрактов менялась незначительно. В Италии, стоимость страховки от дефолта которой оставалась волатильной из-за сохранения политических рисков, средний уровень риск-премии оставался существенно ниже уровня IV квартала благодаря достижению страной бюджетного компромисса с Евросоюзом. В СФР с конца декабря стоимость 5-летних кредитно-дефолтных свопов значительно снизилась. Для «стабильных» СФР они вернулись на уровни первой поло-

ДОХОДНОСТИ 2-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(ИЗМЕНЕНИЕ К 3.01.2017, П.П.) Рис. 3.1.10



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

CDS РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН  
(ИЗМЕНЕНИЕ К 3.01.2017, Б.П.) Рис. 3.1.11



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

вины 2018 года. Нормализация риск-премий развивающихся стран происходила по мере снижения ожиданий по жесткости финансовых условий в развитых странах, а также благодаря прогрессу, достигнутому в торговых переговорах США и Китая и уменьшению рисков для мировой торговли.

**Акции.** Большинство мировых фондовых бирж достигли локальных минимумов 2018 г. в последние недели декабря, после чего фондовые рынки как ПРС, так и СФР перешли к росту. В январе-марте большинство индексов развивающихся стран смогли вернуться к уровням начала IV квартала, а в отдельных странах, в частности в Китае, значительно превысить их. Чуть медленнее восстанавливались акции развитых стран из-за более выраженного снижения ожиданий по экономическому росту на 2019–2020 годы.

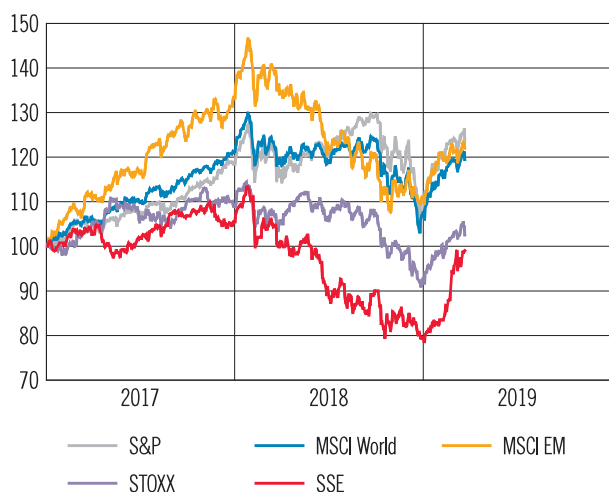
#### МИРОВЫЕ ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

**Нефть.** После снижения в конце 2018 г. мировые цены на нефть – основной товар российского экспорта – в течение первых месяцев 2019 г. росли. Максимум цены нефти марки Urals с начала года был достигнут 20 марта и составил 69 долл. США за баррель, а средняя цена в январе-марте составила 63 долл. США за баррель. Это заметно превышает уровень 55 долл. США за баррель на весь 2019 г., который Банк России закладывал в базовый сценарий в ДодКП 4/18. В связи с такой динамикой пересмотрены предпосылки по цене нефти в 2019 году. Основной причиной такой динамики стало значительное сокращение добычи внутри ОПЕК как в рамках соглашения ОПЕК+, достигнутого в декабре, так и вследствие санкций, направленных против Венесуэлы и Ирана. При этом прогнозы потребления нефти на 2019 г. пересматриваются вниз.

**Нефть – мировой спрос.** Поддержка ценам на нефть со стороны мирового спроса ослабла. Его расширение, по данным МЭА, замедлилось с 1,5 млн барр. в день в 2017 г. до 1,3 млн баррелей в день в 2018 г. в условиях снижения темпов экономического роста Китая и еврозоны. В то же время рост потребления нефти в США ускорился на фоне подъема в эко-

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ  
(100 = 3.01.2017)

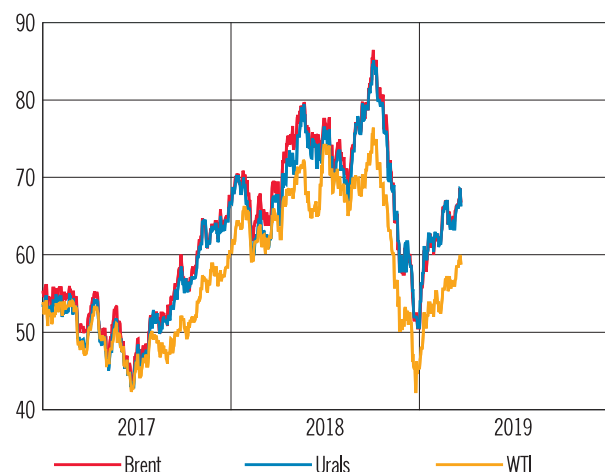
Рис. 3.1.12



Источник: Reuters.

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ  
(ДОЛЛ. США ЗА БАРРЕЛ)

Рис. 3.1.13



Источники: Thomson Reuters, Bloomberg.

номике в условиях стимулирующей налогово-бюджетной политики.

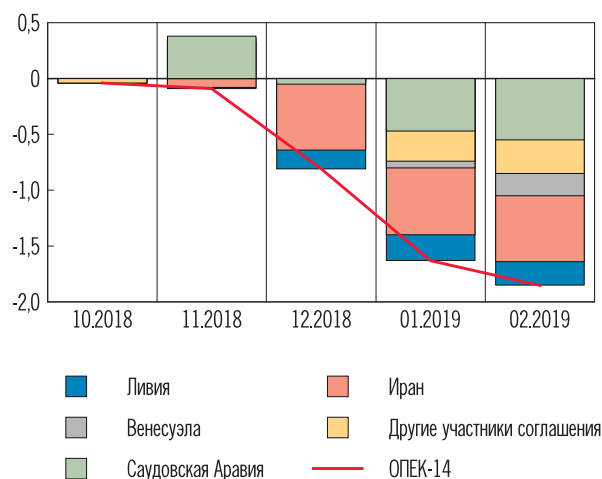
**Нефть – ОПЕК+.** Снижение добычи нефти ОПЕК в январе-феврале более чем на 1,5 млн баррелей в день по сравнению с октябрем обеспечивалось в первую очередь весьма хорошим уровнем выполнения договоренностей, достигнутых в декабре. При этом Саудовская Аравия и некоторые другие члены ОПЕК перевыполняли обязательства. Саудовская Аравия допускала снижение добычи в марте до 9,8 млн баррелей в день, то есть дополнительное сокращение сверх договоренностей на 0,5 млн баррелей в день. Снижение добычи участниками соглашения вне ОПЕК также поддерживало цены на нефть. Например, Россия, по данным Министерства энергетики Российской Федерации, уже сократила добычу с октября примерно на 100 тыс. баррелей в день.

Также заметное снижение наблюдалось в Венесуэле в связи с введением новых санкций США. Ограничения, в результате которых платежи в пользу госкомпании Венесуэлы будут поступать только на заблокированные счета, вынуждают ее прекратить поставки нефти в США. Запрет поставлять легкую нефть из США, необходимую для разбавления венесуэльской тяжелой нефти, дополнительно сдерживает экспорт нефтяной смеси из Венесуэлы. Санкции США также негативно сказались на добыче Ирана, которая с октября упала более чем на 0,5 млн баррелей в день. Вместе с тем в январе-феврале она стабилизировалась на фоне послаблений США для импортеров иранской нефти.

**Нефть – добыча вне ОПЕК+.** В то же время заметное понижательное давление на цены оказывал рост предложения нефти в странах вне ОПЕК, не участвующих в соглашении (Бразилии, США и других). Добыча и экспорт США увеличились до рекордных максимумов на фоне строительства трубопроводов от месторождений к портам. В дальнейшем ожидается, что увеличение предложения нефти США продолжится, но более медленными темпами на фоне планов компаний по снижению капитальных затрат. Его расширение также будет

ИЗМЕНЕНИЕ ДОБЫЧИ СЫРОЙ НЕФТИ СТРАН ОПЕК С ОКТЯБРЯ 2018 года\*  
(МЛН БАРР. В ДЕНЬ)

Рис. 3.1.14

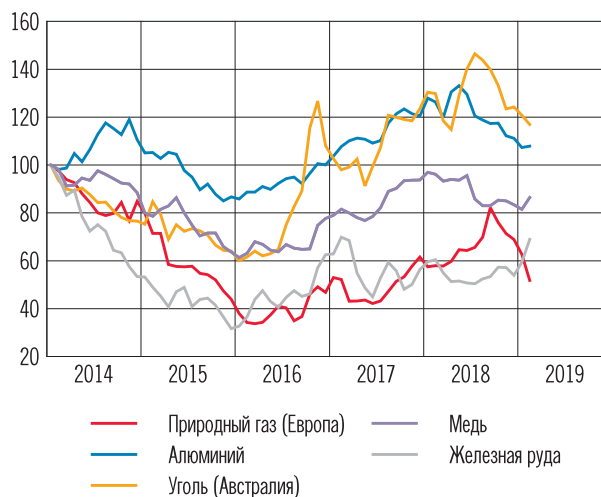


\* Для Кувейта – с сентября 2018 года.

Источник: расчеты на основе данных из вторичных источников ОПЕК.

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ТОВАРЫ РОССИЙСКОГО ЭКСПОРТА  
(ЯНВАРЬ 2014 г. = 100%)

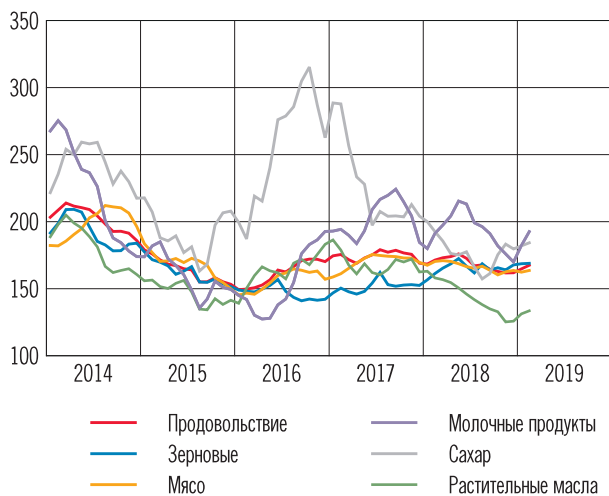
Рис. 3.1.15



Источник: Всемирный банк.

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ  
(2002–2004 гг. = 100%)

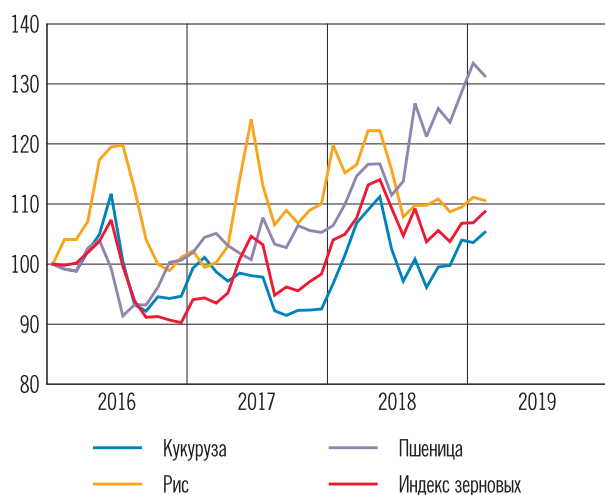
Рис. 3.1.16



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА ЗЕРНОВЫЕ  
(ЯНВАРЬ 2016 г. = 100%)

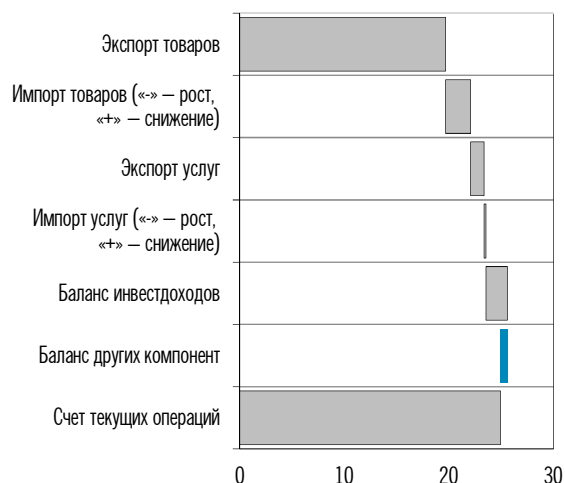
Рис. 3.1.17



Источники: Всемирный банк, Bloomberg.

СТРУКТУРА ПРИРОСТА САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ  
ОПЕРАЦИЙ В IV КВАРТАЛЕ 2018 г.  
(млрд долл. США к соответствующему кварталу предыдущего года)

Рис. 3.1.18



Источник: Банк России.

сдерживаться снижением буровой активности, начавшимся в конце 2018 года.

### Ситуация на других сырьевых рынках.

Динамика мировых цен на другие ключевые товары экспорта России была смешанной (рис. 3.1.15). Природный газ в Европе в феврале подешевел до минимальных значений с осени 2017 г. вследствие теплой зимы. Мировые цены на железную руду в январе-феврале подросли из-за перебоев поставок из Австралии и Бразилии, связанных с авариями. В то же время цены на алюминий понизились на фоне обеспокоенности замедлением роста Китая и снятием санкций США с РУСАЛа. Мировые цены на уголь продолжили снижаться в связи с ограничениями Китая на его импорт.

**Продовольствие.** Динамика мировых цен на продовольствие по-прежнему не оказывает сильного давления на инфляцию в России, особенно на фоне невысокой доли импорта в потреблении ряда продовольственных товаров<sup>1</sup>. В январе-феврале 2019 г. индекс мировых цен на продовольствие ФАО оставался ниже прошлогоднего уровня. Его рост к декабрю на 3% обеспечивался за счет увеличения цен на молочные продукты на фоне ограниченных экспортных поставок из Европы и ожиданий сезонного уменьшения экспорта из Океании. Мировые цены на зерновые тоже повысились в условиях уменьшения экспорта пшеницы в Черноморском регионе и опасений нарушения поставок кукурузы. Природное явление Эль-Ниньо может сказаться на некоторых регионах, но в ФАО не ожидают, что в целом его эффект будет существенным.

### ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**Счет текущих операций.** В IV квартале 2018 г. профицит текущего счета увеличился на 25 млрд долл. США<sup>2</sup>, до 38 млрд долл. США (за 2018 г. в целом: 114 млрд долл. США, или 7% ВВП). Основным фактором расширения профицита было увеличение экспорта на фоне высоких цен на энергоносители. Также значимый

<sup>1</sup> По данным Росстата, в России в I–III кварталах 2018 г. доля импорта в товарных ресурсах мяса и птицы – 8%, сыров – 28%, растительных масел – 18%.

<sup>2</sup> Здесь и далее представлены изменения по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, если не указано иное.

вклад внесло сокращение импорта товаров и улучшение баланса инвестиционных доходов. По оперативным данным, за январь-февраль 2019 г. профицит текущего счета сложился на уровне 22 млрд долл. США (за последние 12 месяцев – 116 млрд долл. США).

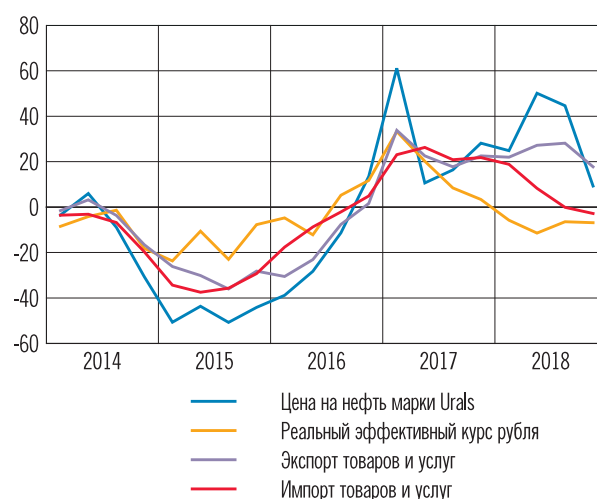
**Экспорт.** На фоне снижения к концу 2018 г. мировых цен на многие сырьевые товары рост экспорта товаров и услуг замедлился с 28% в III квартале до 18% в IV квартале. Росту физического объема экспорта нефти способствовало наращивание ее добычи в России до достижения новых договоренностей ОПЕК+ в декабре 2018 года. На европейском рынке Россия оставалась крупнейшим поставщиком с долей в импорте ЕС около 30%, согласно данным Евростата. Вместе с тем усилилась конкуренция со стороны США. Вес США в импорте нефти и нефтепродуктов ЕС вырос до 6% (годом ранее – 4%). Физический объем экспорта газа России после роста в предыдущие периоды снизился в IV квартале 2018 г. за счет эффекта высокой базы и на фоне ослабления экономического роста ключевых импортеров – Германии и Турции. Рост стоимостного объема не-нефтегазового экспорта товаров замедлился до 5 с 9% в III квартале на фоне уменьшения урожая зерновых с рекордного уровня 2017 г. и менее благоприятной ситуации с металлами. В январе-феврале 2019 г. стоимостный объем экспорта товаров и услуг незначительно снизился на фоне менее высоких цен на нефть по сравнению с январем-февралем 2018 года.

**Импорт.** Стоимостный объем импорта товаров и услуг в IV квартале 2018 г. сократился на 3% в условиях снижения реального эффективного курса рубля на 7%. При этом уменьшение импорта произошло за счет как физического объема, так и цен. Наибольший вклад в сокращение стоимостного объема импорта внесли машины для сжижения воздуха и газов, суда и некоторые виды оборудования. В январе-феврале 2019 г. стоимостный объем импорта продолжил сокращаться на фоне ослабления рубля.

**Финансовый счет – частный сектор.** Сальдо финансового счета по частному сектору в IV квартале 2018 г. увеличилось на 22 млрд долл. США, до 30 млрд долл. США (за 2018 г. в целом – 68 млрд долл. США, или 4% ВВП),

ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ  
(в % к соответствующему кварталу предыдущего года)

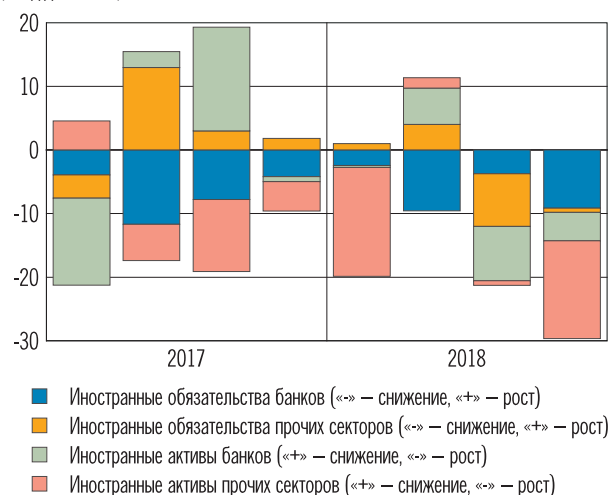
Рис. 3.1.19



Источники: Банк России, Thomson Reuters.

ДИНАМИКА ОСНОВНЫХ КОМПОНЕНТОВ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА ПО ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ  
(млрд долл. США)

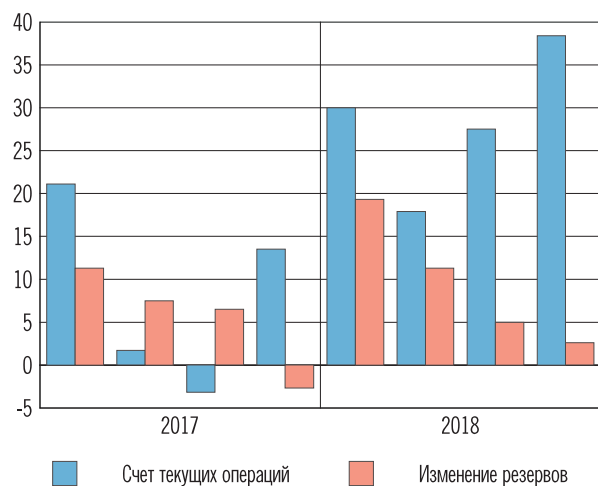
Рис. 3.1.20



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА РЕЗЕРВНЫХ АКТИВОВ  
И СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ  
(млрд долл. США)

Рис. 3.1.21



Источник: Банк России.

КУРС РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США  
(руб./долл. США)

Рис. 3.1.22



Источник: Reuters.

в основном за счет роста иностранных активов. На банковских счетах аккумулировался более значительный объем валюты на фоне более высоких цен на нефть и приостановки покупок валюты в рамках бюджетного правила. Российские компании не только наращивали активы в виде прямых зарубежных инвестиций, но и предоставляли торговые кредиты и авансы нерезидентам. Кроме того, как и в III квартале, заметный вклад в увеличение сальдо финансовых операций частного сектора в IV квартале 2018 г. внесло сокращение иностранных обязательств как банков, так и компаний на фоне ограниченного доступа к западным рынкам капитала. Оперативные данные за январь-февраль указывают на аналогичную динамику потоков капитала в частном секторе в начале года.

**Финансовый счет – государственный сектор.** Сальдо финансового счета по госсектору в IV квартале 2018 г. сложилось на уровне около нуля на фоне уменьшения продаж нерезидентами гособлигаций России на вторичном рынке по сравнению с III кварталом 2018 года.

**Валютные резервы.** Прирост резервов в IV квартале 2018 г. за счет операций был незначительным в условиях приостановки приобретения валюты в рамках бюджетного правила – как регулярных (начатых 15 января), так и отложенных в 2018 г. (начатых 1 февраля в объеме 2,8 млрд руб. в день).

## ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

**Курс рубля.** Курс рубля в конце 2018 – начале марта 2019 г. оставался относительно стабильным. Ослабление рубля, наблюдавшееся во второй половине декабря, было вызвано операциями отдельных крупных участников рынка и было компенсировано повышением цен на нефть и позитивной динамикой на мировых финансовых рынках уже в январе 2019 года. Во второй половине марта рубль вновь значительно укрепился, что, как и в начале года, было связано с ростом спроса на рискованные активы на фоне смягчения риторики ФРС США. Кроме того, поддержку рублю в течение I квартала оказывали прогресс

в торговых переговорах Китая и США (через рост спроса на рискованные активы) и рост мировых цен на нефть. Накануне заседания Совета директоров по ключевой ставке 22 марта курс доллара США к рублю опустился ниже 64 руб. за доллар, что было минимальным уровнем с августа 2018 года. В целом средний курс рубля за I квартал 2019 г. оказался крепче, чем ожидал Банк России при подготовке прогноза ДоДКП 4/18.

## 3.2. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

**Краткосрочные ставки.** Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного рынка формировались в нижней половине процентного коридора, вблизи ключевой ставки Банка России. Средний спред с начала года по 22 марта составил -19 б.п. (в IV квартале: -22 б.п.); он колебался в интервале от -55 до 3 б.п. (в IV квартале: от -68 до 7 б.п.). Подробнее о формировании ставок МБК и ситуации с ликвидностью см. раздел «Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики».

**Валютная ликвидность.** Спред ставок в сегментах МБК и «валютный своп» сузился на фоне благоприятной ситуации с валютной ликвидностью в банковском секторе. Средний спред краткосрочных ставок в этих сегментах в декабре-ноябре составил 14 б.п. – на 54 б.п. выше, чем за сентябрь-декабрь (-40 б.п.). Ситуацию с валютной ликвидностью поддерживал сезонно высокий приток валюты по текущему счету платежного баланса в условиях невысоких покупок валюты в рамках бюджетного правила. Начало проведения регулярных и отложенных в 2018 г. покупок валюты в рамках бюджетного правила не оказало существенного негативного влияния на ситуацию с валютной ликвидностью, как и увеличение нерезидентами длинных позиций по рублю и соответствующий рост рублевого кредитования в сегменте «валютный своп». В краткосрочной перспективе ожидается сохранение спреда ставок в сегментах МБК и «валютный своп» вблизи нуля.

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР  
БАНКА РОССИИ  
(% годовых)

Рис. 3.2.1



Источник: Банк России.

СПРЕД СТАВКИ В СЕГМЕНТЕ «ВАЛЮТНЫЙ СВОП»  
К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ  
(п.п.)

Рис. 3.2.2



\* Вмененная 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.

**Долгосрочные ставки.** Ставки денежного рынка на срок более одного дня формировались в соответствии с динамикой краткосрочных ставок. Решение Банка России об увеличении ключевой ставки на 25 б.п. 14 декабря 2018 г. привело к росту ставок на сроки до года в результате пересмотра участниками рынка ожидаемой траектории ключевой ставки. В январе-марте ожидания на длинные сроки несколько снизились, отражая позитивные настроения на внешних и внутренних финансовых рынках, а также снижение инфляционных ожиданий. В марте снижение ожидаемых ставок было также связано с фактической инфляционной динамикой. В ближайшие месяцы динамика долгосрочных ставок, как и ранее, будет зависеть от денежно-кредитной политики Банка России – уровня краткосрочной ставки и ее ожидаемой траектории в будущем.

### ФОНДОВЫЙ РЫНОК

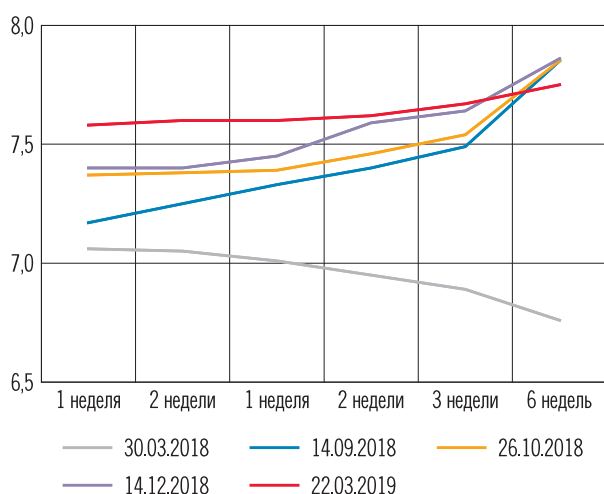
В январе-марте 2019 г. ситуация на российском фондовом рынке была более благоприятной, чем прогнозировал Банк России перед Советом директоров в декабре 2018 г., во многом вследствие более благоприятной ситуации на мировых финансовых рынках, роста цены нефти, изменения ожиданий по траектории денежно-кредитной политики Банка России, а также отсутствия негативных изменений в санкционной риторике в отношении России.

**Рынок государственных облигаций.** Значительная часть притока иностранного капитала была направлена на рынок государственных облигаций. В январе, феврале и марте иностранные инвесторы приобрели бумаги на 64, 88 и 97 млрд руб. соответственно. Новости о возможном ужесточении антироссийских санкций, появившиеся в середине февраля, временно снизили интерес нерезидентов к российским активам, но не вызвали значительного оттока их средств, как это было в аналогичные эпизоды в прошлом. Помимо глобального спроса на рискованные активы, росту вложений нерезидентов в ОФЗ способствовало решение Минфина России отменить лимиты на аукционах ОФЗ.

Среди отечественных инвесторов крупнейшими покупателями бумаг были системно значимые банки, которые с начала года приобрели

КРИВАЯ ROISFIX  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 3.2.3



Источник: СРО НФА.

ДОХОДНОСТИ ОФЗ  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 3.2.4



Источники: Московская Биржа, Банк России.

бумаги на 191 млрд рублей. Коллективные инвесторы, которые активно наращивали портфель в последние годы, в 2019 г. не совершали крупных покупок.

Возвращение спроса нерезидентов ожидаемо способствовало снижению доходности ОФЗ по сравнению с серединой декабря 2018 года. При этом спред между доходностью длинных и коротких выпусков, сужавшийся в начале февраля до годового минимума, вернулся к среднему уровню за 2018 г., в основном из-за снижения доходности краткосрочных ОФЗ, более чувствительных к ожиданиям по траектории ключевой ставки Банка России.

**Рынок корпоративных облигаций.** На рынке корпоративных облигаций существенных изменений не наблюдалось. Доходность после роста в конце 2018 г. в январе вернулась к среднему за сентябрь-декабрь уровню вслед за снижением доходности государственных облигаций. Темпы прироста портфеля корпоративных облигаций продолжили снижаться, что во многом объясняется негативными тенденциями на облигационном рынке, наблюдавшимися во второй половине 2018 года.

При этом спред между доходностью корпоративных и государственных облигаций продолжил расширяться, что в случае снижения внешних рисков будет способствовать спросу инвесторов на данный тип бумаг.

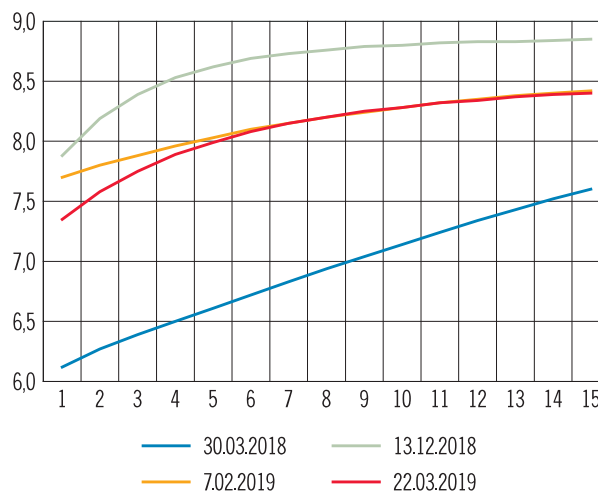
**Рынок акций.** Российские индексы акций, как и мировые фондовые индексы, активно росли в январе-феврале (рис. 3.2.9), отыгравая изменение риторики ФРС США и прогресс в торговых переговорах США и Китая. Во второй половине февраля – марте эти факторы ушли на второй план и большинство рынков СФР находились на достигнутом уровне. Эта динамика согласуется с операциями иностранных инвесторов, которые в январе приобрели акции российских компаний на 38 млрд руб., что является как минимум 5-летним рекордом (более ранняя статистика недоступна), а в феврале-марте не совершали существенных покупок.

### ДЕПОЗИТНО-КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

**Депозитные ставки.** В конце 2018 г. и начале 2019 г. продолжался рост депозитных ставок (рис. 3.2.10). По предварительным оценкам,

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ  
(% ГОДОВЫХ)

Рис. 3.2.5



Источник: Московская Биржа.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ  
10-ЛЕТНИХ И 2-ЛЕТНИХ ОФЗ  
(п.п.)

Рис. 3.2.6



Источник: Московская Биржа.

СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ 10-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ РОССИИ И США  
(п.п.)

Рис. 3.2.7



Источники: Московская Биржа, Банк России.

СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ КОРПОРАТИВНЫХ  
И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ  
(п.п.)

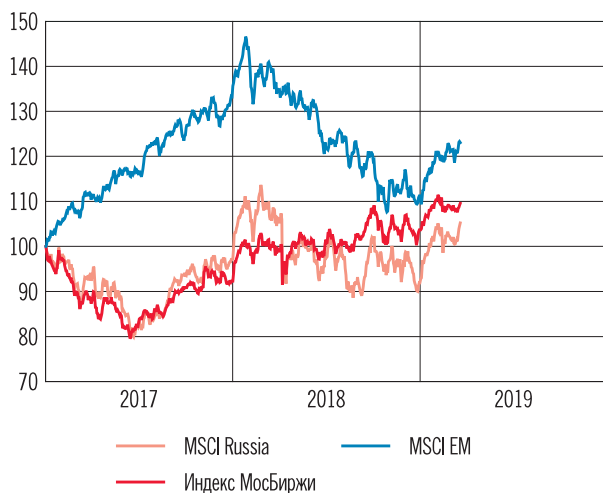
Рис. 3.2.8



Источник: ООО «Сбондс.ру».

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ  
(100 = 3.01.2017)

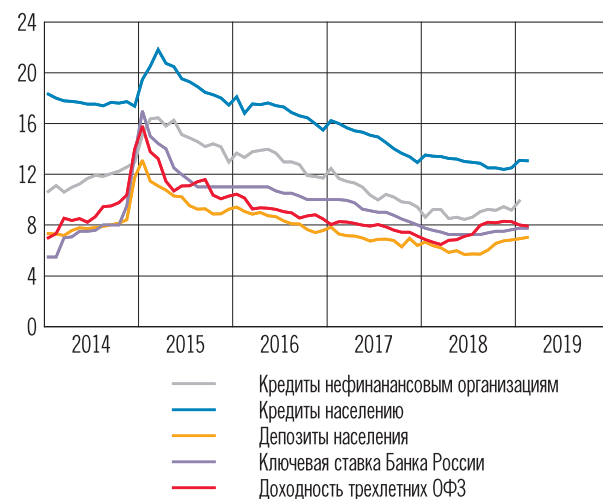
Рис. 3.2.9



Источник: Bloomberg.

СТАВКИ ПО ДОЛГОСРОЧНЫМ РУБЛЕВЫМ ОПЕРАЦИЯМ  
НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ  
(% годовых)

Рис. 3.2.10



Источник: Банк России.

в феврале 2019 г. ставки как по краткосрочным, так и по долгосрочным депозитам превысили на 0,3 п.п. уровень ноября 2018 года. В марте банки продолжали повышать ставки по депозитам и предлагать сезонные вклады с повышенной ставкой. В связи с прекращением тенденции к росту долгосрочных ставок денежного и фондового рынков в краткосрочной перспективе можно ожидать постепенной стабилизации депозитных ставок.

**Депозитные операции.** Благодаря повышению номинальных ставок банковские депозиты сохраняли привлекательность для вкладчиков. Годовые темпы прироста рублевых депозитов населения на начало марта составили 7,5%, причем продолжалось восстановление интереса вкладчиков к долгосрочным депозитам (рис. 3.2.11). Рост интереса вкладчиков к валютным депозитам, наметившийся в конце 2018 г., привел к замедлению годовых темпов оттока средств с валютных депозитов населения. По состоянию на начало марта 2019 г. остатки на валютных депозитах населения были на 1,2% меньше, чем на аналогичную дату предыдущего года (в начале декабря 2018 г. годовое сокращение валютных депозитов составляло 5,6%)<sup>3</sup>. В первой половине текущего года можно ожидать сохранения сложившихся темпов притока средств населения на депозиты при преобладании рублевых депозитов в приросте депозитного портфеля банков.

**Кредитные ставки.** На кредитном рынке в декабре-феврале также наблюдался рост ставок (рис. 3.2.10), но он был неустойчивым и неоднородным. Наибольший рост ставок отмечался на ипотечном рынке, где ряд крупных банков в январе-феврале повысил ставки по своим ипотечным программам и были повышены коэффициенты риска по ипотеке с низким первоначальным взносом. На рынке потребительских кредитов и корпоративного кредитования наблюдались разнонаправленные изменения ставок, связанные с колебаниями структуры рынка. Снижение доходности долгосрочных инструментов фондового рын-

<sup>3</sup> Здесь и далее приросты валютных балансовых показателей банков приведены в долларовом эквиваленте; балансовых показателей, включающих валютную и рублевую составляющую, – с исключением валютной переоценки.

ка будет сдерживать потенциал роста кредитных ставок в ближайшие месяцы и создавать предпосылки для их понижения в более длительной перспективе.

**Корпоративное кредитование.** В конце 2018 – начале 2019 г. корпоративное кредитование по-прежнему росло медленно. На начало марта годовые темпы прироста кредитов нефинансовым организациям составили 5,6%, приблизившись к локальным пикам октября-ноября. Замещение валютных корпоративных кредитов рублевыми продолжалось: годовой прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям составил 12,1%, годовое сокращение валютных кредитов – 10,3%. В первой половине текущего года можно ожидать некоторого восстановления активности в корпоративном сегменте кредитного рынка при продолжающейся девальютации данного сегмента рынка.

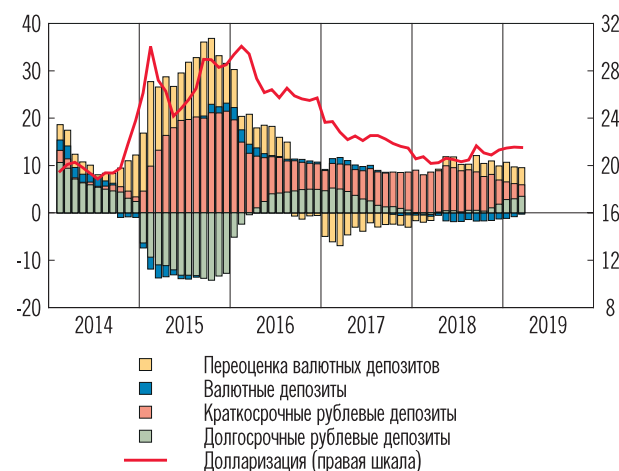
**Розничное кредитование.** На розничном кредитном рынке продолжался устойчивый рост кредитования (рис. 3.2.12). На начало марта 2019 г. годовой темп прироста кредитов населению составил 23,4% против 22,6% тремя месяцами ранее. Ипотека и потребительское кредитование вносили сопоставимый вклад в динамику розничного кредитования (с учетом масштабных сделок по секьюритизации ипотечных кредитов, проведенных в конце 2018 г.). Как и ожидалось в ДоДКП 4/18, потенциал ускорения роста потребительского кредитования был ограничен. Прирост портфеля потребительских кредитов в декабре-феврале был несколько меньше, чем за три предшествующих месяца. Тем не менее, в краткосрочной перспективе можно ожидать сохранения сложившихся темпов роста розничного кредитного портфеля при умеренном потенциале их замедления к концу года.

### 3.3. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ

#### ВАЛОВОЙ ВНУТРЕННИЙ ПРОДУКТ

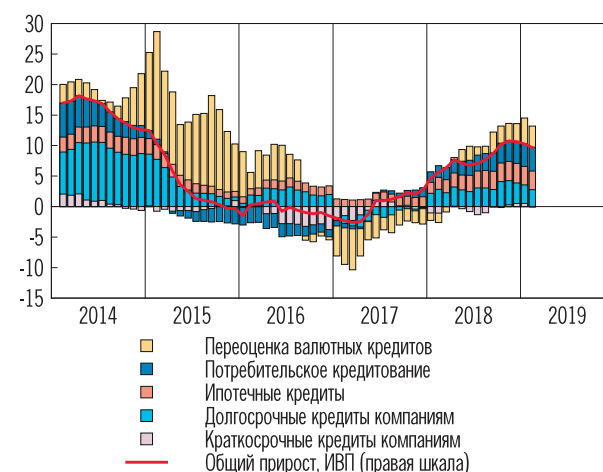
**Динамика ВВП в 2018 году.** Темп прироста ВВП в 2018 г. составил 2,3%. Это превысило прогноз Банка России (1,5–2,0%), опублико-

ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ (п.п.) *Рис. 3.2.11*



Источник: Банк России.

ВКЛАД ОТДЕЛЬНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ БАНКОВ (п.п.) *Рис. 3.2.12*



Источник: Банк России.

ванный в ДоДКП 4/18, в основном за счет действия временных факторов. К ним прежде всего относится рост объема строительных работ, темпы которого, по уточненным данным Росстата, значительно ускорились, превысив ожидания Банка России. Среди компонентов ВВП по использованию сильнее ожиданий оказался прирост материальных запасов (рис. 3.3.1).

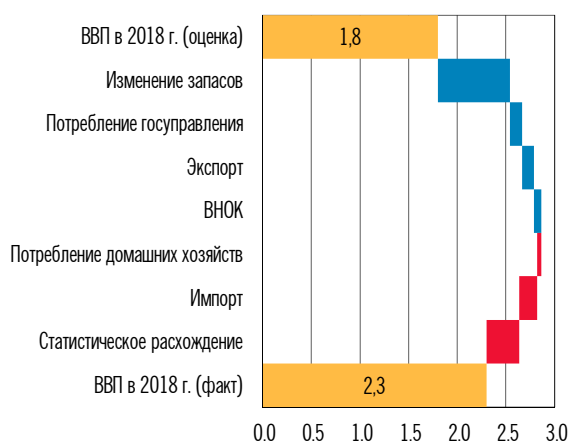
**Произведенный ВВП.** Значительный вклад в экономический рост в 2018 г. внес выпуск по виду деятельности «Строительство». Росту строительных работ способствовала реализация ряда крупных проектов, в том числе с государственным участием, таких как строительство газопроводов «Северный поток – 2» и «Сила Сибири», завода по сжижению природного газа в Тюменской области, железнодорожной части Крымского моста, а также реконструкция Байкало-Амурской магистрали. Вклад увеличения валовой добавленной стоимости (ВДС) в строительстве в прирост ВВП составил 0,3 процентного пункта.

Расширение внешнего спроса на российское сырье и продукты его переработки (в том числе на уголь, газ, нефть и нефтепродукты, а также металлы) оказало поддержку добыче полезных ископаемых, выпуску в обрабатывающих производствах, оптовой торговле, а также в транспортировке и хранении. Вклад прироста ВДС в указанных видах деятельности в прирост ВВП составил 1 процентный пункт. Расширение кредитования обусловило рост чистого процентного дохода кредитных организаций и привело к увеличению ВДС в финансовой и страховой деятельности, вклад которого в прирост ВВП составил 0,2 процентного пункта.

Сельское хозяйство внесло отрицательный вклад в динамику ВВП в прошлом году вследствие более низкого урожая зерновых после рекордного уровня в 2017 г., а также замедления роста выпуска продукции животноводства (прежде всего мяса птицы и яиц), в основном из-за насыщения внутреннего рынка. За счет указанных факторов вклад ВДС в сельском хозяйстве в прирост ВВП оказался отрицательным (-0,1 п.п.), тогда как в 2017 г. его положительный вклад составил 0,1 п.п. (табл. 3.3.1, рис. 3.3.2).

ДЕКОМПОЗИЦИЯ РАСХОЖДЕНИЯ ФАКТИЧЕСКОГО ПРИРОСТА ВВП И ОЦЕНКИ БАНКА РОССИИ (п.п.)

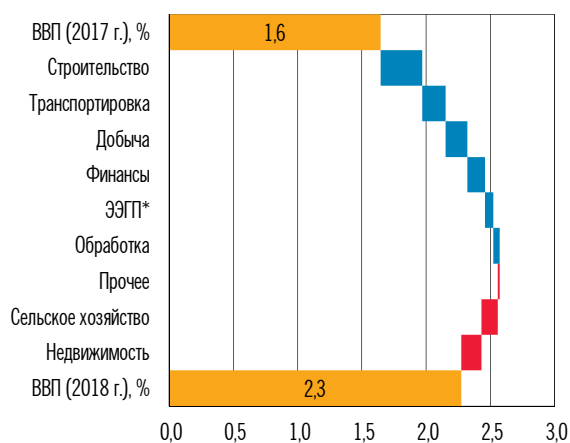
Рис. 3.3.1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ИЗМЕНЕНИЯ ТЕМПА ПРИРОСТА ВВП В 2018 г. ПО ВИДАМ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (п.п.)

Рис. 3.3.2



\* ЭЭГП – Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Компоненты ВВП по использованию.** Рост ВВП в 2018 г. во многом был обеспечен ростом экспорта товаров и услуг (рис. 3.3.3). Прирост его физического объема составил 6,3% и несколько превысил верхнюю границу прогноза Банка России (5,5–6,0%).

Рост внутреннего спроса оставался умеренным. Расходы на конечное потребление домашних хозяйств повысились на 2,2% – несколько меньше, чем ожидалось в ДоДКП 4/18. Повышение инвестиционной активности, поддерживаемое реализацией крупных проектов, сказалось на приросте валового накопления основного капитала, который составил 2,3% и несколько превысил оценку Банка России (1,5–2,0%). Вклад динамики запасов материальных оборотных средств в прирост ВВП в 2018 г. сложился отрицательным: компании более медленно наращивали их объемы после значительного увеличения в 2017 году. Тем не менее темпы замедления были меньше, чем ожидал Банк России. В целом темп прироста валового накопления составил 1,5% (ожидалось его сокращение на 0,5–1,5%).

По прогнозу, ВВП в I–II кварталах 2019 г. будет расти умеренными темпами на фоне сдержанного роста как внутреннего (потребительского и инвестиционного), так и внешнего спроса. В последующие кварталы рост ускорится за счет увеличения государственных инвестиций и постепенного накопления эффектов реализации национальных проектов.

### ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ АКТИВНОСТЬ

В ноябре 2018 – январе 2019 г. объем промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов сохранялся вблизи уровня августа-октября 2018 г. – максимального с декабря 2015 года. Темпы прироста промышленного производства при этом в среднем оставались невысокими. Это было связано с воздействием внешних факторов и влиянием повышения НДС. В феврале 2019 г. рост выпуска в промышленности ускорился как в помесечном сопоставлении (с исключением сезонного и календарного факторов), так и в годовом (рис. 3.3.4).

**Производство сырья.** В ноябре 2018 – феврале 2019 г. объемы добычи полезных иско-

ДИНАМИКА ВВП И ВДС ПО ОСНОВНЫМ ВИДАМ  
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
(ПРИРОСТ В % К ПРЕДЫДУЩЕМУ ГОДУ)

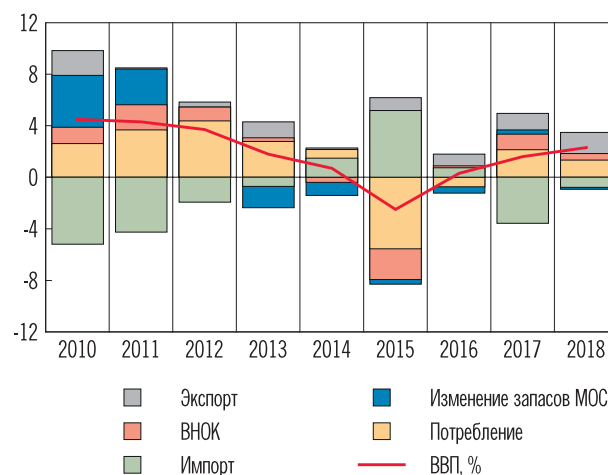
Табл. 3.3.1

	2017 г.	2018 г.
ВВП	1,6	2,3
Сельское хозяйство	2,4	2,5
Добыча	2,4	3,8
Обрабатывающие производства	1,1	1,5
Строительство	-1,2	4,7
Торговля	2,5	2,2
Транспортировка	0,1	2,9
Финансы	2,8	6,3
Недвижимость	2,2	0,5
Государственное управление	3,4	3,5
Чистые налоги	9,9	9,7

Источник: Росстат.

ВВП ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ  
(ВКЛАД В П.П. В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ)

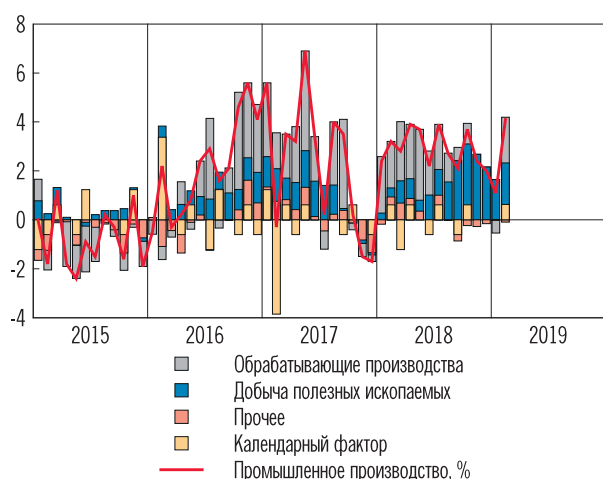
Рис. 3.3.3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРОМЫШЛЕННОЕ ПРОИЗВОДСТВО  
(вклад в п.п. в годовой прирост)

Рис. 3.3.4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРОМЫШЛЕННОЕ ПРОИЗВОДСТВО  
ПО ТОВАРНЫМ ГРУППАМ  
(прирост в % к декабрю 2015 г. SA)

Рис. 3.3.5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

паемых (с исключением сезонного и календарного факторов) достигли максимального уровня за всю историю наблюдений. Годовые темпы прироста также оставались высокими. При этом месячные темпы прироста с исключением сезонного и календарного факторов в среднем за указанный период были небольшими во многом за счет влияния внешних факторов. Так, добычу нефти сдерживала реализация обновленных договоренностей ОПЕК+. На добычу газа в ноябре 2018 – январе 2019 г. негативно влияло замедление роста спроса со стороны Европы и Турции из-за теплой погоды и возрастающей конкуренции с другими поставщиками газа, включая Иран, Туркменистан и США. В феврале рост внешнего спроса ускорился, что отразилось на объемах добычи газа. Дополнительным фактором, вносящим положительный вклад в прирост добычи газа в ноябре 2018 – феврале 2019 г., стал ввод линий по сжижению природного газа в рамках проекта «Ямал СПГ».

Росту добычи угля способствовало расширение как внутреннего, так и внешнего спроса, прежде всего со стороны стран Азиатско-Тихоокеанского региона.

#### Производство промежуточных товаров.

Уровень выпуска продукции переработки сырья в ноябре 2018 – феврале 2019 г. в среднем также находился вблизи исторических максимумов. При этом как помесечные (с исключением сезонного и календарного факторов), так и годовые темпы его прироста в эти месяцы демонстрировали заметные колебания, главным образом за счет динамики производства в черной металлургии, подверженного влиянию специфических факторов.

Динамика производства других промежуточных товаров была более устойчива. После сокращения выпуска нефтепродуктов в октябре-декабре 2018 г. (к предыдущему месяцу с исключением сезонности) в январе-феврале 2019 г. их производство увеличилось. Поддержку от увеличения экспорта получил ряд производств, таких как химическое производство и производство удобрений.

В ближайшие месяцы устойчивому росту производства данной товарной группы могут препятствовать факторы как со стороны

спроса, в первую очередь внешнего (замедление мировой экономики, торговые войны), так и со стороны предложения (нехватка производственных мощностей в ряде производств, ограничения со стороны транспортно-логистической инфраструктуры).

#### Производство потребительских товаров.

Годовой темп прироста выпуска непродовольственных потребительских товаров в ноябре 2018 – феврале 2019 г. замедлился после временного повышения в октябре, связанного, вероятно, с ускорением роста потребительского спроса, пик которого пришелся на ноябрь 2018 г. (см. раздел «Потребление и сбережения»). Рост производства продовольственных товаров, как в годовом, так и в помесечном сопоставлении с исключением сезонного и календарного факторов, в ноябре 2018 – январе 2019 г. также замедлялся, в феврале – стабилизировался.

#### Производство инвестиционных товаров.

Динамика производства инвестиционных товаров в ноябре 2018 – феврале 2019 г. оставалась волатильной при сохранении тренда на понижение. В феврале 2019 г. выпуск инвестиционных товаров сохранился примерно на уровне аналогичного месяца предыдущего года (рис. 3.3.5). Наиболее подверженным колебаниям оставалось производство машиностроительной продукции. Динамика выпуска строительных материалов была более устойчивой. Росту спроса на эту продукцию способствовало увеличение объема строительных работ (см. подраздел «Инвестиционная активность»).

В целом динамика промышленного производства в конце 2018 – начале 2019 г. указывала на замедление роста ВВП под влиянием консервативного потребительского поведения, а также такого временного фактора, как повышение ставки НДС.

### ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

Годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в IV квартале 2018 г. замедлился, что было связано с ослаблением рубля, сокращением государственного заказа (рис. 3.3.7, 3.3.8) и усилением общей макроэкономической неопределенности. Косвенные

ИНДИКАТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ  
(ПРИРОСТ В % К ЯНВАРЮ 2016 г., SA)

Рис. 3.3.6

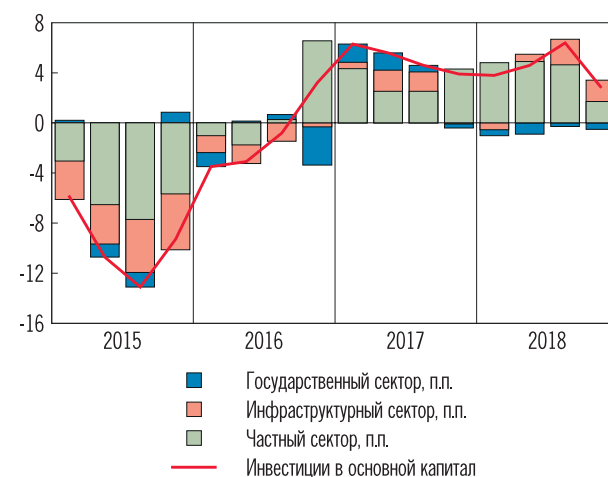


Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

(ПРИРОСТ В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ КВАРТАЛУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 3.3.7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

индикаторы в январе-феврале 2019 г. указывали на то, что инвестиции в основной капитал оставались чуть ниже уровня соответствующего периода предыдущего года. По оценкам, годовой темп прироста валового накопления основного капитала и валового накопления в целом в I квартале 2019 г. составит 1–1,5%. В II квартале он дополнительно замедлится вследствие эффекта высокой базы.

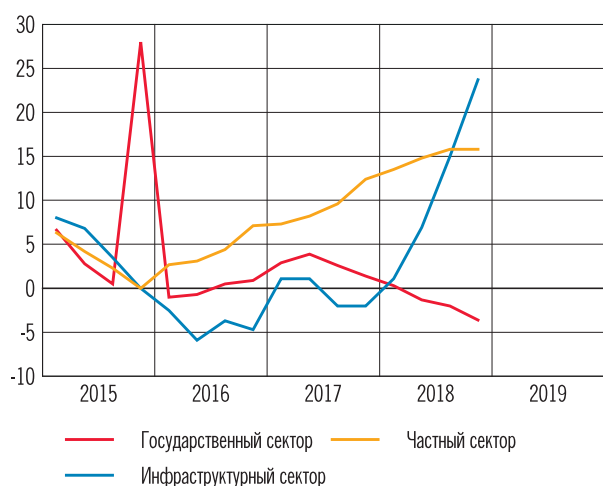
**Инвестиции в основной капитал в IV квартале 2018 года.** Годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в IV квартале 2018 г. замедлился до 2,9% (в III квартале – 6,4%).

При этом динамика показателей, позволяющих проводить более детальный анализ инвестиционной активности, была разнонаправленной. Так, с одной стороны, под влиянием ослабления рубля, произошедшего в III квартале, сократился инвестиционный импорт (рис. 3.3.6). Производство отечественных инвестиционных товаров также снизилось (см. подраздел «Производственная активность»). С другой стороны, поддержку инвестиционной активности в IV квартале оказали строительство и реконструкция объектов транспортной инфраструктуры (см. подраздел «Валовой внутренний продукт»). В целом вклад инфраструктурных и государственных вложений в основной капитал в годовой темп прироста инвестиций в IV квартале 2018 г., по оценке, составил 1,2 п.п. (рис. 3.3.7, 3.3.8). При этом наибольший положительный вклад в общую динамику капиталовложений по итогам IV квартала в годовом выражении внесли инвестиции крупных и средних организаций. Инвестиции малых организаций продемонстрировали слабую положительную динамику, и их вклад в общее изменение инвестиций оказался незначительным (рис. 3.3.9).

**Инвестиционная активность в январе-феврале 2019 года.** Динамика таких показателей инвестиционной активности, как выпуск инвестиционных товаров и импорт машиностроительной продукции, в начале 2019 г. была неоднородной и неустойчивой (рис. 3.3.5) (см. подраздел «Производственная активность»). Объем строительных работ с исключением сезонного и календарного факторов, напротив, оставался на уровне декабря 2018 года. За-

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ  
(ПРИРОСТ В % К IV КВАРТАЛУ 2015 г. SA)

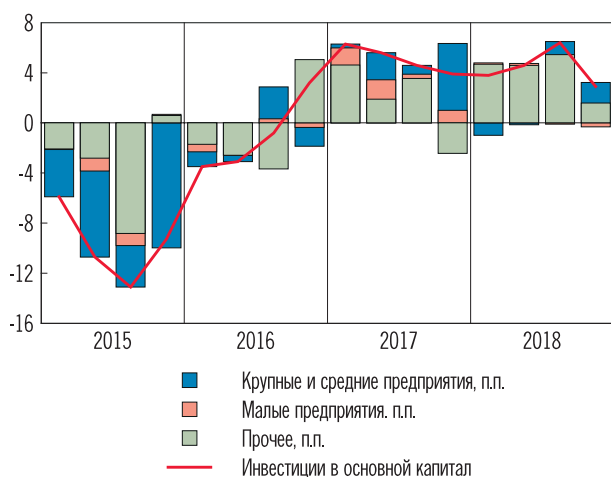
Рис. 3.3.8



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ  
(ПРИРОСТ В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ КВАРТАЛУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

Рис. 3.3.9



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

медление годового прироста показателя было обусловлено эффектом базы – по уточненным данным Росстата, в январе 2018 г. объем строительных работ значительно увеличился. С учетом этого, по оценкам Банка России, инвестиции в основной капитал в январе-феврале 2019 г. оставались чуть ниже уровня соответствующих месяцев предыдущего года.

### ПОТРЕБЛЕНИЕ И СБЕРЕЖЕНИЯ

В ноябре 2018 г. темпы роста оборота розничной торговли временно ускорились на фоне ожиданий роста цен в начале 2019 г. в связи с повышением ставки НДС. В декабре 2018 – феврале 2019 г. они замедлились до минимумов полутора лет. Определенную поддержку спросу оказывало снижение нормы сбережений. В первой половине 2019 г. ожидается сохранение текущих тенденций в динамике доходов и потребительской активности населения. Годовой прирост расходов на конечное потребление домашних хозяйств в I квартале 2019 г. прогнозируется на уровне 1–1,5%. В II квартале 2019 г. по мере адаптации населения к повышению НДС и замедления инфляции рост расходов на конечное потребление может немного ускориться.

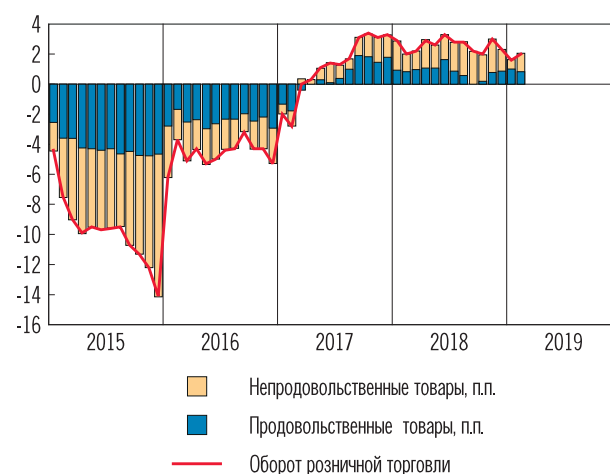
**Оборот розничной торговли.** В ноябре 2018 г. оборот розничной торговли вырос на 3,0% в годовом сопоставлении (рис. 3.3.10). Это было обусловлено главным образом реализацией спроса населения (отчасти – отложенного) на фоне ожидания роста цен в начале 2019 г. из-за повышения ставки НДС. Действие этого эффекта преимущественно отразилось на продажах непродовольственных товаров, темп роста которых ускорился до 4,3% (в октябре 2018 г. – 3,4%). При этом динамика продаж продовольствия оставалась сдержанной. В декабре 2018 – феврале 2019 г. годовой темп прироста оборота розничной торговли ожидается замедлился.

Основным фактором, сдерживающим потребительский спрос, оставалась динамика реальных располагаемых денежных доходов населения (рис. 3.3.11; см. подраздел «Рынок труда и доходы»).

По оценкам Банка России, в первой половине 2019 г. оборот розничной торговли бу-

ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ  
(ПРИРОСТ В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

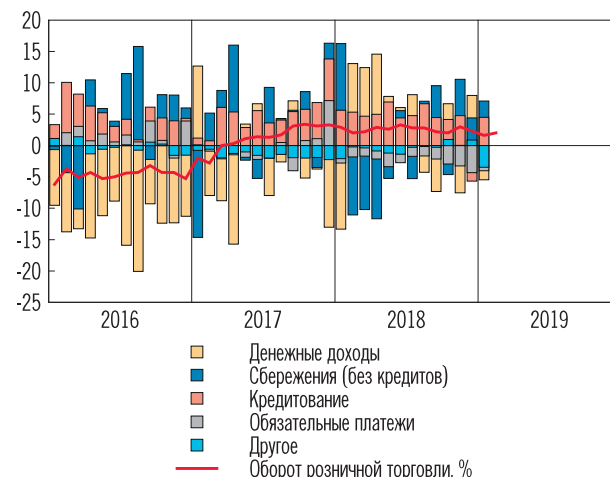
Рис. 3.3.10



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ И РАСХОДЫ НАСЕЛЕНИЯ  
(ВКЛАД КОМПОНЕНТОВ БАЛАНСА ДОХОДОВ И РАСХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ  
В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ОБОРОТА РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ  
В ПОСТОЯННЫХ ЦЕНАХ, П.П.)

Рис. 3.3.11



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

дет формироваться в условиях слабого роста реальных доходов домохозяйств, ограниченного в том числе временным ускорением инфляции. В годовом сопоставлении темпы его прироста оцениваются в 1,5–2,0%.

**Потребительские настроения.** На ослабление потребительской активности после ноябрьского всплеска указывают опросы населения. Так, согласно опросу ООО «инФОМ»<sup>4</sup>, в декабре 2018 – феврале 2019 г. индекс потребительских настроений понизился до минимального за последние два года уровня. Оценка благоприятности времени для крупных покупок в январе-феврале 2019 г. была ниже, чем годом ранее. При этом данные опросов за март свидетельствуют о восстановлении потребительских настроений до уровня октября-ноября 2018 года.

**Норма сбережений.** Расширение потребительского спроса в IV квартале 2018 г. сопровождалось снижением нормы сбережений. При этом ее уровень в ноябре-декабре 2018 г. оставался существенно ниже средних значений 2015–2017 гг. (рис. 3.3.12). Снижение нормы сбережений в основном было обусловлено значительным расширением кредитования населения; дополнительное влияние оказал также замедлившийся рост депозитов (см. раздел «Денежно-кредитные условия»). Дальнейшее снижение нормы сбережений представляется маловероятным.

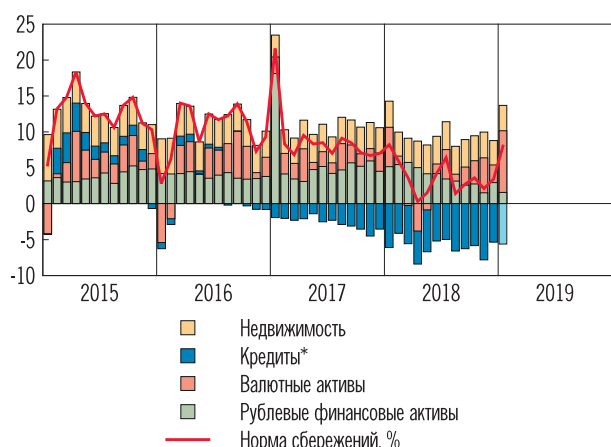
## РЫНОК ТРУДА И ДОХОДЫ

По оценкам Банка России, в конце 2018 – начале 2019 г. рынок труда находился вблизи равновесия. Динамика его основных индикаторов соответствовала ожиданиям Банка России.

**Уровень безработицы.** В ноябре 2018 – феврале 2019 г. безработица с учетом коррекции на сезонность оставалась на исторически минимальном уровне 4,7–4,8% (рис. 3.3.13). Наблюдавшееся с конца 2017 г. ее постепенное снижение было вызвано в основном демографическими факторами и не носило циклического характера: по оценкам, уровень безработицы соответствует его текущему инфляционно нейтральному значению. По оценкам Банка России, в первом полугодии 2019 г. уро-

НОРМА СБЕРЕЖЕНИЙ  
(вклад в п.п. SA)

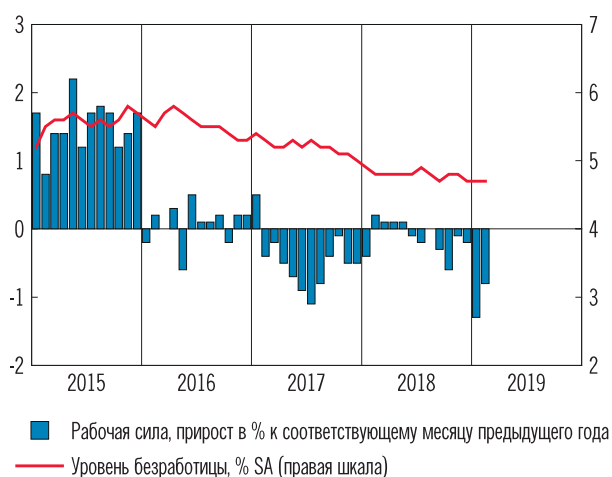
Рис. 3.3.12



\* В связи с изменениями методологии банковской отчетности в январе 2019 г. вклад кредитования был посчитан с учетом предположения, что темп роста объема задолженности по просроченным процентам соответствовал прошлогоднему уровню.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

БЕЗРАБОТИЦА И РАБОЧАЯ СИЛА

Рис. 3.3.13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>4</sup> См. краткий отчет обзора «Инфляционные ожидания и потребительские настроения», № 2 (26), март 2019 года.

вень безработицы сохранится вблизи текущего уровня.

**Зарботная плата.** В ноябре 2018 – феврале 2019 г. годовой темп прироста номинальной заработной платы продолжил снижаться. В январе-феврале он стабилизировался на уровне 6% (после 8,2% в ноябре и 7,3% в декабре, рис. 3.3.14). Наиболее заметно рост заработной платы замедлялся у занятых в бюджетном секторе, что, по оценкам, было связано с постепенным завершением исполнения майских указов (трудовые компенсации работников социальной сферы и культуры приближались к целевым значениям<sup>5</sup>). Вместе с ускорением инфляции это сказалось на реальной заработной плате, годовой прирост которой в ноябре 2018 – феврале 2019 г. замедлялся. В феврале 2019 г. он составил 0,7%, что является минимальным значением с середины 2016 г. (рис. 3.3.14).

Динамика заработной платы в целом соответствует ожиданиям Банка России. Так, по итогам 2018 г. ее прирост в реальном выражении составил 6,8%, что близко к прогнозу Банка России, опубликованному в ДоДКП 4/18 (7–8%). С исключением эффекта исполнения майских указов ее прирост оценивается на уровне 4,6%. В I–II кварталах 2019 г. ожидается, что в условиях временного повышения инфляции годовой прирост реальной заработной платы будет сдержанным и не превысит 2%.

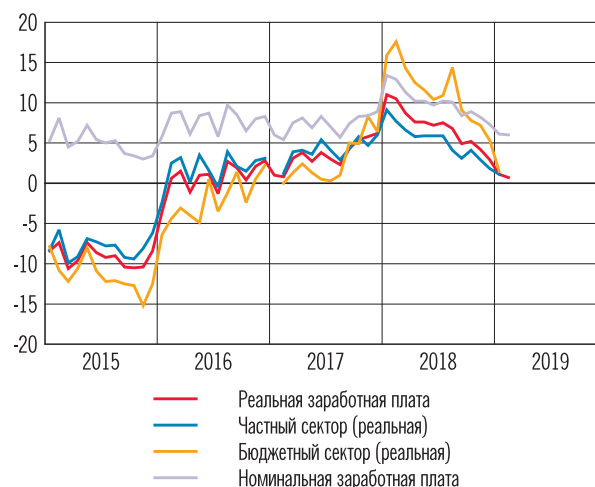
**Доходы населения.** В ноябре 2018 – январе 2019 г.<sup>6</sup> реальные располагаемые денежные доходы населения демонстрировали неустойчивую динамику: ноябрьское падение (-3,1%)

<sup>5</sup> Под целевым уровнем понимается размер заработной платы, до которого должны быть доведены трудовые компенсации работников социальной сферы и культуры согласно майским указам Президента России. Для каждой категории работников устанавливается свой уровень. Как правило, он равняется средней заработной плате по региону.

<sup>6</sup> С февраля 2019 г. Росстат перешел на новую методологию расчета доходов населения и в связи с этим приостановил публикацию месячных данных. Согласно новой методологии, будут уточнены оценки доходов населения по оплате труда и от предпринимательской деятельности. Кроме того, доходы от продажи финансовых активов (в основном иностранной валюты) будут учитываться при расчете сбережений, а не доходов, как было ранее. Также при оценке сбережений будет учитываться покупка недвижимости на вторичном рынке у юридических лиц. Будут уточнены оценки расходов населения по покупке товаров и оплате услуг, в том числе по расходам за рубежом.

ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА  
(ПРИРОСТ В % К СООТВЕТСТВУЮЩЕМУ МЕСЯЦУ ПРЕДЫДУЩЕГО ГОДА)

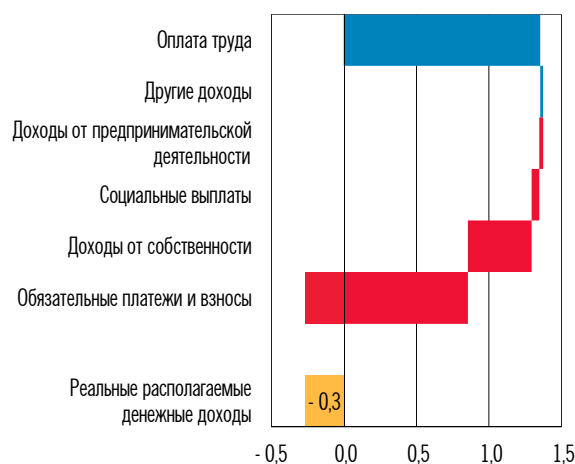
Рис. 3.3.14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА РЕАЛЬНЫХ РАСПОЛАГАЕМЫХ  
ДЕНЕЖНЫХ ДОХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ В 2018 ГОДУ  
(ВКЛАД В П.П. В ГОДОВОЙ ПРИРОСТ)

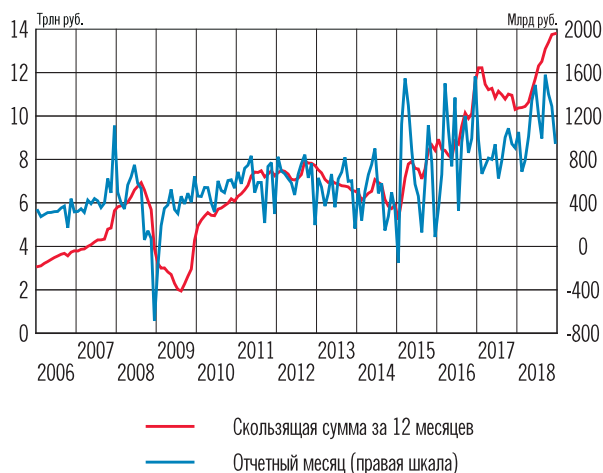
Рис. 3.3.15



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

САЛЬДИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ

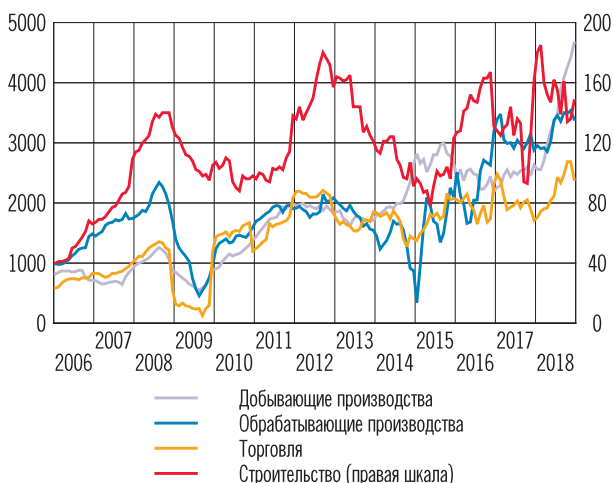
Рис. 3.3.16



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

САЛЬДИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ  
ПО ОТДЕЛЬНЫМ ВИДАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
(СКОльзящая СУММА ЗА 12 МЕСЯЦЕВ, МЛРД РУБ.)

Рис. 3.3.17



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ САЛЬДИРОВАННОГО ФИНАНСОВОГО  
РЕЗУЛЬТАТА ПО ВИДАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
(ПРИРОСТ В % К ПРЕДЫДУЩЕМУ ГОДУ)

Рис. 3.3.18

\* Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство, рыбоводство.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

в декабре сменилось слабым ростом в годовом сопоставлении (+0,1%), а затем в январе годовые темпы прироста вновь вернулись в отрицательную область (-1,3%). По-видимому, на это влияла динамика прочих доходов (включая скрытые), отличающаяся повышенной волатильностью. При этом, по оценкам, вклад доходов от собственности и обязательных платежей в изменение располагаемых доходов населения в начале 2019 г., как и в 2018 г. (рис. 3.3.15), оставался отрицательным. Во-первых, продолжилось снижение доходов от собственности в реальном выражении (в 2018 г. они уменьшились на 8,1%). Во-вторых, наблюдался рост обязательных платежей и взносов как результат увеличения процентных платежей на фоне расширения потребительского кредитования, а также роста налоговых платежей в условиях повышения собираемости и налоговой базы (+10,2%).

### ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИЙ

**Финансовый результат.** По оперативным данным Росстата, в 2018 г. сальдированный финансовый результат крупных и средних организаций составил 13,8 трлн руб., что выше уровня предыдущего года почти в 1,5 раза. Значимый рост сальдо прибылей и убытков имел место в добыче полезных ископаемых на фоне сложившихся в 2018 г. относительно высоких цен на нефть. Благодаря благоприятной динамике спроса финансовый результат в торговле практически восстановился к уровню 2016 года. Рост промышленного производства, в свою очередь, поддержал динамику сальдо прибылей и убытков в обрабатывающих видах деятельности. Сальдо прибылей и убытков в строительстве осталось в целом на уровне 2017 г. благодаря реализации крупных инфраструктурных проектов в начале 2018 года. Среди крупных секторов сальдо прибылей и убытков снизилось в транспортной отрасли, что может быть связано с увеличением затрат на фоне роста цен энергоносителей. В целом по экономике прибыль организаций от продаж возросла почти на треть к уровню 2017 года. Ключевым фактором ее роста, по оценкам Банка России, было увеличение рентабельности продаж, что свидетельствует в пользу повышения эффективно-

сти деятельности организаций. Суммарный убыток организаций, по оперативным данным Росстата, сократился на 11,5%. Сегмент убыточных компаний составил 27,4%, что близко к уровню предыдущего года.

**Долг.** По оценкам Банка России, задолженность юридических лиц перед банками в рублях и иностранной валюте в IV квартале 2018 г. выросла в годовом выражении на 10,3% после 9,5% кварталом ранее. При этом расширение кредитной активности сопровождалось постепенным снижением просроченной задолженности по кредитам после всплеска в I квартале 2018 года. Лидерами по накоплению долга в годовом сопоставлении были транспорт, связь, добыча, сельское хозяйство, торговля.

### 3.4. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

По итогам 2018 г. бюджет расширенного правительства Российской Федерации<sup>7</sup> впервые с 2012 г. был исполнен с профицитом (рис. 3.4.1). Его формирование было обусловлено опережающим ростом доходов на фоне относительно высоких цен на нефть и благоприятной динамики экономической активности. Оперативные данные о структуре зачислений на бюджетные счета в январе-феврале 2019 г. свидетельствуют о формировании высоких ненефтегазовых доходов за счет значительных поступлений по налогу на доходы физических лиц, НДС и налогу на прибыль организаций. Вклад бюджетной политики в динамику совокупного спроса в 2018 г. оценивается Банком России как сдерживающий.

**Федеральный бюджет.** По данным Федерального казначейства<sup>8</sup>, профицит федерального бюджета составил 2,6% ВВП (в 2017 г. – дефицит в размере 1,4% ВВП) (рис. 3.4.2). Доходы федерального бюджета в номинальном выражении почти на треть превысили уровень 2017 года. Наиболее значительно (в 1,5 раза)

<sup>7</sup> Здесь и далее в понятие расширенного правительства включается консолидированный бюджет федерального центра, субъектов Российской Федерации и государственных внебюджетных фондов.

<sup>8</sup> Источник данных – отчет Федерального казначейства «Консолидированный бюджет Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов» на 28.02.2019.

ПАРАМЕТРЫ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ  
(12-МЕСЯЧНАЯ СКОЛЬЗЯЩАЯ СУММА, % ВВП)

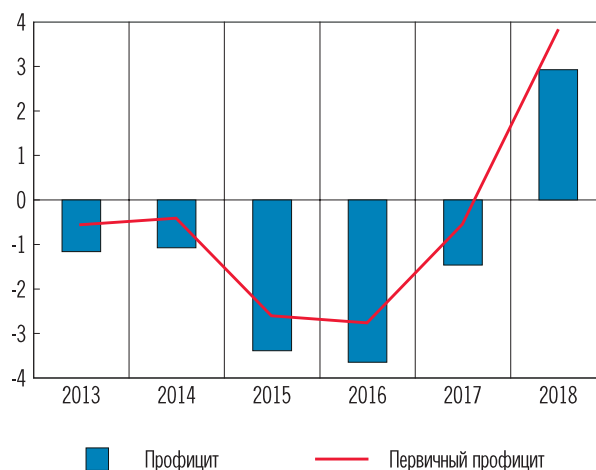
Табл. 3.4.1

	2017 г.	2018 г.	Январь 2019 г.	Февраль 2019 г.
<b>Консолидированный бюджет</b>				
Доходы	33,7	35,6	35,8	-
Расходы	35,2	32,7	32,6	-
Сальдо	-1,5	2,9	3,2	-
<b>Федеральный бюджет</b>				
Доходы	16,4	18,8	18,9	18,9
Нефтегазовые доходы	6,5	8,7	8,7	8,7
Дополнительные нефтегазовые доходы (сверхдоходы)	0,9	4,1	4,0	4,0
Ненефтегазовые доходы	9,9	10,1	10,2	10,2
Расходы	17,8	16,1	16,1	16,2
Сальдо	-1,4	2,6	2,8	2,7

Источники: Росказна, расчеты Банка России.

ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ  
(% ВВП)

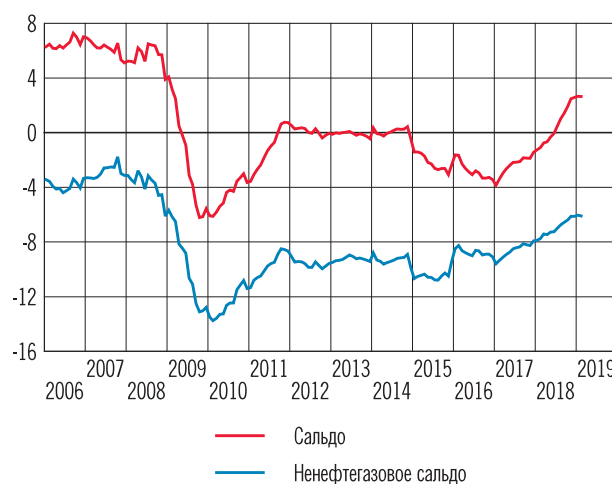
Рис. 3.4.1



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

САЛЬДО ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА  
(СКОЛЬЗЯЩАЯ СУММА ЗА 12 МЕСЯЦЕВ, % ВВП)

Рис. 3.4.2



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

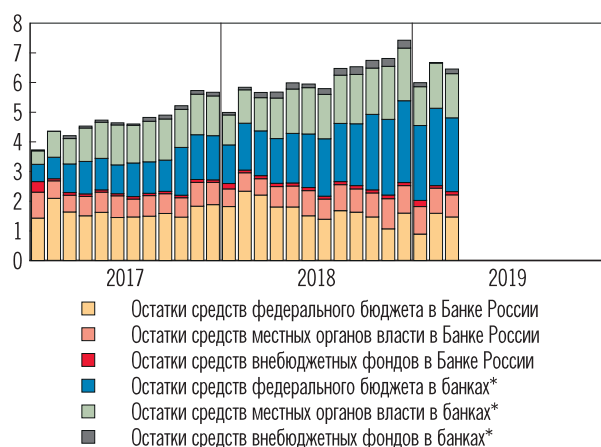
возросли нефтегазовые поступления в бюджет, что было связано с повышением цены на нефть при одновременном росте курса доллара США к рублю по сравнению с 2017 годом. Ненефтегазовые доходы федерального бюджета в 2018 г. увеличились преимущественно за счет роста поступлений по НДС и налога на прибыль организаций. Объем расходов определялся в соответствии с бюджетным правилом, окончательно закрепленном в редакции Бюджетного кодекса от 30.07.2017. По итогам 2018 г. расходы в номинальном выражении практически не изменились по сравнению с 2017 г. и снизились по отношению к ВВП (табл. 3.4.1, врезка «Механизм функционирования бюджетных правил в России»).

#### Бюджет расширенного правительства.

По данным Федерального казначейства, в бюджетной системе в 2018 г. также сложился профицит (табл. 3.4.1). Доходы бюджетной системы Российской Федерации в 2018 г. превысили уровень 2017 г. на 1,9 п.п. по отношению к ВВП. В части ненефтегазовых доходов наиболее значительное увеличение поступлений наблюдалось по налогу на доходы физических лиц, НДС и налогу на прибыль организаций. Расходы бюджетной системы в 2018 году в номинальном выражении увеличились. Наиболее существенный рост был отмечен по направлениям «Здравоохранение» и «Образование», в том числе в связи с исполнением майских указов Президента Российской Федерации от 7.05.2012. При этом по отношению к ВВП они сложились на 2,5 п.п. меньше, чем годом ранее.

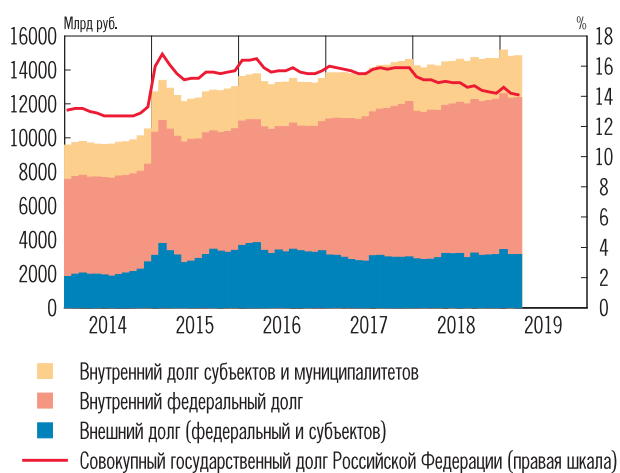
**Остатки средств на бюджетных счетах в банковской системе.** Исполнение доходов выше плана и перечисление расходов бюджетополучателям в меньшем, чем запланировано, объеме, приводят к росту остатков средств на бюджетных счетах в Банке России и в кредитных организациях. При этом Федеральное казначейство и финансовые органы субъектов Российской Федерации стремятся получить дополнительный доход, размещая временно свободные бюджетные средства в банках. К началу 2019 г. объем обязательств банковского сектора перед бюджетной системой достиг 4,6 трлн руб., или 5% от совокупных активов банковского сектора (рис. 3.4.3).

ОСТАТКИ СРЕДСТВ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ НА РУБЛЕВЫХ СЧЕТАХ В БАНКАХ И В БАНКЕ РОССИИ (ТРИЛН РУБ.) *Рис. 3.4.3*



\* По данным формы банковской отчетности 0409301 «Отдельные показатели, характеризующие деятельность кредитной организации». Источник: Банк России.

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ *Рис. 3.4.4*



Источник: Минфин России.

**Фонд национального благосостояния.** Объем средств ФНБ на 1.03.2019 составил 59,1 млрд долл. США (3,7% ВВП). Его пополнению в 2018 г. способствовало зачисление дополнительных нефтегазовых доходов 2017 г. (14,2 млрд долл. США). Средства ФНБ в размере 16,5 млрд долл. США были направлены на финансирование дефицита бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации. Объем нефтегазовых сверхдоходов, полученных за 2018 г. и ожидающих зачисления в ФНБ в текущем году, составил около 66,5 млрд долл. США. Однако объем валюты, купленной в рамках бюджетного правила на открытом рынке, оказался примерно вдвое меньше вследствие приостановки Банком России покупок валюты с третьей декады августа и до конца 2018 года. С февраля 2019 г. Банк России приступил к осуществлению отложенных в 2018 г. покупок – их полный объем планируется осуществить в течение 36 месяцев, это увеличит ежедневный объем покупки валюты на 2,8 млрд рублей. С учетом зачисления дополнительных нефтегазовых доходов преды-

дущего года, по оценкам Банка России, в базовом сценарии объем ФНБ на конец 2019 г. составит около 124,6 млрд долл. США, на конец 2020 г. – 174,4 млрд долл. США<sup>9</sup>.

**Государственный долг.** По данным Минфина России, объем совокупного государственного и муниципального долга Российской Федерации на 1.03.2019 составил 14,3% ВВП, что в номинальном выражении выше уровня, сложившегося год назад (рис. 3.4.4). За последние 12 месяцев внутренний федеральный долг незначительно увеличился. С февраля 2019 г. Минфин России изменил порядок проведения аукционов ОФЗ: теперь они проходят без заранее объявленного объема размещения. В I квартале 2019 г. это позволило разместить ОФЗ на 492,4 млрд руб., что на 9,4% больше планируемого объема<sup>10</sup>. В дальнейшем привлечение средств на внутреннем рынке капитала может быть несколько сокращено благодаря крупнейшему с 2014 г. единовременному размещению российских еврооблигаций на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры.

<sup>9</sup> Рассчитано исходя из оценки дополнительных нефтегазовых доходов на 2019 год и курса доллара США к рублю по состоянию на 28.03.2019

<sup>10</sup> В соответствии с Федеральным законом от 29.11.2018 № 459-ФЗ «О федеральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов», планируемый объем размещения ОФЗ на 2019 г. составляет 2425 млрд рублей. В соответствии с официальной информацией Минфина России о графике аукционов по размещению облигаций федеральных займов, плановый объем размещения на I квартал 2019 г. составляет 450 млрд руб., на II квартал 2019 г. – 600 млрд руб. по номинальной стоимости.

## 4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ

### 4.1. РЕШЕНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

#### **Принятые решения по ключевой ставке.**

Совет директоров Банка России 8 февраля и 22 марта принял решение сохранить ключевую ставку на неизменном уровне 7,75% годовых. Совет директоров принимал эти решения, оценивая динамику инфляции и экономики относительно прогноза, а также учитывая риски со стороны внешних условий и реакции на них финансовых рынков.

В этот период необходимо было оценить, достаточно ли будет принятых 14 сентября и 14 декабря 2018 г. решений о повышении ключевой ставки с 7,25 до 7,75% годовых для того, чтобы предотвратить устойчивое закрепление инфляции на уровне, существенно превышающем цель Банка России, и обеспечить ее возвращение к 4% в первой половине 2020 года. Эти решения носили упреждающий характер и были приняты с учетом роста проинфляционных рисков и ожидаемого ускорения инфляции в связи с ухудшением внешних условий во второй половине 2018 г. и планируемым повышением основной ставки НДС с начала 2019 года. Главными факторами неопределенности были масштаб реакции цен и инфляционных ожиданий на повышение НДС, а также дальнейшее изменение внешних условий и их влияние на цены финансовых активов и ожидания участников рынка.

По мере поступления фактических данных в первые месяцы года Банк России поэтапно уточнял свои оценки влияния этих факторов на прогноз инфляции. По итогам января инфляция сложилась на нижней границе ожиданий, наблюдался умеренный вклад повышения НДС в ее ускорение. Эти факторы, а также снижение рисков со стороны оттока капитала из стран с формирующимися рынками позволили на февральском заседании Совета директоров сохранить ключевую ставку и несколько смягчить сигнал о будущей денежно-

кредитной политике. В последующие месяцы ситуация продолжила развиваться несколько лучше ожиданий Банка России в части эффекта повышения НДС, изменения внешних условий и инфляционных ожиданий. Все это в марте стало основанием для снижения прогноза Банка России по инфляции на конец 2019 г., сохранения ключевой ставки на неизменном уровне и смягчения сигнала о денежно-кредитной политике в будущем.

При этом Банк России продолжает оценивать баланс рисков для инфляции как смещенный в сторону проинфляционных, прежде всего в связи с сохранением ряда внешних рисков, а также повышенных и незаякоренных инфляционных ожиданий (см. раздел 1.1). Кроме того, хотя влияние повышения НДС на инфляцию уже в значительной мере реализовалось, его окончательный масштаб еще не определен. В условиях сдержанной динамики спроса и конкуренции за долю рынка перенос изменения НДС в цены может оказаться более растянутым во времени. В полной мере оценить его можно будет в II квартале текущего года.

**Денежно-кредитная политика на среднесрочном горизонте.** При развитии ситуации в соответствии с уточненным базовым прогнозом Банк России допускает переход к снижению ключевой ставки в 2019 году. С учетом пересмотра вниз прогноза инфляции и снижения краткосрочных инфляционных рисков в базовом сценарии ожидаемая траектория ключевой ставки была смещена вниз по сравнению с предполагаемой в ДоДКП 4/18, которая допускала смягчение денежно-кредитной политики в конце 2019 – начале 2020 года.

В сценарии с высокими ценами на нефть денежно-кредитная политика будет близка к проводимой в базовом сценарии в связи с тем, что дополнительные проинфляционные и дезинфляционные факторы в сценарии с высокими ценами на нефть будут уравновешивать друг друга, и в результате динамика инфляции на всем прогнозном горизонте будет

близка к базовому сценарию (см. раздел 1.2). В рисковом сценарии, а также в случае реализации дополнительных проинфляционных рисков (см. подраздел «Факторы неопределенности прогноза» раздела 1.1) траектория ключевой ставки будет выше, чем предполагается в базовом сценарии, в основном на краткосрочном горизонте. Своевременная реакция денежно-кредитной политики в этом случае позволит ограничить длительность и масштаб отклонения инфляции от цели.

**Влияние принятых решений на ожидания по ключевой ставке.** С момента декабрьского заседания Совета директоров по мере уточнения баланса рисков для инфляции в 2019 г. и соответствующего изменения сигнала Банка России участники рынка постепенно корректировали свои ожидания относительно будущей траектории ключевой ставки. В конце 2018 г. после упреждающего повышения Банком России ключевой ставки в декабре участники рынка, учитывая сохраняющуюся неопределенность относительно дальнейшего развития внешних условий и реакции инфляции и инфляционных ожиданий на предстоящее повышение НДС, допускали как сохранение, так и дальнейшее повышение ключевой ставки в течение первого полугодия 2019 года. Однако по мере поступления в начале года новых данных по динамике инфляции, инфляционных ожиданий и ситуации на мировых финансовых рынках и после решения и сигнала Банка России в феврале количество участников рынка, допускающих дальнейшее повышение ключевой ставки в 2019 г., значительно снизилось.

В течение марта консенсус-прогноз аналитиков сместился в пользу неизменности ключевой ставки на протяжении 2019 г., а финансовые рынки стали закладывать возможность снижения ключевой ставки во второй половине года на 25–50 базисных пунктов. После заседания 22 марта, когда Банк России указал на возможность перехода к снижению ключевой ставки в 2019 г., консенсус-прогноз аналитиков также сместился в пользу возможности одного снижения на 25 б.п. во втором полугодии. Сохраняется значительный разброс мнений о сроке такого снижения.

## 4.2. ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

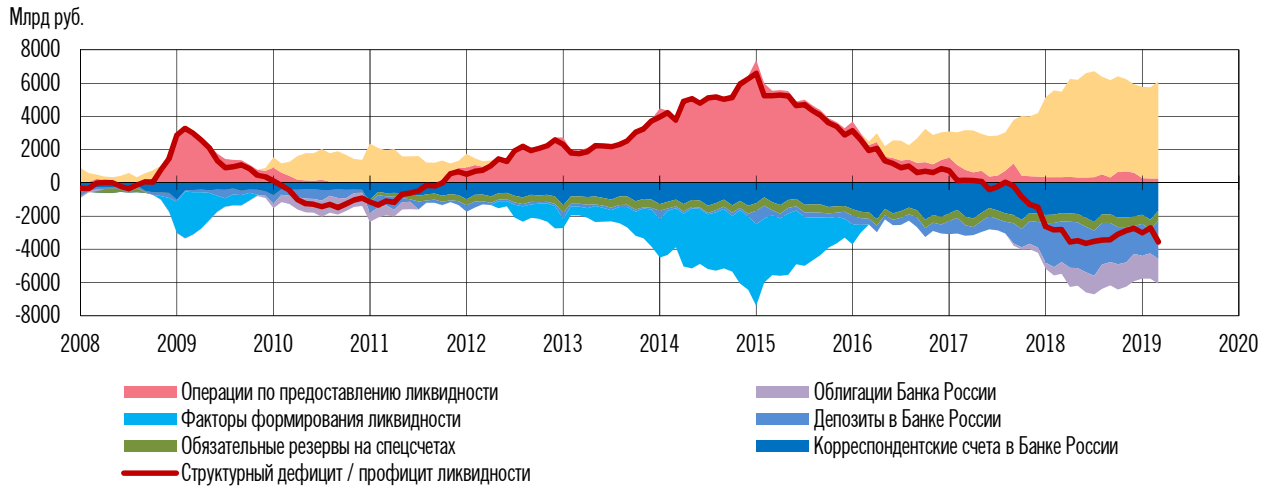
**Ликвидность банковского сектора.** Структурный профицит ликвидности в декабре 2018 – январе-феврале 2019 г. увеличился с 2,7 до 3,6 трлн руб., что связано с сезонной динамикой объема операций по бюджетным счетам, а также с возобновлением в начале 2019 г. покупок иностранной валюты на внутреннем валютном рынке по поручению Минфина России. Для финансирования сезонно высоких бюджетных расходов в конце 2018 г. были использованы остатки со счетов в Банке России, в том числе средств Фонда национального благосостояния. При этом Федеральное казначейство и органы власти субъектов Российской Федерации почти не сократили объем средств, размещенных в кредитных организациях<sup>1</sup>. Объем наличных денег в обращении в декабре увеличился, поскольку банкам было необходимо наполнить ими кассы и банкоматы перед длительными праздниками. В начале 2019 г. наличные деньги вернулись на счета банков в Банке России, в первую очередь в виде кассовой выручки организаций. В целом по итогам рассматриваемого периода влияние данного фактора было близким к нейтральному.

**Операции Федерального казначейства.** Минфин России и Федеральное казначейство принимают меры по расширению линейки инструментов по размещению временно свободных бюджетных средств в банках. В декабре 2018 – феврале 2019 г. Федеральное казначейство начало использовать биржевой инструмент «валютный своп», что расширило круг возможных участников операций с бюджетными средствами, и провело аукцион по размещению средств на банковских счетах (до востребования). Основной объем средств по операциям Федерального казначейства банки привлекают на длительные сроки. Эффективное и предсказуемое размещение временно свободных бюджетных средств в банках способ-

<sup>1</sup> См. раздел 3.4.

БАЛАНС БАНКА РОССИИ  
(по состоянию на начало дня)

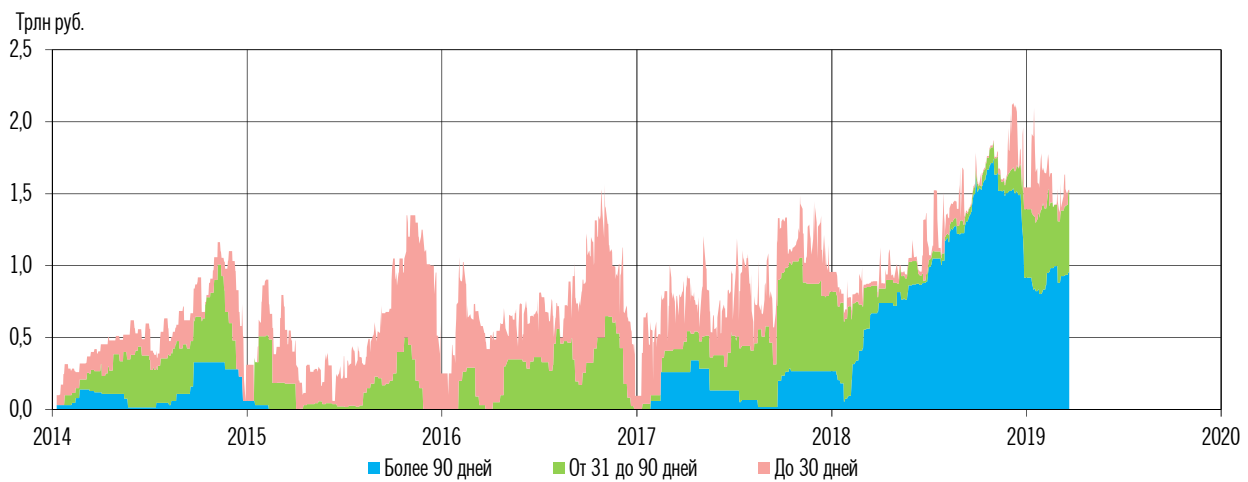
Рис. 4.2.1



Источник: расчеты Банка России.

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ДЕПОЗИТАМ, РЕПО И СВОПАМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА

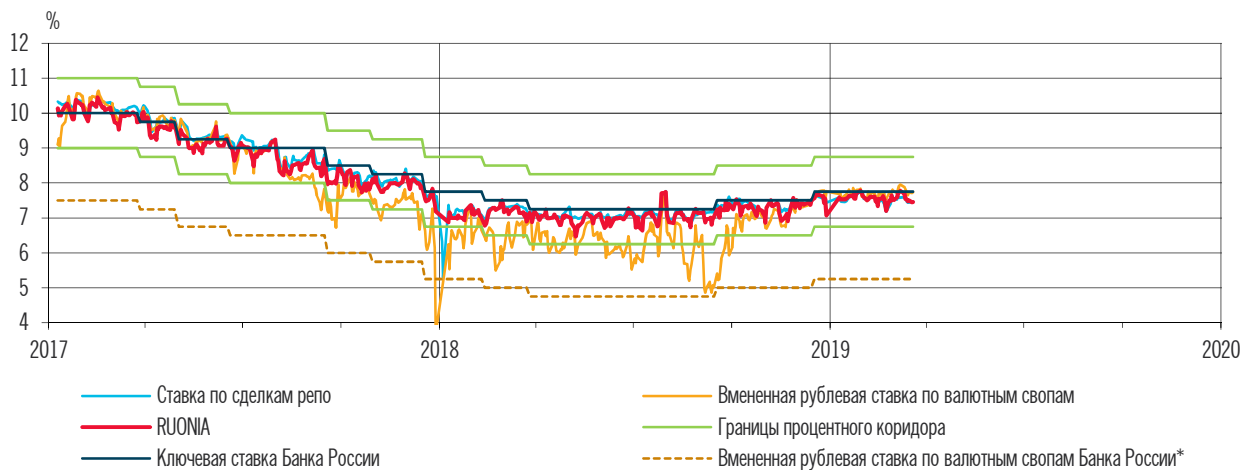
Рис. 4.2.2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

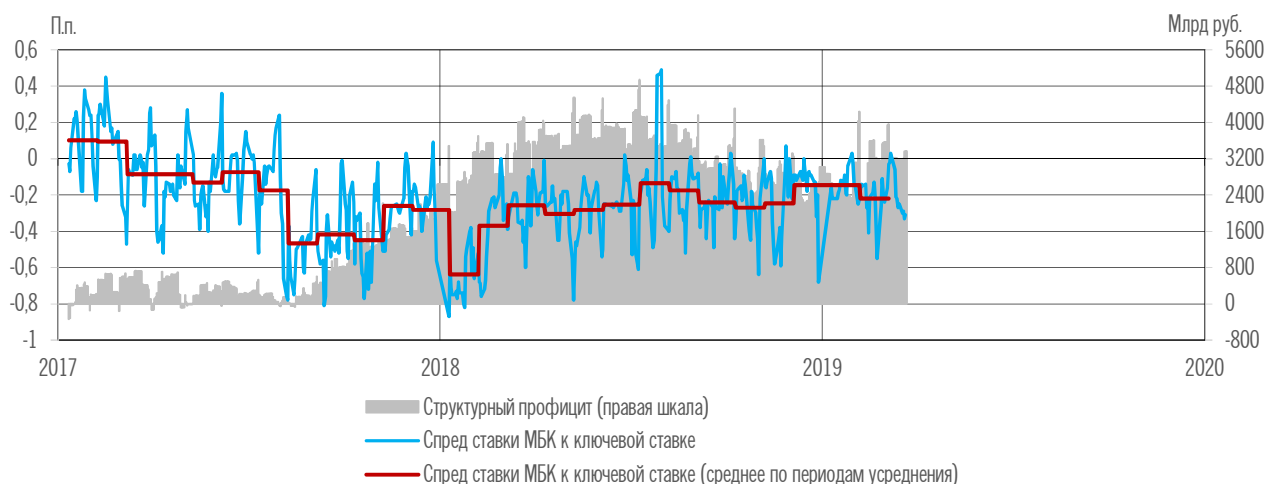
Рис. 4.2.3



\* Вмененная ставка по обратному валютному свопу Банка России = 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.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рис. 4.2.4



Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ  
(ТРИЛН РУБ.)

Табл. 4.2.1

	Декабрь 2018 г.	Январь 2019 г.	Февраль 2019 г.
<b>1. Факторы формирования ликвидности</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	0,7	-0,5	0,3
– изменение наличных денег в обращении	-0,5	0,5	0,0
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и операции по покупке монетарного золота	0,0	0,0	0,1
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0	0,0
<b>2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>
<b>3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>
<b>4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России (4 = 2 + 3 – 1)</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности (на конец периода)</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>

\* Включая операции по покупке (продаже) иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках реализации бюджетного правила, расчеты по операциям Банка России «валютный своп» по продаже долларов США за рубли и прочие операции.

Источник: расчеты Банка России.

ствует снижению влияния бюджетных потоков на ликвидность банковского сектора.

**Достижение операционной цели денежно-кредитной политики.** Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного рынка продолжали формироваться в нижней половине процентного коридора вблизи ключевой ставки Банка России<sup>2</sup>. Средний спред с начала года по 22 марта составил -19 б.п. (в IV квартале: -22 б.п.); он колебался в интервале от -55 до 3 б.п. (в IV квартале: от -68 до 7 б.п.). Рост профицита ликвидности не оказал существенного давления на рыночные ставки. За аналогичный период он вырос на 0,4 трлн руб.,

до 3,4 трлн руб. (в IV квартале снизился на 0,1 трлн руб., до 3,0 трлн руб.). В январе-феврале 2019 г. были размещены все выпуски купонных облигаций Банка России. Требования банков к Банку России по данным операциям возросли на 0,1 трлн рублей. При этом спрос на депозиты Банка России зачастую был ниже устанавливаемых лимитов. Объем привлечения депозитов изменялся с начала года в диапазоне от 1,0 до 2,0 трлн рублей. Это было связано в том числе со стратегиями банков по управлению собственной ликвидностью. Как правило, в начале периодов усреднения обязательных резервов банки предпочитали поддерживать высокий остаток на своих корсчетах в Банке России и выполнять усреднение

<sup>2</sup> См. раздел «Денежно-кредитные условия», подраздел «Денежный рынок».

с опережением. К концу периода усреднения снижалась потребность банков в поддержании высоких остатков на корсчетах в Банке России и возрастала потребность в проведении аукционов «тонкой настройки» для более эффективного управления банками ликвидностью. В 2019 г. объем привлечения средств Банком России по данным операциям составил от 0,3 до 1,3 трлн рублей.

Задолженность банков по операциям рефинансирования Банка России в декабре 2018 г. – январе-феврале 2019 г. в среднем составила 0,3 трлн рублей. Первую половину декабря отдельные банки поддерживали высокую задолженность по кредитам Банка России постоянного действия, но к концу года заместили эти операции рыночными заимствованиями.

**Обязательные резервные требования.** Чтобы повысить прозрачность и унифицировать порядок расчета величины обязательных резервов, в феврале Банк России принял решение с 1 апреля 2019 г. уточнить состав резервируемых обязательств кредитных организаций, включив в него все долгосрочные обязательства кредитной организации, обязательства кредитной организации перед международными финансовыми организациями, а также перед государственной корпорацией развития «ВЭБ.РФ». Для компенсации увеличения суммы обязательных резервов одновременно были снижены на 0,25 п.п., до 4,75%, нормативы обязательных резервов по отдельным видам обязательств.

## ВРЕЗКИ

## МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ БЮДЖЕТНЫХ ПРАВИЛ В РОССИИ

Одним из ключевых элементов бюджетной политики в России является механизм бюджетных правил. Он впервые был введен в 2004 г. и с тех пор претерпел ряд существенных изменений. Современная конструкция бюджетных правил в части своих переходных положений применялась в 2017 г., а с 2018 г. окончательно закреплена в Бюджетном кодексе.

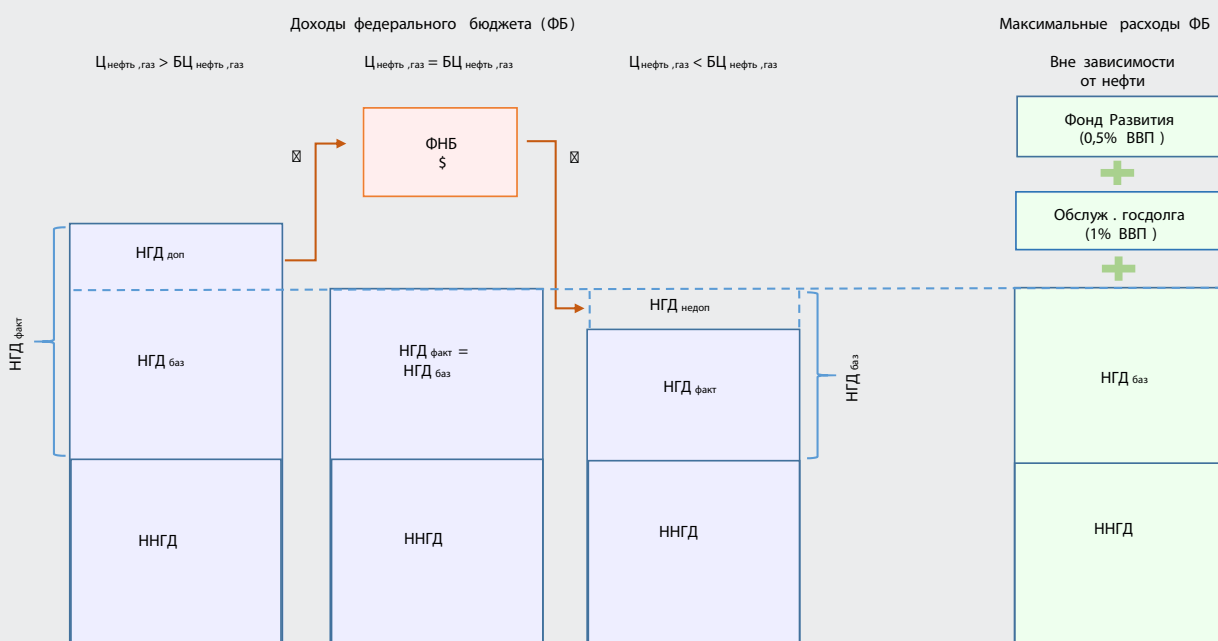
Основу современной конструкции бюджетных правил составляет механизм формирования расходов бюджета, не зависящий от фазы сырьевого цикла. При этом доходы экономики, полученные в условиях относительно высокой внешнеэкономической конъюнктуры или, наоборот, недополученные по причине формирования цен сырьевых товаров на низких уровнях, регулируются при помощи потоков между бюджетом и Фондом национального благосостояния<sup>1</sup> (рис. 1).

**Базовая цена на нефть (БЦнефть)** – это административно установленная цена, равная 40 долл. США за баррель в ценах 2017 года. Она ежегодно индексируется на 2% начиная с 2018 года. В 2018 г. базовая цена на нефть составила 40,8 долл. США за баррель, в 2019 г. – 41,6, в 2020 г. – 42,4, в 2021 г. – 43,3, в 2022 г. – 44,2 и так далее.

**Базовая экспортная цена на газ (БЦгаз)** – прогнозируемое значение среднегодовой экспортной цены на газ, умноженное на отношение базовой цены на нефть к прогнозируемой цене на нефть.

СОВРЕМЕННАЯ КОНСТРУКЦИЯ БЮДЖЕТНЫХ ПРАВИЛ В РОССИИ

Рис. 1



Примечание:  $C_{\text{нефть}}$ ,  $C_{\text{газ}}$  – прогнозируемый уровень цен на нефть и газ соответственно.

<sup>1</sup> Фонд национального благосостояния (ФНБ) – часть средств федерального бюджета, подлежащих обособленному учету и управлению в целях обеспечения софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан Российской Федерации, а также обеспечения сбалансированности (покрытия дефицита) федерального бюджета и бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации.

$$БЦ_{\text{газ}} = Ц_{\text{газ}} * \frac{БЦ_{\text{нефть}}}{Ц_{\text{нефть}}}$$

**Дополнительные нефтегазовые доходы (НГДдоп)** – разница между нефтегазовыми доходами<sup>2</sup>, рассчитанными исходя из прогнозируемых значений цены на нефть и экспортной цены на газ (НГДпрогн), и нефтегазовыми доходами, рассчитанными исходя из базовой цены на нефть и базовой экспортной цены на газ (НГДбаз). Дополнительные нефтегазовые доходы определяются в рублевом эквиваленте исходя из прогнозируемого обменного курса доллара США к рублю. Дополнительные нефтегазовые доходы образуются, когда прогнозируемая<sup>3</sup> цена на нефть и газ выше базовой. Они конвертируются в валюту, которая в течение года накапливается на казначейском счете Минфина России и не позднее 1 октября следующего года зачисляется в ФНБ.

$$НГД_{\text{доп}} = НГД_{\text{прогн}}(Ц_{\text{нефть}}, Ц_{\text{газ}}, \text{Курс}) - НГД_{\text{баз}}(БЦ_{\text{нефть}}, БЦ_{\text{газ}}, \text{Курс})$$

Курс – прогнозируемый обменный курс доллара США к рублю.

**Недополученные нефтегазовые доходы (НГДнедоп)** рассчитываются аналогично дополнительным нефтегазовым доходам. Образуются, когда прогнозируемые цены на нефть и газ ниже базовых. В этом в случае из ФНБ могут быть взяты средства (путем продажи валюты) на покрытие дефицитов федерального бюджета и бюджета Пенсионного фонда Российской Федерации в размере не более недополученных нефтегазовых доходов (если на конец предыдущего года ФНБ > 5% ВВП) или не более 1% ВВП в год (если на конец предыдущего года ФНБ < 5% ВВП). При достижении размера ликвидной части ФНБ 7% ВВП средства из фонда могут начать инвестироваться в проекты, направленные на развитие национальной экономики.

$$НГД_{\text{недоп}} = НГД_{\text{баз}}(БЦ_{\text{нефть}}, БЦ_{\text{газ}}, \text{Курс}) - НГД_{\text{прогн}}(Ц_{\text{нефть}}, Ц_{\text{газ}}, \text{Курс})$$

**Предельный объем расходов федерального бюджета** – максимальный объем расходов федерального бюджета, равный сумме базовых нефтегазовых доходов, ненепфтегазовых доходов<sup>4</sup> и прогнозируемого объема расходов на обслуживание государственного долга (пункт 3 статьи 99 Бюджетного кодекса Российской Федерации). В 2018 г. введена надбавка к формуле расходов в объеме 1% ВВП, в 2019–2024 гг. величина надбавки составит 0,5% (расходы в рамках Фонда развития).

$$\text{Максимальные расходы ФБ} = НГД_{\text{баз}} + ННГД_{\text{прогн}} + \text{Расх на обл. госдолга} + \text{надбавка ФР}$$

Введенная в 2018 г. в России конструкция бюджетных правил позволяет не только повысить устойчивость федерального бюджета и гарантировать исполнение всех обязательств государства независимо от волатильности цен на нефть, но и способствует формированию предсказуемых макроэкономических и финансовых условий<sup>5</sup>, необходимых для обеспечения устойчивого роста экономики, ценовой и финансовой стабильности.

<sup>2</sup> К нефтегазовым доходам относятся доходы от уплаты налога на добычу нефти, природного газа, газового конденсата, а также вывозных таможенных пошлин на сырую нефть, природный газ и товары, выработанные из нефти. Поступают в федеральный бюджет.

<sup>3</sup> В случае отклонения фактически сложившихся в отчетном месяце значений цен энергоносителей и курса рубля от их прогнозных значений, учтенных при расчете дополнительных/недополученных нефтегазовых доходов, сумма покупки/продажи валюты следующего месяца корректируется на величину отклонения.

<sup>4</sup> Все доходы бюджета, за исключением нефтегазовых.

<sup>5</sup> После запуска механизма операций Минфина России на внутреннем валютном рынке в начале 2017 г. значительно снизилась зависимость и чувствительность курса рубля и экономики в России в целом к динамике мировых цен на нефть.

## О ВЛИЯНИИ ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ НДС НА ИНФЛЯЦИЮ

С 1 января 2019 г. ставка НДС повышена с 18 до 20%. Это, как и ожидалось, сказалось на инфляции: в январе заметно ускорились как годовые, так и месячные темпы роста потребительских цен<sup>1</sup>.

Однако повышение ценовой динамики было обусловлено налоговыми изменениями лишь отчасти. Тенденция к ускорению роста цен проявилась уже во второй половине 2018 г., в условиях подстройки предложения отдельных видов продовольствия к спросу, усиления давления со стороны затрат (удорожания нефти и нефтепродуктов, аграрного сырья), ослабления рубля. В определенной мере ускорение годовой инфляции в январе было связано и с эффектами низкой базы: по сравнению с декабрем она возросла на 0,7 п.п., тогда как месячный рост цен (с поправкой на сезонность) – лишь на 0,2 процентного пункта.

Банк России во второй половине 2018 г. делал оценки возможного масштаба переноса повышения ставки НДС в инфляцию<sup>2</sup>. Они зависели от целой совокупности факторов, среди которых – потребительский спрос, производственные и ценовые стратегии предприятий, состояние конкуренции на рынках. Помимо прямого влияния, которое изменение ставки налога оказывает на категории товаров и услуг, облагаемых по основной ставке, могут возникать и вторичные эффекты (рост затрат, повышение инфляционных ожиданий), затрагивающие также товары и услуги, в отношении которых действует льготное налогообложение. Величина таких эффектов также зависит от ряда условий, и ее оценка сопряжена с высокой неопределенностью. С учетом изложенного возможный перенос повышения ставки налога в цены оценивался в достаточно широком интервале (0,6–1,5 п.п.).

Динамика цен на различных сегментах потребительского рынка указывает на достаточно умеренные масштабы реализовавшегося переноса повышения НДС в цены. По расчетам с использованием различных моделей, в феврале его вклад в годовую инфляцию составил 0,6–0,7 п.п., включая эффекты от упреждающего повышения цен в конце 2018 г. на уровне 0,1–0,2 п.п. (табл. 1).

Так, например, по оценкам на основе метода «разность разностей»<sup>3</sup> с учетом отраслевых, временных, макроэкономических и специфических эффектов, вклад повышения ставки НДС в годовую инфляцию в феврале 2019 г. составил около 0,6 процентного пункта.

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛЬНОГО ПРЯМОГО ЭФФЕКТА ПОЛНОГО ПЕРЕНОСА ПОВЫШЕНИЯ СТАВКИ НДС В ГОДОВУЮ ИНФЛЯЦИЮ  
(ПРОЦЕНТНЫЕ ПУНКТЫ)

Табл. 1

	Точечная оценка*, сентябрь 2018 г.		Оценка вклада в годовую инфляцию в феврале 2019 г.		Разница	
	Повышение цен	Вклад в инфляцию	Повышение цен	Вклад в инфляцию	Повышение цен	Вклад в инфляцию
Инфляция – всего	1,1		0,6–0,7		-(0,4–0,5)	
в том числе:						
– продовольственные товары	0,6	0,2	0,4–0,5	0,15–0,2	-(0,1–0,2)	-(0–0,05)
– непродовольственные товары	1,5	0,5	0,4–0,6	0,15–0,2	-(0,9–1,1)	-(0,3–0,35)
– услуги	1,4	0,4	0,9–1,1	0,25–0,3	-(0,3–0,5)	-(0,1–0,15)
в том числе коммунальные услуги	1,7	0,1	1,7	0,1	0,0	0,0

\* Прямой эффект с учетом льготного налогообложения.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Здесь и далее значения месячных темпов прироста цен приведены с поправкой на сезонность.

<sup>2</sup> См. Доклад об оценке влияния повышения основной ставки НДС на инфляцию (август 2018 г.), [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/47495/2018\\_01\\_nds.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/47495/2018_01_nds.pdf).

<sup>3</sup> Метод «разность разностей» является статистической процедурой, которая используется для изучения эффекта воздействия некоторого события на интересующую переменную. В рамках подхода сравниваются значения переменных из контрольной и испытуемой групп до и после воздействия на переменные из испытуемой группы. Этим методом можно воспользоваться для оценки прямого влияния повышения НДС на инфляцию. Выборка потребительских товаров и услуг делится на контрольную группу (товары и услуги, облагаемые по льготным ставкам НДС) и испытуемую (товары и услуги, облагаемые по основной ставке НДС). Изменение ставки НДС – это событие, которое влияет на динамику цен в испытуемой группе.

Анализ пофакторной декомпозиции прироста цен на основные группы товаров и услуг также свидетельствует в пользу умеренных масштабов влияния повышения НДС.

### Динамика цен на непродовольственные товары

Непродовольственные товары, входящие в состав потребительской корзины, облагаются НДС преимущественно по основной ставке. Под льготное налогообложение подпадает сравнительно небольшая их часть (детские, медицинские товары, книжная продукция, периодические печатные издания). В январе 2019 г. месячный темп удорожания непродовольственных товаров возрос, по оценке, до 0,7%, что на 0,4 п.п. выше уровня, сложившегося в период с сентября по декабрь 2018 года.

При этом уже в феврале месячные темпы удорожания непродовольственных товаров практически вернулись к декабрьскому уровню. Разовый характер ускорения роста цен в этом сегменте потребительского рынка позволяет предположить, что оно во многом связано с повышением ставки НДС.

По расчетам Банка России, в декабре 2018 – феврале 2019 г. отмечалось заметное увеличение вклада инфляционных ожиданий экономических субъектов в прирост цен на непродовольственные товары (с пиком в январе), тогда как в предыдущие пять месяцев<sup>4</sup> он был достаточно стабильным (рис. 1). Показатель ожиданий, применяемый в оценках, является расчетным и представляет собой агрегат данных опросов предприятий<sup>5</sup> и населения<sup>6</sup>. Эта переменная призвана отразить состояние рыночной конъюнктуры как определенного баланса между ценовыми стратегиями производителей и потребительским поведением домохозяйств. Налоговые решения оказывают существенное влияние на поведение экономических агентов, а значит, сказываются и на их инфляционных ожиданиях.

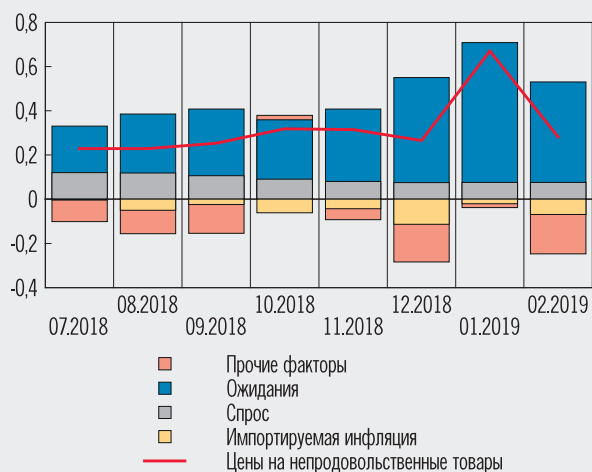
Осенью 2018 г. респонденты указывали на предстоящее повышение НДС как на значимое обстоятельство, влияющее на ценовые ожидания и стратегии, а также на потребительское поведение. Инфляционные ожидания экономических агентов возросли уже в декабре 2018 года. Выраженный пик повышения их вклада в динамику цен непродовольственных товаров пришелся на январь 2019 г. с последующим понижением. При этом временный характер повышения позволяет предположить, что он в значительной мере связан с разовым событием – повышением ставки НДС. Суммарно за период с декабря 2018 г. по февраль 2019 г. превышение вклада ожиданий над уровнем, характер-

ным для предыдущих месяцев, составляет около 0,7 процентного пункта. Учитывая возможное влияние других факторов, его можно расценивать как верхнюю границу оценки реализованного переноса повышения НДС в цены непродовольственных товаров. С учетом их доли в потребительской корзине вклад этого переноса в целом в годовую инфляцию в феврале 2019 г. можно оценить в размере около 0,2 процентного пункта.

Необходимо отметить, что у производителей и торговых предприятий могут оставаться товарные запасы, сформированные до повышения НДС. По мере перезаключения контрактов в продажу будут поступать товары, облагаемые по новой ставке налога. С учетом этого перенос изменения НДС в цены может оказаться растянутым во времени.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ МЕСЯЧНОГО ПРИРОСТА ЦЕН НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ С ПОПРАВКОЙ НА СЕЗОННОСТЬ (п.п.)

Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

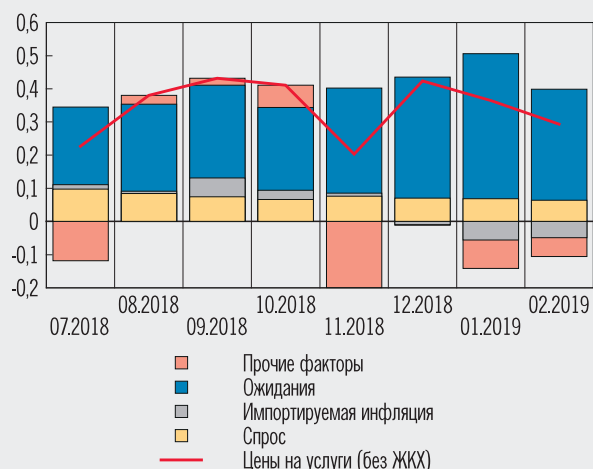
<sup>4</sup> Период после стабилизации рынка нефтепродуктов.

<sup>5</sup> Используются данные опросов Банка России и Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова (Российский экономический барометр).

<sup>6</sup> Данные опросов, проводимых ООО «ИНФОМ» по заказу Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ МЕСЯЧНОГО ПРИРОСТА ЦЕН НА УСЛУГИ (БЕЗ ЖИЛИЩНО-КОММУНАЛЬНЫХ) С ПОПРАВКОЙ НА СЕЗОННОСТЬ (п.п.)

Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

## Динамика цен на услуги

В январе 2019 г. в связи с повышением ставки НДС были проиндексированы тарифы на коммунальные услуги. Вклад их повышения в ускорение инфляции составил 0,1 процентного пункта.

Месячные темпы роста цен на услуги, за исключением жилищно-коммунальных, в январе-феврале 2019 г., по оценке, снижались. Тем не менее в январе отмечалось разовое повышение вклада инфляционных ожиданий в формирование динамики цен на эту группу услуг (рис. 2), которое может быть связано с влиянием налоговых решений. Оно внесло дополнительный вклад в ускорение роста цен на услуги.

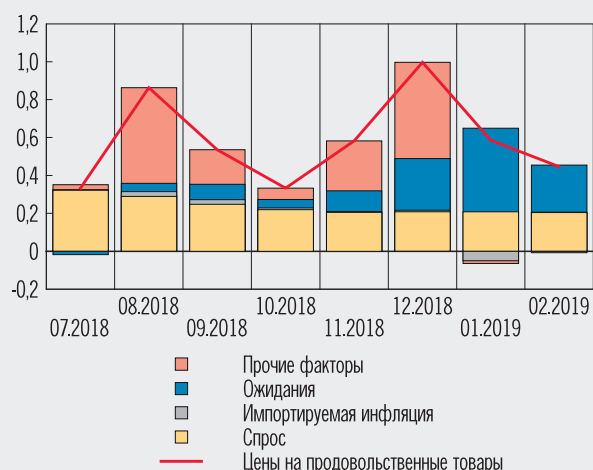
## Динамика цен на продовольственные товары

Повышение ставки НДС напрямую затрагивает сравнительно меньший набор продовольственных товаров, входящих в потребительскую корзину для расчета ИПЦ (фрукты и цитрусовые, кондитерские изделия, алкогольная продукция, общественное питание, некоторые другие позиции, имеющие небольшой вес в потребительской корзине; суммарно доля перечисленных позиций составляет немногим более трети всех продуктов питания). Однако оно может оказывать косвенное влияние на все виды продовольствия (его каналами могут являться повышение затрат, изменение потребительского поведения, политика торговых компаний относительно распределения возросших издержек по товарным позициям).

Пик месячных темпов роста цен на продовольствие, как показывает модельная декомпозиция, пришелся на декабрь и был связан с влиянием разовых факторов, прежде всего

ДЕКОМПОЗИЦИЯ МЕСЯЧНОГО ПРИРОСТА ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ С ПОПРАВКОЙ НА СЕЗОННОСТЬ (п.п.)

Рис. 3



Источник: расчеты Банка России.

со стороны предложения отдельных видов продуктов питания (рис. 3). Тем не менее инфляционные ожидания экономических агентов, отражающие изменения рыночной конъюнктуры в связи с налоговыми решениями, в декабре 2018 – феврале 2019 г. было заметно выше, чем в предыдущие месяцы. С учетом этого можно оценить максимальный размер переноса НДС, связанного с косвенным влиянием на цены продовольствия, в годовую инфляцию в феврале примерно в 0,2 процентного пункта.

Итак, в целом реализовавшийся перенос повышения ставки НДС в годовую инфляцию в феврале был умеренным, вблизи нижней границы диапазона предварительных оценок Банка России, сделанных в 2018 году. На его масштаб могли повлиять стратегии производителей и продавцов, направленные на удержание объемов продаж или доли рынка в условиях консервативного потребительского поведения домохозяйств. Рост издержек мог быть временно абсорбирован снижением маржинальности бизнеса, финансовых результатов предприятий.

По мере расширения потребительского спроса производители и продавцы смогут получить возможности восстановления объемов прибыли за счет потребителей. Дополнительное давление могут

оказывать вторичные эффекты повышения НДС. В целом до конца 2019 г. его совокупный вклад в инфляцию может возрасти.

Уточнение оценок масштаба переноса НДС в цены будет происходить по мере получения дополнительной информации (например, о ценах производителей и финансовых результатах организаций в первые месяцы 2019 г.).

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В РЕГИОНАХ РОССИИ

В конце 2018 – начале 2019 г. повышение годовой инфляции происходило во всех регионах России, но его темпы различались, что определило некоторое увеличение разброса показателя по регионам. Факторами повышения региональной разнородности инфляции в том числе были различия в переносе влияния на цены ослабления рубля и повышения ставки НДС с учетом географических особенностей структуры потребления и импортных потоков. Также большое значение имели различия в динамике традиционно более волатильных продовольственных цен (в большой степени зависящих от распределения производства и логистических потоков по стране) и темпов индексации тарифов естественных монополий в начале года. Динамика производственной активности, доходов и потребительского спроса сохраняла типичную неоднородность, связанную в том числе с экономической специализацией регионов. Вместе с тем во всех округах страны спрос оставался на уровнях, не оказывающих дополнительного инфляционного давления.

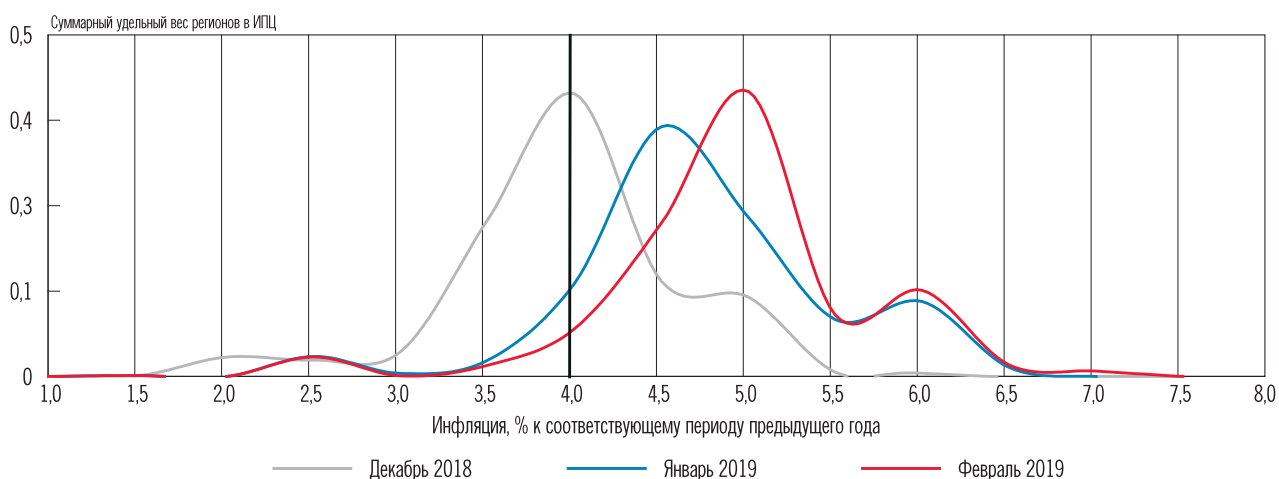
#### ИНФЛЯЦИЯ И ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ

##### Распределение регионов по уровням инфляции

В декабре 2018 – феврале 2019 г. происходило ускорение темпов роста цен во всех регионах. Региональный разброс уровней инфляции увеличился до 5,1 п.п. (в среднем за 2018 г. – 3,8 п.п.) (рис.1). Значения годовой инфляции в регионах в феврале находились в широком интервале – от 2 до 7,1% при среднероссийском значении 5,2% (рис. 3). Однонаправленность изменения динамики цен в начале 2019 г. в регионах была обусловлена действием общестрановых факторов: сохраняющимся влиянием ослабления рубля, повышением основной ставки НДС, действием эффекта низкой базы продовольственной инфляции начала прошлого года. Региональные различия в ускорении инфляции были связаны главным образом с неодинаковой скоростью и масштабом влияния этих факторов, а также действием локальных немонетар-

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО УРОВНЯМ ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ

Рис. 1



ных факторов. Наиболее низкая инфляция (менее 3%, четыре региона) в феврале наблюдалась в Ханты-Мансийском (2,9%), Ямало-Ненецком (2,1%) и Ненецком (2,7%) автономных округах, Республике Ингушетия (2,0%), где динамика цен в значительной мере определялась локальными факторами (например, открытие крупного тепличного производства в Ингушетии, сдержанный рост регулируемых цен и тарифов в автономных округах Тюменской области). В группе регионов с наиболее высокой инфляцией (более 6%, 17 регионов) в декабре-январе, как и в предыдущие месяцы, входили многие области Центральной России, а также Крым и Севастополь, отдельные сибирские, северные и удаленные регионы. В большинстве этих регионов наибольший вклад в ускорение инфляции вносила динамика цен на продовольственные товары.

### **Продовольственная инфляция**

Среди основных компонентов инфляции в начале 2019 г. в наибольшей степени увеличилась неоднородность темпов роста продовольственных цен, традиционно более волатильных и чувствительных к разовым факторам со стороны предложения (рис. 2). Повышение инфляции по отдельным продовольственным товарам (включая плодоовощную продукцию, яйца, хлеб и хлебобулочные изделия), начавшееся во второй половине 2018 г. после длительного периода снижения, происходило с разным темпом и интенсивностью в различных регионах. Сильнее влияние этого эффекта было в регионах с развитым агропромышленным комплексом (в том числе в Курской, Брянской областях, Республике Крым), в которых произошло более сильное падение инфляции во второй половине 2017 – начале 2018 г. на фоне увеличения предложения. При этом повышение продовольственных цен имело более выраженное влияние на инфляцию в целом в Крыму и Севастополе, отдельных северных и удаленных регионах, где выше доля продуктов питания в потребительских расходах.

### **Непродовольственная инфляция**

Непродовольственная инфляция ускорялась в большинстве регионов менее выражено, чем продовольственная. Это в том числе свидетельствует об умеренном переносе повышения НДС в цены. Изменение формы распределения темпов роста цен непродовольственных товаров по регионам отражало различия в подстройке цен к налоговым мерам и курсовой динамике. Разнородность в реакции цен на эти факторы определялась особенностями потребительской корзины и географии стран – торговых партнеров, а также динамикой потребительского спроса. Чувствительность инфляции к изменению курса была выше в регионах с высокими доходами и повышенной долей импорта в потреблении. Значительный вклад в разброс непродовольственной инфляции также продолжала вносить динамика цен моторного топлива, региональные различия которой во многом определялись структурой локальных рынков. В отдельных регионах велика доля независимых от ВИНК<sup>1</sup> сетей (например, в Тыве, Дагестане), которые не связаны соглашением с правительством. В таких регионах динамика цен на топливо, как правило, более волатильна и быстрее реагирует на изменения оптовых рыночных цен. В начале 2019 г. направления изменения топливных цен для регионов с преобладанием локальных сетей АЗС и крупных ВИНК различались. Из-за повышения НДС все ВИНК повысили цены на моторное топливо в пределах, установленных соглашениями с правительством, а на небольших региональных АЗС цены уменьшались вслед за снижением оптовых цен.

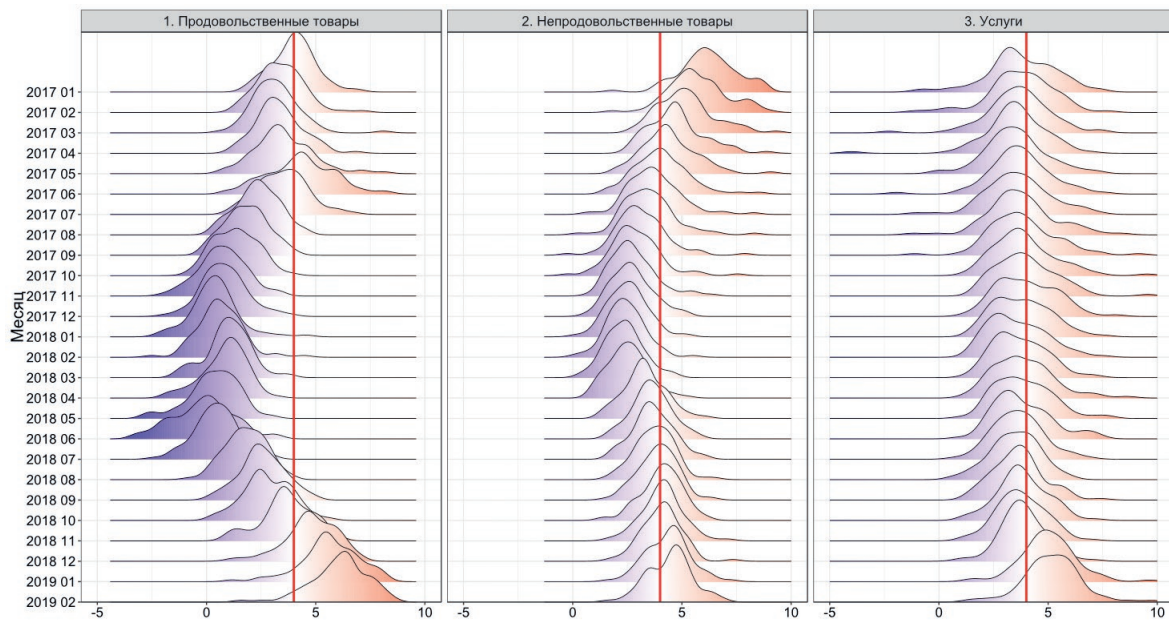
### **Инфляция в сфере услуг**

Различия динамики цен на услуги в регионах в большой степени были связаны с различиями в величине индексации тарифов на ЖКУ в начале года. Значительным дополнительным фактором стало повышение тарифов на услуги по утилизации твердых коммунальных отходов (ТКО), произошедшее в связи с реорганизацией системы обращения с отходами. При росте по России в среднем тарифов на утилизацию ТКО на 51% в январе 2019 г. в отдельных регионах тарифы в годовом сопоставлении увеличились более чем в два раза (наиболее значительно – в Ор-

<sup>1</sup> Вертикально интегрированные нефтяные компании.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО ВКЛАДУ В ГОДОВУЮ ИНФЛЯЦИЮ ТОВАРОВ (ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ И НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ) И УСЛУГ

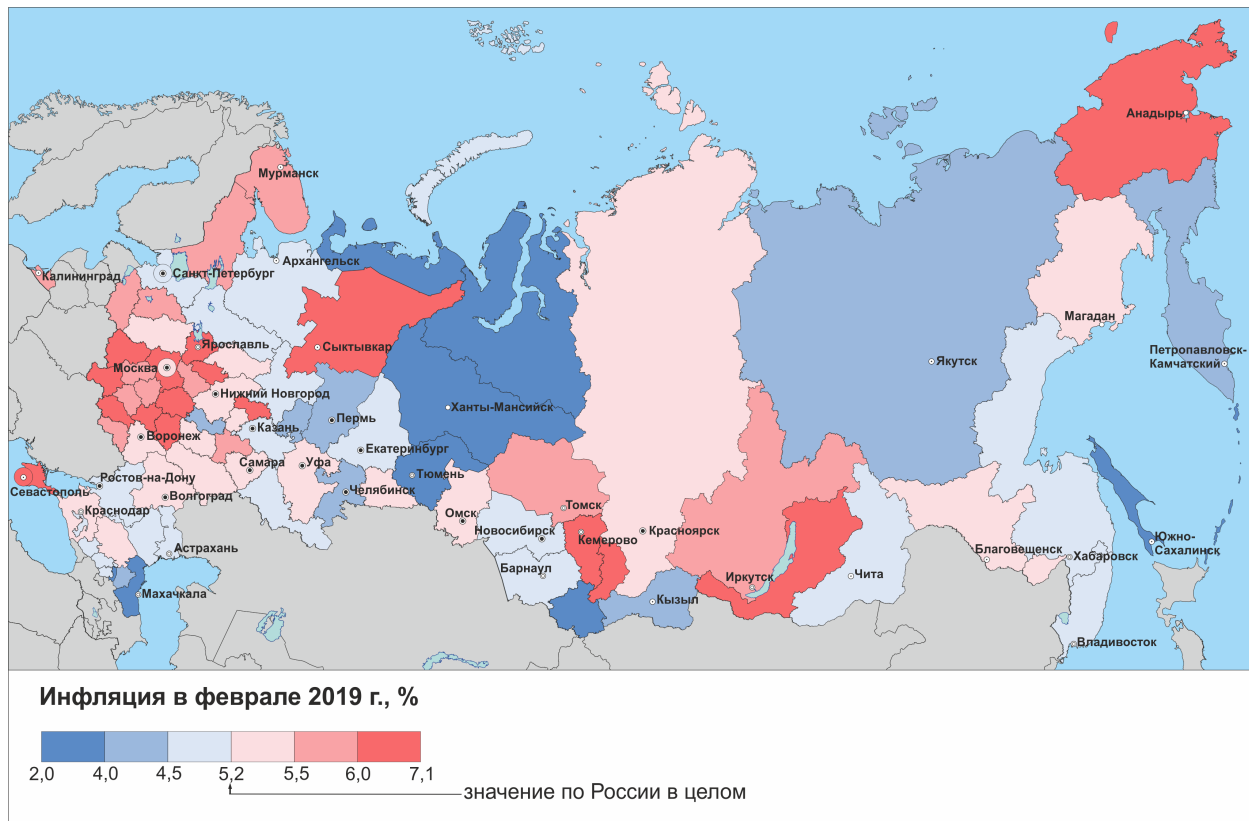
Рис. 2



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

ИНФЛЯЦИЯ В РЕГИОНАХ В ФЕВРАЛЕ 2019 ГОДА

Рис. 3



Источники: Росстат, Банк России.

ИНФЛЯЦИЯ В ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОКРУГАХ ПО ОТДЕЛЬНЫМ СУБКОМПОНЕНТАМ

Табл. 1

	Вес в ИПЦ								Инфляция (%; февраль)							
	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО
Все товары и услуги	100	100	100	100	100	100	100	100	5,7	5,1	5,3	4,6	5,1	4,1	5,5	4,9
<b>Продовольственные товары</b>	<b>36,2</b>	<b>37,2</b>	<b>40,4</b>	<b>45,2</b>	<b>37,4</b>	<b>36,5</b>	<b>37,8</b>	<b>37,4</b>	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>
– без плодоовощной продукции	<b>32,5</b>	<b>32,9</b>	<b>35,6</b>	<b>38,8</b>	<b>33,8</b>	<b>32,8</b>	<b>34,0</b>	<b>33,1</b>	<b>6,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>
Мясопродукты	10,1	8,5	10,0	12,8	8,9	8,5	9,3	8,5	8,9	8,5	9,2	6,7	8,7	6,3	8,5	9,6
Молоко и молочная продукция	4,2	4,8	4,4	4,9	4,2	4,4	4,4	4,1	4,2	4,0	3,9	2,9	2,0	3,4	3,5	4,5
Плодоовощи	3,6	4,3	4,7	6,5	3,5	3,8	3,8	4,3	12,4	10,0	9,5	6,3	7,4	6,1	6,3	7,1
Хлеб, макароны и крупы	2,2	2,4	2,9	3,4	2,7	2,4	2,6	2,3	6,9	4,0	8,0	3,0	5,9	6,0	7,2	7,1
Рыбодукты	2,8	1,7	2,1	2,1	1,8	1,7	1,9	1,8	4,6	4,5	2,7	2,6	3,2	3,7	2,3	0,0
Масло и жиры	1,0	1,1	1,4	2,2	1,2	1,0	1,2	1,0	3,4	2,8	4,1	5,2	3,0	2,0	5,5	4,1
Яйца	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	22,4	21,7	26,5	24,4	23,7	15,6	12,1	9,9
Сахар	0,3	0,3	0,5	1,3	0,5	0,4	0,6	0,4	31,8	30,2	31,3	18,9	34,7	27,6	30,4	20,9
Прочие	11,6	13,6	13,7	11,5	14	13,9	13,5	14,5	3,3	2,5	2,4	2,0	2,5	2,3	3,7	3,5
<b>Непродовольственные товары</b>	<b>35,3</b>	<b>34,9</b>	<b>35,8</b>	<b>33,7</b>	<b>36,5</b>	<b>36</b>	<b>37,6</b>	<b>35,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>3,5</b>
– без бензина	<b>31,5</b>	<b>31</b>	<b>32,9</b>	<b>30,7</b>	<b>33,1</b>	<b>31,9</b>	<b>33,8</b>	<b>31,8</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>
Одежда, обувь, меха	9,2	8,4	9,2	10,6	9,2	7,8	8,5	9,1	2,7	2,1	1,2	1,3	2,4	0,7	2,1	1,8
Легковые автомобили	5,5	6,5	6,5	6,6	6,2	5,4	6,3	6,3	7,2	4,8	5,6	5,8	5,8	3,8	5,1	3,2
Нефтепродукты	3,6	3,2	4,4	3,5	3,7	3,3	3,5	3,5	10,3	10	10,1	8,9	10,1	10,6	10,7	6,3
Бытовая техника	3,1	2,8	3,6	3,5	3,6	2,7	3,2	3,2	1,8	-0,5	1,1	2,3	1,5	0,9	1,1	0,0
Мебель и стройматериалы	3,3	2,9	2,8	1,3	3,3	4,0	3,2	2,3	5,0	4,5	3,8	4,6	5,3	3,5	5,4	3,2
Бытовая химия	2,3	2,4	2,0	2,3	2,3	2,5	2,5	2,3	4,8	4,8	2,6	2,9	4,2	3,1	2,8	6,7
Прочие	7,7	8,9	8,3	8,0	8,2	8,7	10,3	9,2	5,7	5,4	4,5	3,9	4,8	4,3	6,1	4,9
<b>Услуги</b>	<b>28,1</b>	<b>27,4</b>	<b>23,6</b>	<b>20,9</b>	<b>25,7</b>	<b>27</b>	<b>24,3</b>	<b>27,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>
<b>Услуги без ЖКХ</b>	<b>18,8</b>	<b>18,1</b>	<b>13,8</b>	<b>12,0</b>	<b>16,2</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>16,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,9</b>
ЖКХ	10,2	11,0	9,4	8,0	9,0	8,9	7,9	9,2	6,0	6,7	6,0	5,9	5,8	4,7	6,9	5,3
Бытовые услуги	3,3	3,8	2,4	2,5	2,8	2,9	3,0	4,1	2,8	3,2	3,9	2,1	3,8	2,3	4,0	3,7
Пасс. транспорт	2,4	2,5	2,6	2,3	2,5	2,6	2,4	2,9	6,1	4,0	9,4	9,7	5,6	5,2	7,2	9,7
Услуги в сфере туризма	2,5	1,8	2,3	1,4	2,3	1,9	1,8	2,3	8,4	6,3	4,1	3,9	4,6	2,9	5,9	8,2
Услуги в системе образования	3,2	2,1	0,8	0,4	1,7	3,0	1,0	1,1	7,4	6,1	6,0	7,2	6,9	6,8	8,2	13,6
Медицинские услуги	1,8	1,6	1,5	1,3	1,7	1,5	1,3	1,5	3,3	4,1	3,5	3,9	5,1	3,9	7,1	4,7
Прочие	5,2	5,9	4,4	4,4	5,5	5,3	6,1	5,3	2,1	2,8	3,4	5,0	3,4	2,1	2,5	2,1

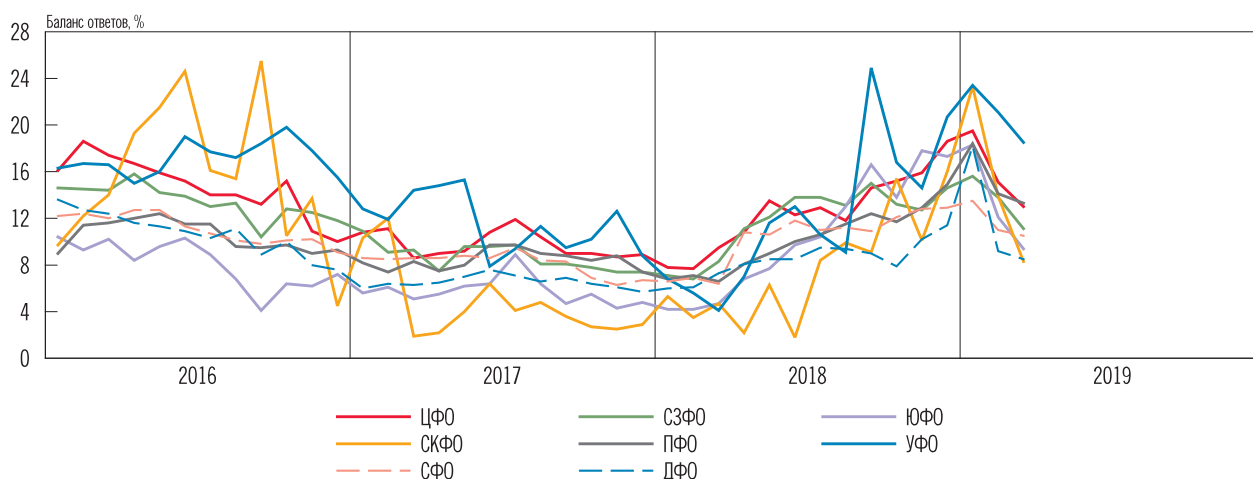
– максимальные значения (вес и инфляция) среди всех федеральных округов.

– минимальные значения по каждой субкомпоненте.

Источники: Росстат, Банк России.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

Рис. 4



Источник: Банк России.

ловской, Свердловской, Вологодской областях – на 150–180%). Однако в марте власти многих регионов заявили о возможном снижении ставок тарифа. В некоторых удаленных регионах Дальнего Востока, Сибири, Урала более заметное повышение инфляции было во многом обусловлено удорожанием воздушных перевозок (в том числе на фоне роста цен авиационного топлива), которые используются и для доставки товаров.

### Ценовые ожидания

Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед после значительного роста в конце 2018 г., по данным опросов за февраль-март 2019 г., снизились для всех видов экономической деятельности и во всех федеральных округах, вернувшись к значениям августа-сентября (рис. 4). Такая динамика связана с реализацией в начале 2019 г. эффекта повышения НДС, ставшего главной причиной роста ожиданий в последние месяцы 2018 года. В разрезе федеральных округов снижение было синхронным, исключение составил лишь Урал, где высокие ценовые ожидания сохраняются на фоне низких уровней инфляции. Это может указывать на возможный догоняющий рост инфляции в Уральском федеральном округе в ближайшие месяцы из-за более поздней реализации эффекта повышения НДС. Помимо переноса увеличения НДС, сохранение ценовых ожиданий на повышенном уровне, по данным опроса, в значительной мере определяется беспокойством предприятий относительно роста издержек на электроэнергию и топливо.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

### Кредитование населения

Изменение условий банковского кредитования (УБК) населения в регионах, согласно данным ежеквартального обследования крупнейших банков, в конце 2018 г. было в целом односторонним: во всех федеральных округах отмечались ужесточение ценовых условий и рост процентных ставок (рис. 5). Наиболее высокие процентные ставки по кредитам физическим лицам установились к началу 2019 г. в Центральном федеральном округе и на Северном Кавказе (13,2 и 13,4% соответственно), наиболее низкие – в регионах Урала и Северо-Запада (11,4 и 11,7%). Уровень процентных ставок отчасти объясняется долей в кредитном портфеле ипотечных кредитов с более низкими ставками (эта доля наибольшая в Уральском и Северо-Западном федеральных округах (47 и 45% соответственно), наименьшая – в Северо-Кавказском (35%). Неценовые условия во всех регионах продолжали смягчаться, хотя и менее значительно, чем в первой половине 2018 года. В целом условия кредитования физических лиц оставались в зоне мягких значений в Северо-Западном, Уральском и Приволжском округах; в зоне нейтральных значений – в Центральном, Южном, Северо-Кавказском, Сибирском и Дальневосточном округах<sup>2</sup>. Такое разделение соотносится с оценкой уровня кредитных рисков в регионах. Так, наиболее низкие значения доли просроченной задолженности по кредитам населению в конце 2018 г. наблюдались в СЗФО, ПФО и УФО (4,2–4,6%), наиболее высокие – в ЮФО и СКФО (6,2 и 7% соответственно). Динамика кредитования населения (в годовом выражении) в декабре-январе на фоне увеличения ставок замедлялась в большинстве регионов, за исключением ЦФО. Рост кредитования в центральных регионах не смогли сдержать даже более жесткие, чем в остальных округах, условия банковского кредитования. Уровень долговой нагрузки населения здесь остается одним из наиболее низких, в значительной мере из-за более высоких доходов населения.

### Кредитование предприятий

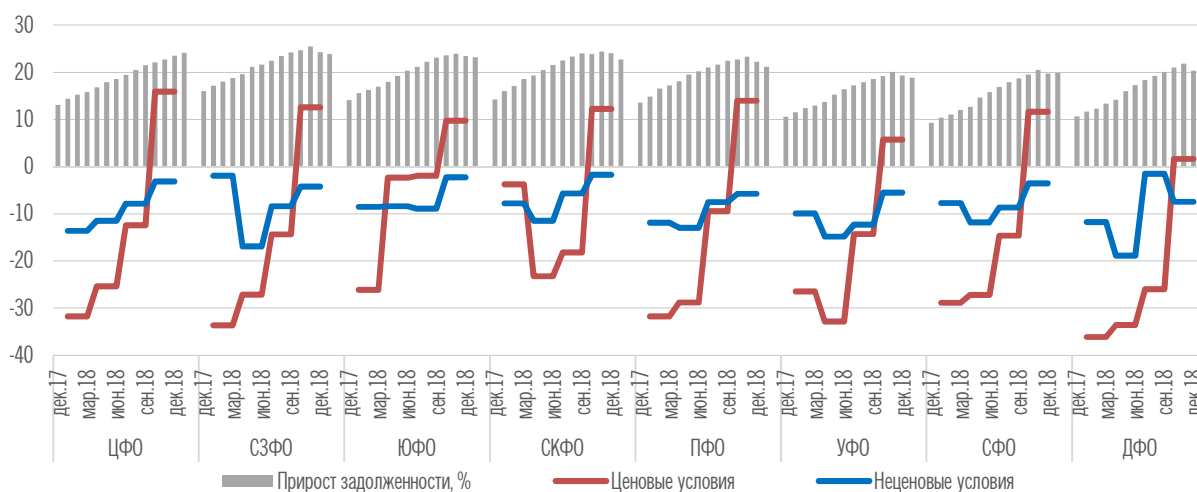
В конце 2018 г. во всех федеральных округах происходило ужесточение ценовых условий банковского кредитования юридических лиц, наиболее сильное – в Северо-Западном ФО (рис. 6).

<sup>2</sup> Уровень жесткости УБК оценивался по результатам ежеквартального обследования крупнейших банков. УБК оценивались как мягкие при значении диффузного индекса ниже -5, как нейтральные – в интервале от -5 до +5, как жесткие – выше +5.

Неценовые условия незначительно ужесточились в центральных регионах европейской части страны и Поволжья, тогда как в других регионах преимущественно продолжили смягчаться. Согласно опросам предприятий, средний уровень приемлемых процентных ставок для организаций промышленности и торговли<sup>3</sup> в IV квартале 2018 г. был близок к фактическим средним ставкам (по кредитам свыше года – около 9–10%). Ниже оценивают приемлемый уровень процентных ставок предприятия сельского хозяйства, большинство из которых не готово платить по кредитам свыше года более 7% (что объясняется действующими программами льготного кредитования). В целом оценки условий банковского кредитования юридических лиц находились в зоне жестких значений во всех федеральных округах, наиболее жесткие – в ЦФО и ЮФО. В этих же округах к началу 2019 г. установился наиболее высокий уровень долговой нагрузки предприятий<sup>4</sup> (в ЦФО – 51%, в ЮФО – 27%, среднее значение по остальным феде-

ИЗМЕНЕНИЕ УСЛОВИЙ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ (ОТРИЦАТЕЛЬНАЯ ЗОНА – СМЯГЧЕНИЕ, ПОЛОЖИТЕЛЬНАЯ – УЖЕСТОЧЕНИЕ) И ПРИРОСТ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ (В ГОДОВОМ СОПОСТАВЛЕНИИ)

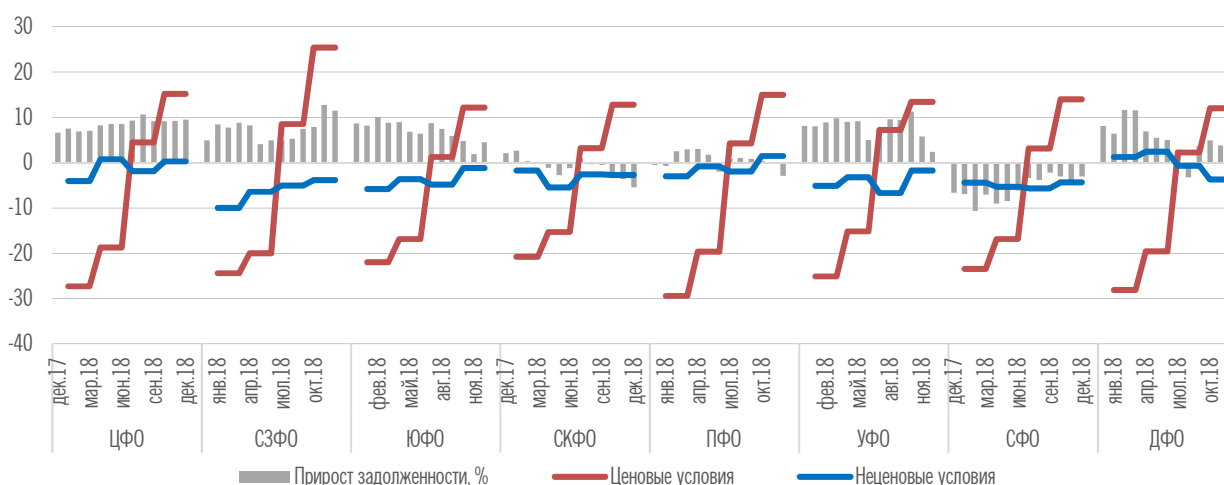
Рис. 5



Источник: Банк России.

ИЗМЕНЕНИЕ УСЛОВИЙ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ (ОТРИЦАТЕЛЬНАЯ ЗОНА – СМЯГЧЕНИЕ, ПОЛОЖИТЕЛЬНАЯ – УЖЕСТОЧЕНИЕ) И ПРИРОСТ ЗАДОЛЖЕННОСТИ ПО КРЕДИТАМ ЮРИДИЧЕСКИМ ЛИЦАМ (В ГОДОВОМ СОПОСТАВЛЕНИИ)

Рис. 6



Источник: Банк России.

<sup>3</sup> По данным ежеквартальных инвестиционных опросов мониторинга Банка России.

<sup>4</sup> Долговая нагрузка корпоративных заемщиков по региону (федеральным округам) рассчитывалась как отношение задолженности по кредитам юридическим лицам к объему отгруженных товаров, выполненных работ и услуг (скользящая сумма за 12 месяцев).

ральным округам – 20%). В большинстве регионов уровень долговой нагрузки в конце 2018 г. оставался стабильным. Некоторый его рост происходил лишь на Дальнем Востоке и Северном Кавказе, где кредитная нагрузка остается заметно ниже среднероссийского уровня (в СКФО – 19%, в ДФО – 20%, в России в целом – 30%). Доля просроченной задолженности корпоративных заемщиков в большинстве регионов в конце 2018 г. находилась на относительно низких уровнях и снижалась. Исключение в части динамики составили отдельные регионы Сибири, где с середины 2018 г. наблюдается некоторый рост показателя (за счет динамики в отдельных отраслях, в том числе строительной). По уровню из общей картины выделялись регионы Северного Кавказа, где доля просроченной задолженности, несмотря на происходившее в конце года снижение, остается на высоком уровне (превышает 60% в Дагестане, Кабардино-Балкарии, Ингушетии). В этом же регионе наблюдалось и наибольшее уменьшение величины задолженности по кредитам юридическим лицам. Также корпоративное кредитование снижалось в Приволжском и Сибирском округах, главным образом за счет предприятий промышленности и строительства.

## ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

### Индикатор экономической активности

Региональная разнородность значений индикатора экономической активности (ИЭА)<sup>5</sup> на уровне отдельных регионов в конце 2018 г. снижалась при росте числа субъектов с положительной динамикой (в годовом выражении). Однако в январе 2019 г. неоднородность вновь возросла при замедлении динамики индикатора в большинстве регионов (рис. 7). Наибольший вклад в сохранение неоднородности ИЭА в ноябре-декабре вносила строительная отрасль. В регионах Урала и Северного Кавказа, где динамика показателя экономической активности значительно отличалась от общей группы, ситуация в наибольшей степени определялась строительством. Значительное снижение объема строительных работ в ряде регионов Северного Кавказа в конце 2018 г. было обусловлено эффектом высокой базы декабря 2017 г. и более равномерным распределением выполненных работ в течение 2018 года. При этом по результатам 12 месяцев в СКФО рост производства в строительстве сохранился. Кроме того, для этого округа традиционно характерна высокая волатильность динамики строительства и в целом экономической активности, объясняющаяся в том числе небольшими размерами экономики. В УФО положительная динамика строительной отрасли в 2018 г. была в наибольшей степени связана с вводом крупного предприятия по сжижению газа в ЯНАО, а также со строительством ряда других объектов производственного назначения. В январе 2019 г. в строительстве на Урале, как и в остальных федеральных округах, проявился эффект базы, обусловивший ухудшение динамики отрасли в годовом выражении. В других видах деятельности, входящих в ИЭА, продолжался рост.

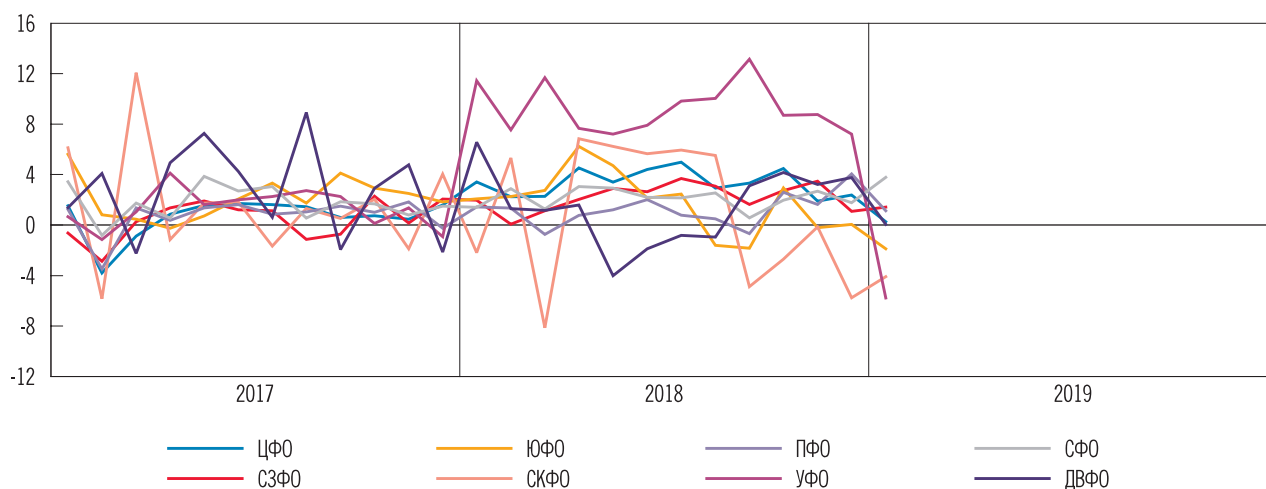
### Промышленность и деловые настроения

Наиболее однородной среди видов экономической деятельности в регионах в конце 2018 г. была динамика промышленности. Максимальные темпы роста промышленности в декабре наблюдались на Урале. Здесь происходил рост как добывающих (газодобыча в ЯНАО), так и обрабатывающих (нефтепереработка в Тюменской области, машиностроение в Свердловской области) производств. В январе 2019 г., при замедлении общестрановой динамики промышленности, в части регионов темпы роста перешли в отрицательную область. В частности, в регионах Северного Кавказа, Дальнего Востока (как в добыче полезных ископаемых, в том числе

<sup>5</sup> Индикатор экономической активности рассчитывается как средневзвешенный темп основных видов экономической деятельности: добывающей и обрабатывающей промышленности, обеспечения электроэнергией, газом и паром, водоснабжения, водоотведения, организации сбора и утилизации отходов, сельского хозяйства, строительства, предоставления платных услуг населению, торговли. В качестве весов для расчета средней используются веса соответствующих видов экономической деятельности в структуре валового регионального продукта.

ИНДИКАТОР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ (ЯНВАРЬ 2017 – ЯНВАРЬ 2019 г.)  
(В ГОДОВОМ СОПОСТАВЛЕНИИ, %)

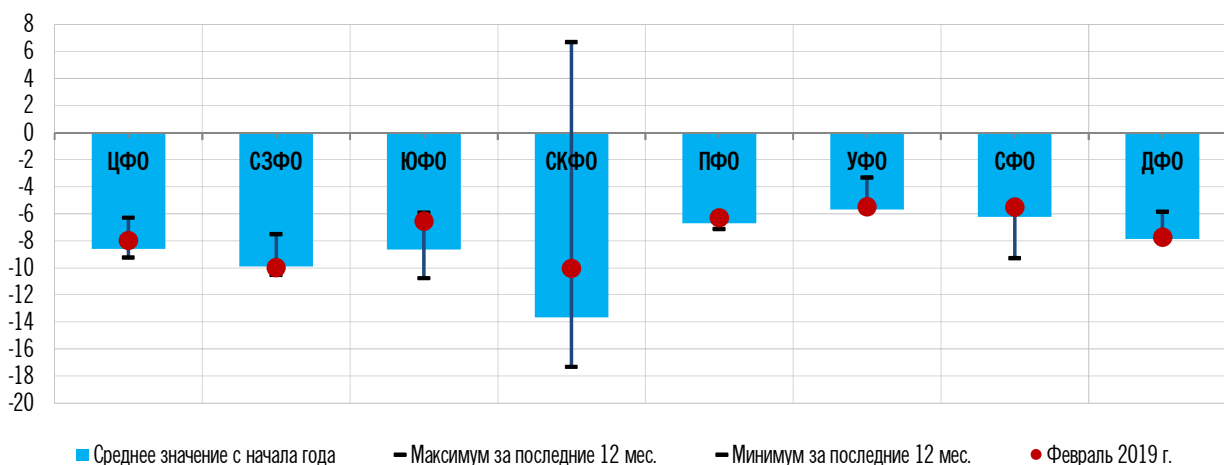
Рис. 7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯМИ ИЗМЕНЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНЬЮНКТУРЫ  
(БАЛАНС ОТВЕТОВ, П.П.)

Рис. 8



Источник: Банк России.

в Сахалинской области и Якутии, так и в обрабатывающих отраслях) и юга европейской части (в первую очередь в Ростовской области за счет падения выпуска пищевой промышленности и машиностроения). Оценки экономической конъюнктуры предприятиями, участвующими в мониторинге Банка России, в конце 2018 г. стабилизировались после снижения в II–III кварталах, а в начале 2019 г. – несколько улучшились, приблизившись в большинстве регионов к уровню начала 2018 г. и долгосрочному среднему уровню (рис. 8). Улучшению оценок экономической конъюнктуры в последние месяцы способствовали относительная стабильность условий кредитования и ослабление ощущаемого негативного влияния изменений валютного курса и давления со стороны издержек.

### Инвестиции

Динамика инвестиционной активности по итогам 9 месяцев 2018 г. оставалась положительной в большинстве федеральных округов, за исключением Северо-Западного и Южного. На уровне отдельных регионов на динамику инвестиций продолжало влиять произошедшее в первой половине 2018 г. завершение строительства объектов к чемпионату мира по футболу. Спад инвестиций по итогам января-сентября 2018 г. наблюдался в девяти из 11 регионов,

принимавших матчи турнира. Не было спада только в Москве и Нижегородской области, где реализуются крупные проекты в жилищном строительстве и обрабатывающей промышленности соответственно. Оценки инвестиционной активности предприятиями – участниками мониторинга Банка России в III–IV кварталах 2018 г. продолжили рост. Здесь среди лидеров – Урал, Дальний Восток и Поволжье, где значения показателя превысили максимумы 2012–2013 годов. Менее позитивно оценивают изменение инвестиционной активности предприятия Южного, Северо-Кавказского и Северо-Западного округов, но и здесь баланс ответов в конце года находился в положительной зоне. Загрузка мощностей при этом оценивается на уровне, близком к долгосрочному среднему.

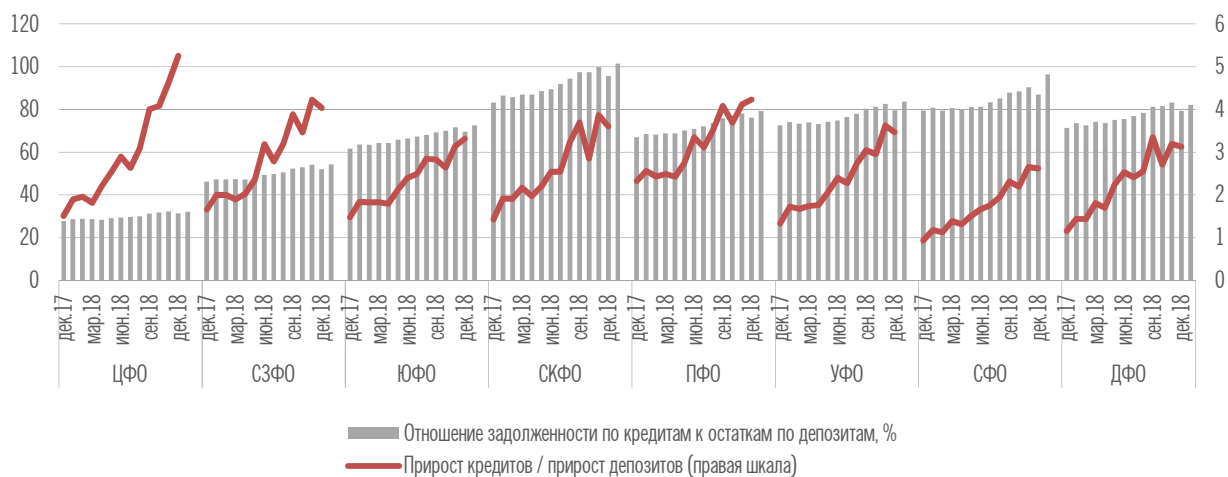
## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СПРОС И СБЕРЕЖЕНИЯ

### Региональные особенности потребления

В конце 2018 – начале 2019 г. почти во всех федеральных округах динамика потребительского спроса оставалась положительной. В большинстве регионов наблюдался умеренный рост оборота розничной торговли и платных услуг, хотя в отдельных регионах продолжилось

ДИНАМИКА КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ В ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОКРУГАХ

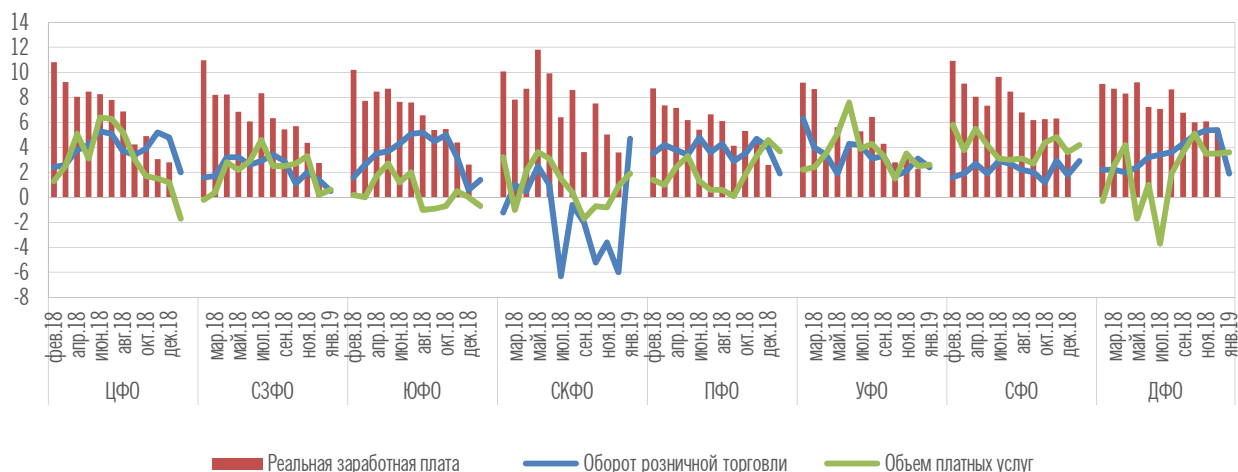
Рис. 9



Источник: Банк России.

РЕАЛЬНЫЕ ДОХОДЫ НАСЕЛЕНИЯ, ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ И ОБЪЕМ ПЛАТНЫХ УСЛУГ  
(в годовом сопоставлении, %)

Рис. 10



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

их устойчивое сокращение. Так, с июля по декабрь продолжался спад торговли в Республике Дагестан, обусловленный более значительным, чем по стране в целом, спадом доходов населения. Он определял отрицательную динамику торговли для всего СКФО. В ЮФО снижение объема платных услуг на протяжении нескольких месяцев продолжается в Крыму и Севастополе (при этом реальные доходы населения растут). В целом положительную динамику спроса в большинстве регионов поддерживает продолжающийся рост потребительского кредитования, темпы которого, несмотря на произошедшее в декабре-январе замедление, остаются значительно выше темпов роста депозитов населения во всех регионах (рис. 9). Региональные различия в изменении динамики спроса при относительно однородном росте кредитования определяются различной направленностью динамики доходов населения. Разнородность динамики вкладов населения на уровне федеральных округов в конце 2018 г. оставалась низкой: замедление темпов прироста депозитов происходило во всех регионах страны.

## **РЫНОК ТРУДА И ДОХОДЫ**

### **Региональные рынки труда**

Уровень занятости населения во второй половине 2018 г. в большинстве регионов сохранялся вблизи среднего за последние 4–5 лет. По итогам года во всех федеральных округах, за исключением Северного Кавказа, его значения находились в интервале 62–70% при среднероссийском значении 65,6%. Наиболее высокий (более 70%) уровень занятости сохраняется в Москве и Московской области, Санкт-Петербурге, в автономных округах Тюменской области, в Магаданской области и на Чукотке. В республиках Северного Кавказа уровень занятости остается наиболее низким (в среднем по федеральному округу – 59,2%). Реальная заработная плата на протяжении 2018 г. росла во всех федеральных округах, однако в последние месяцы темпы роста везде замедлились (рис. 10). В ноябре-декабре наиболее высокий (в среднем выше 5%) прирост реальной заработной платы сохранялся в регионах Дальнего Востока, наиболее низкий (2,3%) – на Урале. Уровень безработицы в IV квартале 2018 г. (с исключением сезонности) продолжал снижаться в большинстве федеральных округов, за исключением Дальнего Востока. В то же время по-прежнему выделяется группа регионов Юга Сибири (республики Алтай, Тыва и Забайкальский край) и республик Северного Кавказа, где среднегодовой уровень безработицы заметно превышает показатели других регионов и его значения устойчиво находятся выше 10%. Региональный разброс в уровнях безработицы в последние два года остается относительно стабильным.

## СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ  
(% ГОДОВЫХ)

Табл. 1

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.2018	С 12.02.2018	С 26.03.2018	С 17.09.2018	С 17.12.2018	Общий подход к установлению ставок <sup>1</sup>	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup> ; операции репо	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	8,50	8,75	Ключевая ставка + 1,00	
			От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	9,25	9,50	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	7,75	8,00	Ключевая ставка + 0,25	
			1 неделя		Нерегулярно <sup>6</sup>	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,75 (ключевая ставка)	Ключевая ставка
			От 1 до 6 дней								
	Аукционы репо	От 1 до 2 дней	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,75 (ключевая ставка)	Ключевая ставка			
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Ежедневно <sup>5</sup>	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,75 (ключевая ставка)	Ключевая ставка	
	1 неделя										
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день <sup>7</sup>	Ежедневно	6,75	6,50	6,25	6,50	6,75	Ключевая ставка - 1,00	

<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. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/pr/?file=01062018\\_180510dkp2018-06-01T18\\_04\\_36.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=01062018_180510dkp2018-06-01T18_04_36.htm).

<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.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫМ ИНСТРУМЕНТАМ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup>  
(% годовых)

Табл. 2

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	На	С	С	С	С	Общий подход к установлению ставки <sup>2</sup>
			1.01.18	12.02.18	26.03.18	17.09.18	17.12.18	
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	6,75	6,50	6,25	6,50	6,75	Меньшая из двух величин: 9,00% годовых или ключевая ставка, уменьшенная на 1,00 п.п.
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России						
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСПАР»	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>4</sup>	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	Меньшая из двух величин: 6,50% годовых или ключевая ставка
		Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства						
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	6,75	6,50	6,50	6,50	6,50	
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	7,75	7,50	7,25	7,50	7,75	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. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/pr/?file=01062018\\_180510dkp2018-06-01T18\\_04\\_36.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=01062018_180510dkp2018-06-01T18_04_36.htm).

<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.

ТРЕБОВАНИЯ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ  
(млрд рублей)

Табл. 3

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования и обязательства Банка России						
					На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.10.18	На 1.01.19	На 1.03.19	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,8	14,6	0,4	8,1	0,0	
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Сделки «валютный своп»			0,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,0	
		Операции репо			3,6	6,5	2,4	10,0	3,6	2,7	
	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	3 месяца	Ежемесячно <sup>1</sup>	5,5	30,1	5,4	377,8	5,1	6,5
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	1 неделя	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней	От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней			2124,9	2520,6	2389,1	1761,8	1478,2	2128,9
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>	357,4	1139,1	1123,0	1502,1	1391,3	1515,1	
		Аукционы по размещению и доразмещению КОБР <sup>4</sup>	До 3 месяцев	Нерегулярно	246,8	264,6	329,1	499,0	423,8	168,2	
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день <sup>5</sup>	Ежедневно							

<sup>1</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.<sup>2</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>3</sup> Операции «тонкой настройки».<sup>4</sup> В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, объем КОБР в обращении указывается с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день.<sup>5</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.

НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ  
(%)

Табл. 4

Вид обязательств	Дата действия		
	1.12.17–31.07.18	1.08.18–31.03.19	С 1.04.19
<b>Для банков с универсальной лицензией и небанковских кредитных организаций</b>			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	5,00	5,00	4,75
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	6,00	7,00	7,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте			
<b>Для банков с базовой лицензией</b>			
Перед физическими лицами в валюте Российской Федерации	1,00	1,00	1,00
По иным обязательствам в валюте Российской Федерации			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в валюте Российской Федерации	5,00	5,00	4,75
Перед физическими лицами в иностранной валюте			
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте			

Источник: Банк России.

КОЭФФИЦИЕНТ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 5

Вид кредитных организаций	
Банки с универсальной лицензией, банки с базовой лицензией	0,8
Небанковские кредитные организации	1,0

Источник: Банк России.

ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПО СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫМ МЕХАНИЗМАМ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup>  
(млрд рублей)

Табл.6

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Требования Банка России к кредитным организациям						Лимит
			На 1.01.18	На 1.04.18	На 1.07.18	На 1.10.18	На 1.01.19	На 1.03.19	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	47,4	46,4	48,8	50,0	39,1	42,8	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	103,3	104,7	105,7	105,1	94,6	93,7	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	0,0	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>	18,3	14,7	12,2	9,1	7,9	6,7	175,00
		Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства	81,5	81,4	78,7	78,1	85,0	77,6	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	0,2	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	21,9	21,7	9,7	8,3	8,3	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 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.

ГРАФИК ПЕРИОДОВ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ НА 2019 Г. И ИНФОРМАЦИЯ  
О ВЫПОЛНЕНИИ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ ТРЕБОВАНИЙ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ

Табл. 7

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:		Фактические средневзвешенные остатки средств на корсчетах	Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах	Обязательные резервы на счетах для их учета
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов			
9.01.2019 – 5.02.2019	28	Декабрь 2018	22.01.2019 – 24.01.2019	2 329	2 258	586
6.02.2019 – 5.03.2019	28	Январь 2019	14.02.2019 – 18.02.2019	2 368	2 273	588
6.03.2019 – 9.04.2019	35	Февраль 2019	15.03.2019 – 19.03.2019	-	-	-
10.04.2019 – 7.05.2019	28	Март 2019	12.04.2019 – 16.04.2019	-	-	-
8.05.2019 – 4.06.2019	28	Апрель 2019	21.05.2019 – 23.05.2019	-	-	-
5.06.2019 – 9.07.2019	35	Май 2019	17.06.2019 – 19.06.2019	-	-	-
10.07.2019 – 6.08.2019	28	Июнь 2019	12.07.2019 – 16.07.2019	-	-	-
7.08.2019 – 3.09.2019	28	Июль 2019	14.08.2019 – 16.08.2019	-	-	-
4.09.2019 – 8.10.2019	35	Август 2019	13.09.2019 – 17.09.2019	-	-	-
9.10.2019 – 5.11.2019	28	Сентябрь 2019	14.10.2019 – 16.10.2019	-	-	-
6.11.2019 – 3.12.2019	28	Октябрь 2019	15.11.2019 – 19.11.2019	-	-	-
4.12.2019 – 7.01.2020	35	Ноябрь 2019	13.12.2019 – 17.12.2019	-	-	-

## ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Табл. 8

		02.18	03.18	04.18	05.18	06.18	07.18	08.18	09.18	10.18	11.18	12.18	01.19	02.19
<b>Реальный сектор</b>														
Инфляция	% г/г	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3	2,5	3,1	3,4	3,5	3,8	4,3	5,0	5,2
ВВП <sup>1</sup>	% г/г		1,3			1,9			1,5					
ВВП (оценка Банка России) <sup>1</sup>	% г/г		2,5			2,8			1,9			2,0		
ВВП в текущих ценах <sup>1</sup>	трлн руб.		22,2			24,8			27,0			29,5		
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	3,5	2,4	4,7	4,2	2,3	4,0	1,7	1,5	4,0	1,8	1,9	0,2	
Промышленное производство	% г/г	3,2	2,8	3,9	3,7	2,2	3,9	2,7	2,1	3,7	2,4	2,0	1,1	4,1
Производство сельхозпродукции	% г/г	2,3	2,4	2,3	2,2	0,8	1,7	-10,6	-4,7	12,1	-6,1	-0,1	0,7	1,0
Строительство	% г/г	9,4	-2,5	11,0	7,9	3,2	7,6	3,3	5,9	5,7	4,3	2,6	0,1	0,3
Инвестиции в основной капитал <sup>1</sup>	% г/г		3,8			4,6			6,4			2,9		
Грузооборот транспорта	% г/г	2,2	4,3	5,1	2,8	2,4	4,2	2,6	2,0	1,5	2,2	3,2	2,4	1,7
PMI Composite Index	% SA	55,2	53,2	54,9	53,4	52,0	51,7	52,1	53,5	55,8	55,0	53,9	53,6	54,1
Оборот розничной торговли	% г/г	2,0	2,2	2,9	2,6	3,3	2,8	2,8	2,2	2,0	3,0	2,3	1,6	2,0
Реальные располагаемые денежные доходы	% г/г	3,5	3,8	4,8	-0,6	-0,2	1,5	-2,3	-4,1	0,0	-4,3	0,1	-1,3	
Реальная заработная плата	% г/г	10,5	8,7	7,6	7,6	7,2	7,5	6,8	4,9	5,2	4,2	2,9	1,1	0,7
Номинальная заработная плата	% г/г	12,9	11,3	10,2	10,2	9,7	10,2	10,1	8,4	8,9	8,2	7,3	6,1	6,0
Уровень безработицы	% SA	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,9	4,8	4,7	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7
<b>Банковский сектор</b>														
Денежная масса (агрегат M2X)	% г/г, ИВП	6,6	7,6	8,5	7,7	8,3	8,1	8,2	8,2	7,9	7,9	7,9	6,5	
Денежная масса (агрегат M2)	% г/г	9,3	9,9	11,5	10,3	11,4	11,8	12,6	11,8	11,5	11,9	11,0	9,9	
Депозиты населения	% г/г, ИВП	7,9	8,4	8,3	7,7	7,1	7,7	7,0	6,0	6,5	5,7	5,4	5,4	5,7
в рублях	% г/г	10,7	11,4	12,9	12,3	11,5	11,8	11,2	9,9	10,4	8,9	8,3	7,8	7,5
в иностранной валюте	% г/г	-1,6	-2,4	-7,2	-7,9	-7,9	-6,2	-7,2	-7,3	-7,0	-5,6	-5,2	-3,6	-1,2
долларизация	%	20,2	20,2	20,6	20,5	20,3	20,5	21,7	21,1	20,9	21,3	21,5	21,5	21,5
Кредиты нефинансовым организациям	% г/г, ИВП	3,5	4,4	3,7	2,6	2,8	3,3	4,3	5,7	6,0	5,6	4,7	4,8	5,6
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	-0,1	0,3	-2,3	-5,6	-9,3	-7,1	-0,5	-1,3	2,2	3,7	3,8	-0,6	-2,0
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	3,9	5,5	4,8	4,3	5,4	5,3	4,9	7,2	6,9	6,0	5,4	4,9	6,1
просроченная задолженность	%	6,9	6,9	6,9	6,8	6,7	6,8	6,7	6,6	6,7	6,6	6,3	7,8	7,9
Кредиты населению	% г/г, ИВП	14,7	15,6	16,5	18,0	18,8	19,6	20,5	21,4	22,0	22,6	22,2	23,0	23,4
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	18,2	19,2	20,2	22,3	23,2	23,9	24,5	24,8	25,3	25,5	23,4	23,7	24,8
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	13,2	13,9	14,7	15,6	17,0	18,1	19,3	20,5	21,4	22,5	22,7	23,2	23,6
просроченная задолженность	%	6,9	6,7	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9	5,8	5,6	5,5	5,1	5,4	5,3

Обозначения:

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года.

SA – сезонно скорректированный.

ВЭД – виды экономической деятельности.

ИВП – с исключением валютной переоценки.

<sup>1</sup> Данные за квартал.

Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты Банка России.

## ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Табл. 9

		IV квартал 2017	I квартал 2018	II квартал 2018	III квартал 2018	IV квартал 2018
<b>Платежный баланс<sup>1</sup></b>						
Цена нефти марки Urals	% г/г	28,1	24,8	50,1	44,6	9,3
Курс к доллару («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	% г/г	8,0	3,4	-7,5	-9,9	-12,1
Экспорт товаров и услуг	% г/г	22,5	22,0	27,2	28,1	17,7
Импорт товаров и услуг	% г/г	21,8	18,8	8,3	-0,1	-2,9
<b>Счет текущих операций</b>						
	<b>млрд долл. США</b>	<b>13,5</b>	<b>30,0</b>	<b>17,9</b>	<b>27,5</b>	<b>38,4</b>
Торговый баланс	млрд долл. США	35,0	44,2	45,4	47,8	57,1
Экспорт	млрд долл. США	102,6	101,7	108,7	110,5	122,2
Импорт	млрд долл. США	67,5	57,4	63,4	62,7	65,1
Баланс услуг	млрд долл. США	-8,4	-6,5	-7,6	-8,8	-7,0
Экспорт	млрд долл. США	15,4	14,0	16,7	17,4	16,6
Импорт	млрд долл. США	23,8	20,5	24,4	26,2	23,6
Баланс первичных и вторичных доходов	млрд долл. США	-13,1	-7,7	-19,8	-11,5	-11,7
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	млрд долл. США	13,5	29,8	17,7	27,5	37,7
<b>Финансовый счет, кроме резервов (чистое кредитование (+)/чистое заимствование (-))</b>						
	<b>млрд долл. США</b>	<b>14,5</b>	<b>12,4</b>	<b>9,3</b>	<b>24,2</b>	<b>31,1</b>
Государственный сектор	млрд долл. США	6,7	-6,5	11,1	2,9	1,5
Частный сектор	млрд долл. США	7,8	18,9	-1,8	21,3	29,7
Чистые ошибки и пропуски	млрд долл. США	-1,7	1,9	2,9	1,7	-4,0
<b>Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)</b>						
	<b>млрд долл. США</b>	<b>-2,7</b>	<b>19,3</b>	<b>11,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>

<sup>1</sup> В знаках РПББ.

## ГЛОССАРИЙ

### **БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ**

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется 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 (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

### **ДЕНЕЖНАЯ БАЗА**

Сумма отдельных компонентов наличных денег и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. Денежная база в узком определении включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. Широкая денежная база включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

### **ДЕНЕЖНАЯ МАССА**

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (M0, M1, M2, M2X).

### **ДЕНЕЖНАЯ МАССА В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ (ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ M2)**

Сумма наличных денег в обращении вне банковской системы 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.

### **ДОЛЛАРИЗАЦИЯ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ (КРЕДИТОВ)**

Доля депозитов (кредитов) в иностранной валюте в общем объеме депозитов (кредитов) банковского сектора.

### **ИНДЕКС ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (ИПЦ)**

Отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики. ИПЦ показывает изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для потребления. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения: простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации.

## **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 странам и странам с формирующимися рынками) и «мировой» индекс.

## **ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ**

Ожидания экономических агентов относительно роста цен в будущем. Выделяют инфляционные ожидания компаний, населения, финансовых рынков, профессиональных аналитиков. На основе ожиданий хозяйствующие субъекты принимают экономические решения и строят свои планы на будущее (в том числе о потреблении, сбережениях, заимствованиях, инвестициях, ставках по кредитам и депозитам). Инфляционные ожидания оказывают влияние на инфляцию и по этой причине являются важным индикатором при принятии решений о денежно-кредитной политике.

## **ИНФЛЯЦИЯ**

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду изменение во времени стоимости потребительской корзины – набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (см. также статью «Индекс потребительских цен»).

## **КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ**

Основной инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Ставка устанавливается Советом директоров Банка России восемь раз в год. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном итоге позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. Соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя.

## **КРЕДИТНЫЙ ДЕФолТНЫЙ СВОП (CREDIT DEFAULT SWAP, CDS)**

Финансовый инструмент, который позволяет его покупателю в обмен на регулярную выплату премий (CDS-спред) его продавцу, застраховаться от некоего кредитного события (например, дефолта) по финансовым обязательствам третьей стороны. Чем выше выплачиваемая премия, тем более рискованными считаются обязательства, в отношении которых был заключен кредитный дефолтный своп.

## **ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в валюте Российской Федерации главным образом в целях осуществления платежей через платежную систему Банка России и выполнения обязательных резервных требований.

## **НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА**

Уровень ключевой ставки, при котором денежно-кредитная политика не способствует ни снижению, ни ускорению инфляции.

## **НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ**

Коэффициенты, значения которых могут находиться в интервале от 0 до 20%, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

### **ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ**

Операции Банка России по привлечению ликвидности у кредитных организаций на возвратной основе. Могут быть в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

### **ОПЕРАЦИИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Операции Банка России по предоставлению ликвидности кредитным организациям на возвратной основе. Могут быть в форме кредита, репо или валютного свопа.

### **ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

### **РЕЖИМ ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА**

Режим валютного курса, при котором 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.

### **СТАВКА RUONIA (RUBLE OVERNIGHT INDEX AVERAGE)**

Индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка. Отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском. Расчет ставки RUONIA осуществляется Банком России по методике, разработанной Национальной финансовой ассоциацией совместно с Банком России, на основе информации о депозитных сделках банков-участников между собой. Список банков – участников RUONIA формируется Национальной финансовой ассоциацией и согласовывается с Банком России.

### **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.

### **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ**

Стратегия денежно-кредитной политики со следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, цель по инфляции четко обозначена и объявлена, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза, при этом Банк России стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

### **ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ**

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 различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

### **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.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- АИЖК** – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию
- б.п.** – базисный пункт (0,01 процентного пункта)
- БИПЦ** – базовый индекс потребительских цен
- БРИКС** – группа из пяти стран, включающая Бразилию, Россию, Индию, Китай и Южно-Африканскую Республику
- ВВП** – валовой внутренний продукт
- ВНОК** – валовое накопление основного капитала
- ВПК** – военно-промышленный комплекс
- ВРП** – валовой региональный продукт
- ВЦИОМ** – Всероссийский центр изучения общественного мнения
- ВЭБ** – Внешэкономбанк
- ДДКП** – Департамент денежно-кредитной политики Банка России
- ДоДКП 4/18** – Доклад о денежно-кредитной политике, опубликованный 14 декабря 2018 года
- ЕС** – Европейский союз
- ЕЦБ** – Европейский центральный банк
- ООО «инФОМ»** – Институт фонда «Общественное мнение»
- ИВП** – исключая валютную переоценку
- 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)
- ОПЕК+** – договоренности стран-членов ОПЕК и ряда государств вне ОПЕК о сокращении добычи нефти

- 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** (Food and Agriculture Organization of the United Nations, FAO) – 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
- Eonia** – Euro Overnight Index Average (фактическая ставка по необеспеченным межбанковским кредитам овернайт в евро, осуществляемым в странах Европейского союза и Европейской ассоциации свободной торговли)
- 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)
- MSCI** – индексы Morgan Stanley Capital International (см. Глоссарий)
- 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)
- SA** – с исключением сезонности