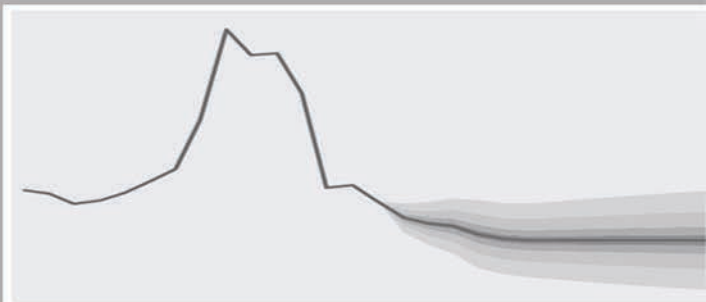




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 2  
ИЮНЬ 2017

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

МОСКВА

## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по статистическим данным на 9.06.2017.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 2.06.2017 (в случае выхода статистики или иной важной для принятия решений информации после даты отсечения данных она включается в текст Доклада и может быть использована для корректировки среднесрочного прогноза).

Электронная версия информационно-аналитического сборника размещена на официальном сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/publ/>).

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

# Содержание

РЕЗЮМЕ .....	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....	5
Внешние условия .....	5
Внутренние финансовые условия .....	8
Экономические условия .....	11
Инфляция .....	22
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ .....	26
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	37
Динамика основных статей платежного баланса России в I квартале 2017 года .....	37
Региональный анализ тенденций в компонентах инфляции .....	39
Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы .....	42
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России .....	45
Статистические таблицы .....	47
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....	55
ГЛОССАРИЙ .....	56
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	62



## РЕЗЮМЕ

*Ситуация в российской экономике в марте-июне развивалась в целом в соответствии с прогнозом, представленным в мартовском выпуске Доклада о денежно-кредитной политике (далее – Доклад).*

*Инфляция приблизилась к целевому уровню 4%. Среднемесячный темп прироста потребительских цен с исключением сезонности в январе-мае составил 0,3%. Текущая динамика цен соответствует траектории базового прогноза. Продолжилось замедление роста цен на непродовольственные товары и услуги. Некоторое повышение продовольственной инфляции было связано с исчерпанием запасов плодоовощной продукции прошлого урожая и оставалось в рамках ожиданий Банка России. Влияние неблагоприятных погодных условий весны 2017 г. на новый урожай может привести к очередному временному повышению темпов роста цен на продовольственные товары в ближайшие месяцы.*

*Краткосрочные инфляционные риски, связанные с колебаниями внешнеэкономической конъюнктуры, несколько снизились. Этому способствовало уменьшение неопределенности в отношении динамики сырьевых рынков в 2017 – начале 2018 г. на фоне продления соглашения об ограничении добычи нефти. Однако на среднесрочном горизонте неопределенность остается, в связи с этим Банк России сохраняет консервативный подход к выбору предпосылок по цене на нефть и продолжает рассматривать альтернативные сценарии в зависимости от внешних условий. Снижению зависимости экономики от колебаний внешнеэкономической конъюнктуры будут способствовать законодательное закрепление и реализация бюджетного правила.*

*Снижению темпов роста цен в весенние месяцы способствовала динамика потребительского спроса, восстановление которого постепенно приобретало устойчивость, но оставалось сдержанным. Инфляционные ожидания также снижались, их динамика способствовала замедлению инфляции. Курсовая динамика также оказывала понижательное влияние на темпы роста цен, хотя масштаб воздействия был существенно меньше, чем в первые месяцы года.*

*Восстановление российской экономики продолжалось и приобретало устойчивость. Как и ранее, наблюдалось оживление в производственном секторе, наиболее заметно – в производстве сырьевых и потребительских товаров. Продолжала расширяться инвестиционная активность. Этому способствовала тенденция к улучшению финансового положения предприятий, а также позитивное влияние укрепления рубля на капиталоемкие и высокотехнологичные виды деятельности. Восстановительные процессы приобретают устойчивость и в динамике потребительской активности. По данным Росстата, в апреле прекратилось снижение оборота розничной торговли. Одним из факторов оживления спроса в I квартале 2017 г. стала наблюдаемая с конца 2016 г. благоприятная динамика реальной заработной платы, в первую очередь связанная с общим ростом спроса на труд при сохранении стабильно низкой безработицы на уровне, близком к естественному. Вместе с тем реальные доходы населения в целом продолжали снижаться, что в совокупности с сохранением умеренно жестких денежно-кредитных условий обусловило постепенный характер восстановления потребления.*

*Учитывая приближение инфляции к целевому уровню, продолжающееся снижение инфляционных ожиданий и восстановление экономической активности, Банк России принял решение о снижении ключевой ставки до 9,00% годовых.*

Продление соглашения об ограничении добычи нефти до марта 2018 г. не привело к изменению среднесрочного видения Банка России, однако послужило основанием для некоторой корректировки прогноза во всех сценариях в основном на ближайшую перспективу. Согласно базовому прогнозу Банка России, темпы роста ВВП в 2017 г. приблизятся к потенциальному уровню и составят 1,3–1,8%. В 2018 г., несмотря на временное ухудшение внешних условий, не ожидается значительного замедления экономического роста и ухудшения внутренних экономических условий в России в целом. Относительно непродолжительная коррекция роста на фоне ухудшения внешних условий связана с постепенным повышением устойчивости экономики к внешним шокам и снижением чувствительности к колебаниям конъюнктуры сырьевых рынков. В дальнейшем этому во многом будет способствовать закрепление бюджетного правила, переходный механизм которого применяется Минфином России с февраля 2017 года. Кроме того, запас прочности, накопленный благодаря продолжающимся восстановительным процессам, будет способствовать устойчивости экономики к различным шокам. В 2019–2020 гг. темп прироста ВВП составит около 1,5–2,0%, что близко к текущей оценке его потенциального уровня. Возможности для более высокого роста будут во многом определяться скоростью и масштабом проведения структурных реформ, а также институциональных преобразований.

Восстановление экономической активности будет способствовать улучшению качества кредитных портфелей банков, создавая условия для смягчения требований к заемщикам и других неценовых условий кредитования. При этом сохранение консервативной политики банков позволит им избегать рисков, отдавая предпочтение наиболее надежным заемщикам. Сохранение умеренно жестких денежно-кредитных условий поддержит стимулы к сбережениям в российской экономике. В этих условиях восстановление спроса будет следовать за ростом доходов, а переход от сберегательной к потребительской модели поведения населения будет постепенным и не будет препятствовать сохранению инфляции вблизи целевого уровня. Однако если уменьшение склонности населения к сбережению будет более резким, возможно повышение инфляционного давления. Другим проинфляционным фактором также может стать ускоренный рост оплаты труда, опережающий увеличение производительности труда, в условиях усиления структурного дефицита трудовых ресурсов. Кроме того, для окончательного закрепления инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня инфляции может потребоваться длительное время. Это объясняется в том числе их повышенной чувствительностью к колебаниям цен и валютного курса, даже краткосрочного и локального характера. Дополнительным источником неопределенности является возможное проведение нефтегазового налогового маневра, которое может привести к временному росту инфляции.

Таким образом, хотя в краткосрочной перспективе инфляционные риски снизились, на среднесрочном горизонте они сохраняются. Для поддержания инфляции вблизи целевого значения 4% необходимо проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

Банк России видит пространство для снижения ключевой ставки во втором полугодии 2017 года. В дальнейшем, принимая решение, Банк России будет исходить из оценки инфляционных рисков, динамики инфляции и экономики относительно прогноза.

# 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

## Внешние условия

Внешние экономические условия для России в марте-июне формировались под влиянием высокой дисциплины соблюдения соглашения об ограничении добычи нефти и повышения оптимизма мировых инвесторов в связи с относительно благоприятной динамикой китайской экономики, а также с появлением определенности на будущее в отношении политического и экономического курса ряда крупнейших стран. Мировые фондовые индексы по основным группам стран в марте-июне показывали уверенный рост, индикаторы волатильности и восприятия инвесторами рисков преимущественно оставались на низких уровнях (рис. 1.1, 1.2). Эпизодическое повышение волатильности было связано главным образом с неопределенностью исхода президентских выборов во Франции в апреле-мае.

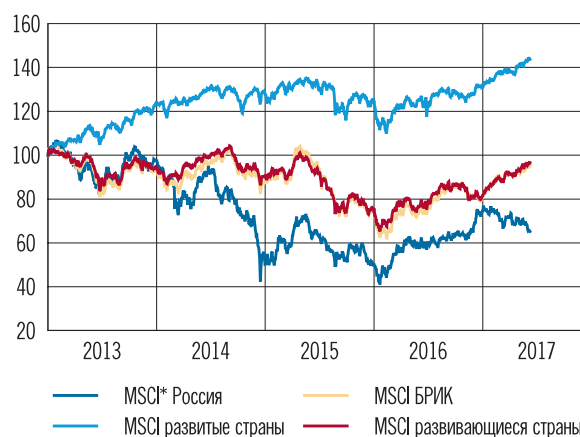
Динамика мировых сырьевых рынков формировалась под влиянием соблюдения соглашения об ограничении добычи странами – экспортерами нефти, что способствовало нахождению цен на энергоносители в весенние месяцы на более высоком уровне по сравнению с аналогичным периодом 2016 года. Это оказывало поддержку российскому экспорту и экономической активности в целом (подробнее – см. врезку «О влиянии соглашения об ограничении добычи нефти на страны-участницы» и приложение «Динамика основных статей платежного баланса России в I квартале 2017 года»).

Баланс спроса и предложения на рынке нефти в первой половине 2017 г. восстанавливался достаточно быстро (рис. 1.3). Средняя цена на нефть марки Urals в марте-мае составила около \$50 за баррель, что несколько ниже уровней начала года. Одной из причин небольшой коррекции цен стало превосходящее ожидания расширение добычи в США. Сохранение этой тенденции в дальнейшем может несколько ослабить повышательный эффект на цены

от ограничения добычи. Дополнительное понижающее давление на них может оказать также восстановление добычи в Ливии и Нигерии. С учетом указанных факторов Банк России в базовом сценарии развития экономики предполагает сохранение баланса спроса и предложения энергоносителей на уровне, близком к сложившемуся в первой половине 2017 г., и поддержание цены на нефть марки Urals вблизи текущих значений до конца года. Сохранение относи-

Рисунок 1.1

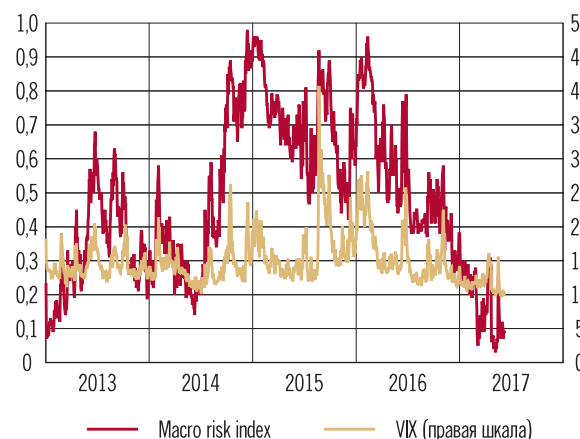
**Мировые фондовые индексы**  
(январь 2013 г. = 100%)



\* См. Глоссарий.  
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.2

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



Источник: Bloomberg.



Рисунок 1.3  
Баланс мирового потребления и производства нефти и другого жидкого топлива  
(млн б/д)



Источник: Министерство энергетики США.

тельно высоких цен на нефть на горизонте 2017 г. продолжит оказывать поддержку экономической активности в России.

Динамика цен на сырьевых рынках, наряду с повышением оптимизма мировых инвесторов и их интереса к рисковому активам, способствовала дальнейшему притоку капитала на развивающиеся рынки, включая Россию (рис. 1.5, 1.6). На этом фоне премия за риск для России снижалась, и ее снижение в целом было сопоставимо со средним уровнем по СФР (см. Список сокращений). В этих условиях российские компании наращивали иностранные обязательства, хотя график погашения внешнего долга предполагал существенные выплаты по нему.

Благоприятная динамика потоков капитала, а также сохранение значительных продаж валютной выручки экспортерами продолжали

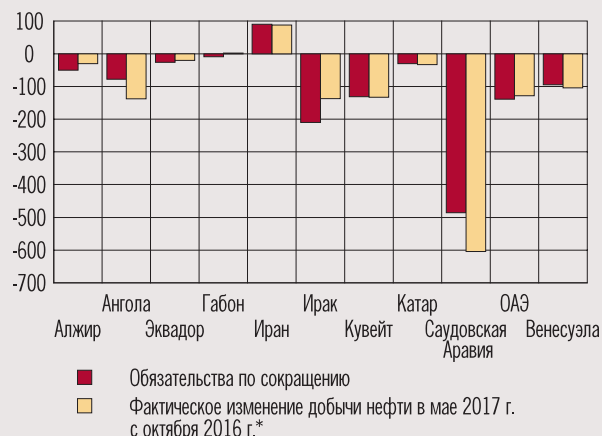
## О влиянии соглашения об ограничении добычи нефти на страны-участницы

Страны ОПЕК<sup>1</sup> и 11 государств вне ОПЕК в первой половине 2017 г. добросовестно исполняли обязательства в рамках соглашения о сокращении добычи в совокупности на 1,8 млн баррелей в сутки по сравнению с октябрём 2016 года. В совместном министерском мониторинговом комитете<sup>2</sup> отметили повышение степени выполнения договоренностей в апреле на 4 п.п., до 102%. Беспрецедентное выполнение соглашения ускорило ребалансирование рынка (рис.1.4). Мировое производство снизилось, некоторые страны ОПЕК сократили физический объем экспорта нефти. Согласно оценке МЭА, избыток мирового предложения уменьшился с 0,6 млн баррелей в сутки в IV квартале 2016 г. почти до нуля в I квартале 2017 г., а во II квартале ожидается дефицит в размере 0,5 млн баррелей в сутки. Запасы нефти сокращались ускоренными темпами по сравнению с сезонными нормами.

По расчетам МЭА, в I квартале 2017 г. по сравнению с IV кварталом 2016 г. благодаря росту цены нефти на 9% ежедневные доходы ОПЕК от добычи нефти увеличились примерно на 5%, несмотря на сокращение физического объема производства на 4%. При этом больше всего в долларовом выражении (\$15 млн в сутки) выиграл Иран.

Позитивный эффект для цены от соглашения ощутили и государства вне ОПЕК, в частности Россия. По оценке консалтинговой компании IHS Markit, рост цены на нефть на \$7 за баррель<sup>3</sup>, благодаря договоренностям, перевесил эффект от сокращения добычи и обеспечил увеличение налоговых поступлений России на 20%, то есть на \$9 млрд, в первой

Рисунок 1.4  
Страны — члены ОПЕК добросовестно выполняют договоренности  
(тыс. б/д)



\* Для Анголы корректировка по сравнению с сентябрем 2016 года.  
Источник: ОПЕК.

<sup>1</sup> Без учета Ливии и Нигерии.

<sup>2</sup> Совместный министерский комитет по мониторингу исполнения соглашения о сокращении добычи нефти был создан в соответствии с Решением 171-й Министерской конференции ОПЕК от 30 ноября 2016 г. и Декларацией о сотрудничестве, согласованной по итогам встречи министров стран ОПЕК с представителями стран, не входящих в картель, 10 декабря 2016 года.

<sup>3</sup> Рост цены нефти, средней за три месяца после договоренности, по сравнению со средней за три месяца до нее.



половине 2017 г., а прибыль нефтяных компаний России от добычи увеличилась на \$0,9 за баррель (на 23% в долларовом выражении и на 17% в рублевом выражении). По данным ФТС России, стоимостный объем экспорта сырой нефти России в I квартале 2017 г. по сравнению с предыдущим кварталом увеличился на 8% за счет роста средней фактической экспортной цены на 12%, несмотря на сокращение физического объема на 4%.

Рисунок 1.5

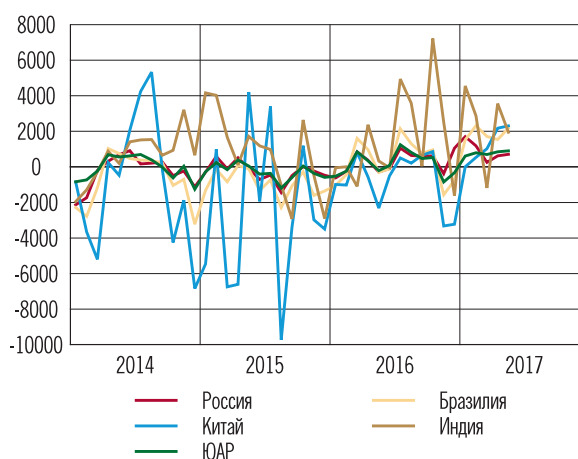
### Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками\* (б.п.)



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

Рисунок 1.6

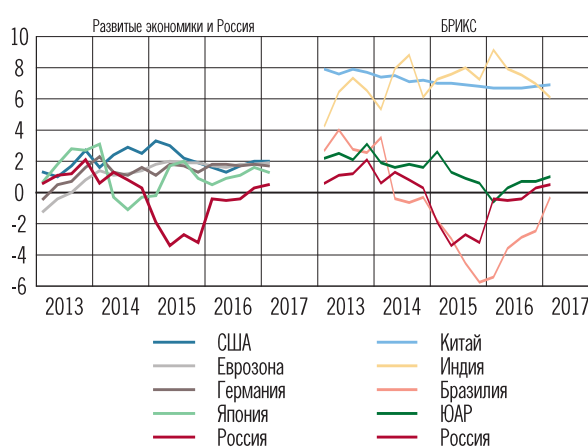
### Динамика потоков портфельных иностранных инвестиций в страны БРИКС (млн долл. США)



Источник: EPFR Global.

Рисунок 1.7

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



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

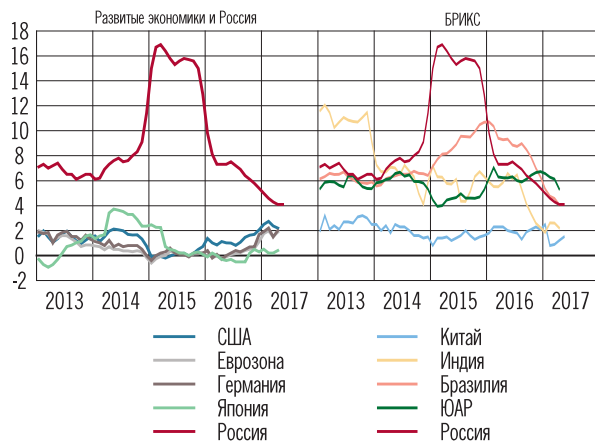
оказывать поддержку курсу рубля. Эпизодическое повышение волатильности на рынке в связи с политическими событиями сопровождалось краткосрочным ослаблением рубля в отдельные дни в апреле-мае. Отчасти это было связано также со снижением цены на нефть на фоне усиления буровой активности в США и расширения в начале мая добычи нефти в Ливии. Однако в условиях умеренного спроса на валюту и в целом снизившейся чувствительности курса рубля к колебаниям цен на нефть значительной волатильности курса не наблюдалось. В целом в весенние месяцы в динамике курса рубля прослеживался тренд на укрепление, однако существенно менее выраженный, чем в предыдущие месяцы. Укрепление рубля, в том числе произошедшее в первые месяцы года, продолжало вносить вклад в замедление инфляции.

На фоне выраженного улучшения настроений на мировых финансовых рынках спрос в глобальной экономике в целом оставался относительно стабильным, что также выступало фактором поддержки экономической динамики в России. Развитые экономики в I квартале 2017 г. по-прежнему преимущественно росли

умеренным темпом 1,6–2%, в то время как рост в развивающихся экономиках, как и ранее, был более разнородным и по уровню, и по динамике (рис. 1.7). С учетом наблюдаемых тенденций Банк России сохранил оценку агрегированного роста стран – торговых партнеров России на уровне около 2%.

Рисунок 1.8

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



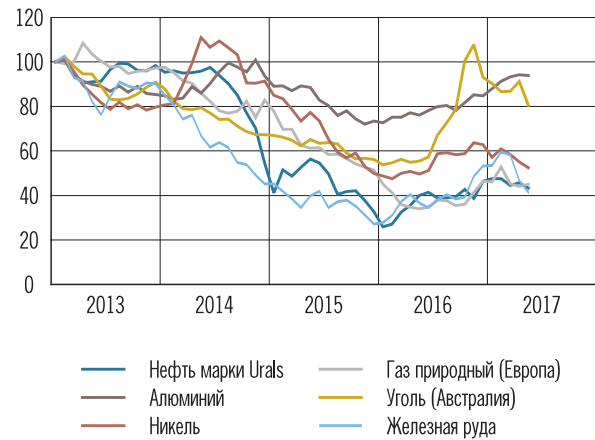
Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Внешнее инфляционное давление в марте-апреле также в целом оставалось умеренным и не создавало значимых рисков повышения темпов роста цен в России. Инфляция в странах – торговых партнерах России менялась разнонаправленно, включая инфляцию в крупнейших экономиках (рис. 1.8). В США на фоне роста сомнений относительно успешной реализации экономической программы Д. Трампа, в том числе в части мер бюджетно-налоговой политики, в апреле-мае снизились инфляционные ожидания. Кроме того, замедлились темпы роста цен по широкому кругу товаров. Однако низкий уровень безработицы и интенсивное создание новых рабочих мест в экономике тем не менее позволяют ФРС США, согласно заявлениям ее представителей, продолжить дальнейшую нормализацию денежно-кредитной политики в 2017 году. Некоторое повышение в апреле инфляции в странах еврозоны также создает предпосылки для нормализации денежно-кредитной политики ЕЦБ в среднесрочной перспективе.

Несмотря на относительно стабильный глобальный спрос и рынок энергоносителей, цены на основные товары российского экспорта (преимущественно металлы) в марте-апреле несколько замедлили восстановление (рис. 1.9). Этому, как показывают оперативные индикаторы, могло способствовать в том числе некоторое замедление роста деловой активности в Китае, оказавшее понижательное давление на спрос на мировом рынке металлов. Миро-

Рисунок 1.9

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



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

вые цены на продовольствие в весенние месяцы также в основном снижались под влиянием высоких урожаев и перспектив их дальнейшего увеличения. Это способствовало поддержанию относительно низкой продовольственной инфляции в России.

## Внутренние финансовые условия

Ситуация в финансовом секторе российской экономики в апреле-июне 2017 г. формировалась под влиянием денежно-кредитной политики Банка России, направленной на достижение целевого уровня инфляции 4% на конец 2017 г. и поддержание ценовой стабильности в дальнейшем. Решения Банка России о снижении ключевой ставки в марте и апреле формировали траекторию движения краткосрочных ставок денежного рынка и доходности государственных облигаций, а вслед за ними – и ценовых показателей на других сегментах финансового рынка. Одновременно сигналы Банка России о возможном масштабе и скорости изменения ключевой ставки в ближайшей перспективе оказывали влияние на ожидания участников рынка, способствуя сохранению у них сдержанного оптимизма и взвешенного подхода к определению параметров своих операций на разных его сегментах. Благодаря консервативному подходу к риску участников рынка, а также постепенному процессу снижения ключевой став-

Рисунок 1.10

### Ключевая ставка и ставка МІАСR (% годовых)



Источник: Банк России.

ки Банком России характер денежно-кредитных условий в марте-июне 2017 г. оставался умеренно жестким. Это способствовало дальнейшему снижению инфляции и инфляционных ожиданий и сохранению положительных реальных процентных ставок в российской экономике.

Проведение операций Банка России по абсорбированию ликвидности способствовало поддержанию краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России (рис. 1.10). В весенние месяцы банковский сектор находился преимущественно в ситуации структурного профицита ликвидности, переход к которому завершился в начале 2017 года. Сдерживающее влияние на рост профи-

## Бюджетная политика

На фоне более позитивной внешнеэкономической конъюнктуры и более быстрых, чем ожидалось ранее, темпов восстановления экономики доходы бюджета оказались выше запланированных. За счет этого Минфин России продолжил следовать стратегии фискальной консолидации, несмотря на интенсификацию исполнения расходов бюджета для осуществления ассигнований по социальным направлениям<sup>1</sup>.

В январе-мае 2017 г. федеральный бюджет был исполнен с дефицитом  $\text{R}564$  млрд (1,7% ВВП<sup>2</sup>), который был профинансирован преимущественно за счет внутренних заимствований в рамках успешного размещения ОФЗ. При этом средства суверенных фондов в январе-мае 2017 г. для финансирования дефицита бюджета не использовались. Объем дополнительных нефтегазовых доходов, в объеме которых Минфин России приобретает иностранную валюту для пополнения Резервного фонда, в феврале-июне составил  $\text{R}307$  млрд.

Скользкий за 12 месяцев дефицит федерального бюджета сократился с 3,4% ВВП на конец 2016 г. до 2,5% ВВП на конец мая 2017 года. Таким образом, дефицит бюджета опустился ниже изначально заложенного в Федеральном законе № 415-ФЗ «О федеральном бюджете на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов» (далее – закон о бюджете) дефицита бюджета в размере 3,2% ВВП.

На этом фоне в мае 2017 г. Правительство России одобрило предложенные Минфином России поправки и корректировки и представило в Государственную Думу проект нового закона о бюджете на основе прогноза социально-экономического развития, который был опубликован Минэкономразвития России в апреле 2017 года.

Согласно обновленному проекту федерального бюджета на 2017 г., план по расходам повышен на  $\text{R}362$  млрд, до  $\text{R}16\,603$  млрд (18,0% ВВП), за счет отдельных ассигнований по экономическим (включая взносы в уставные капиталы Россельхозбанка, Роскосмоса и РЖД) и социальным направлениям. Вместе с тем прогноз по доходам бюджета был увеличен на  $\text{R}1191$  млрд, до  $\text{R}14\,679$  млрд (16,9% ВВП), за счет роста как по нефтегазовым, так и по ненефтегазовым поступлениям.

Повышение прогноза по нефтегазовым доходам связано с ростом цен на нефть в начале 2017 г. и сохранением их выше  $\text{\$}40$  за баррель. Повышение прогноза по ненефтегазовым поступлениям связано с существенным годовым ростом поступлений по товарным налогам (НДС и акцизы) и налогу на прибыль (рост в январе-апреле на 17,7% по сравнению с аналогичным периодом 2016 г.), а также с возвратом части имущественного взноса в капитал АСВ.

<sup>1</sup> Единоразовая выплата пенсионерам  $\text{R}5000$  в январе 2017 г. и две индексации пенсий и социальных пособий в феврале и апреле (см. врезку «Бюджетная политика» в предыдущем Докладе).

<sup>2</sup> Используется ВВП по предварительной оценке Минфина России.

Таким образом, дефицит федерального бюджета сократится на  $\text{₽}829$  млрд, до  $\text{₽}1924$  млрд (2,1% ВВП). При этом использование средств суверенных фондов для его финансирования снизится незначительно, до  $\text{₽}1725$  млрд, ввиду менее активного использования альтернативных источников, в том числе более низкой оценки чистого заимствования по внешним кредитам и отказа от приватизации 10,9%-ного пакета акций ВТБ ( $\text{₽}96$  млрд).

Рисунок 1.11  
Процентные ставки по рублевым банковским операциям и ключевая ставка Банка России (% годовых)



Источник: Банк России.

цита оказывали значительные налоговые платежи клиентов банков на фоне умеренного объема бюджетных расходов (подробнее – см. врезку «Бюджетная политика»), а также сезонный рост объема наличных денег в обращении в преддверии майских праздников. Сохранение структурного профицита ликвидности в дальнейшем по-прежнему не будет оказывать значимого влияния на возможности Банка России по управлению ставками денежного рынка. Ситуация с валютной ликвидностью на российском рынке в апреле – первой половине июня также оставалась благоприятной, в том числе благодаря притоку иностранной валюты по текущему счету на фоне относительно высоких цен на нефть. Это способствовало дальнейшему снижению задолженности банков по валютному рефинансированию со стороны Банка России.

Как мартовское, так и апрельское решение Совета директоров Банка России о снижении ключевой ставки (на 25 и 50 б.п. соответственно) оказали понижательное влияние на ставки по кредитам и депозитам, а также ожидания их будущей динамики (рис. 1.11). Снижение

Рисунок 1.12  
Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (п.п.)



Источник: Банк России.

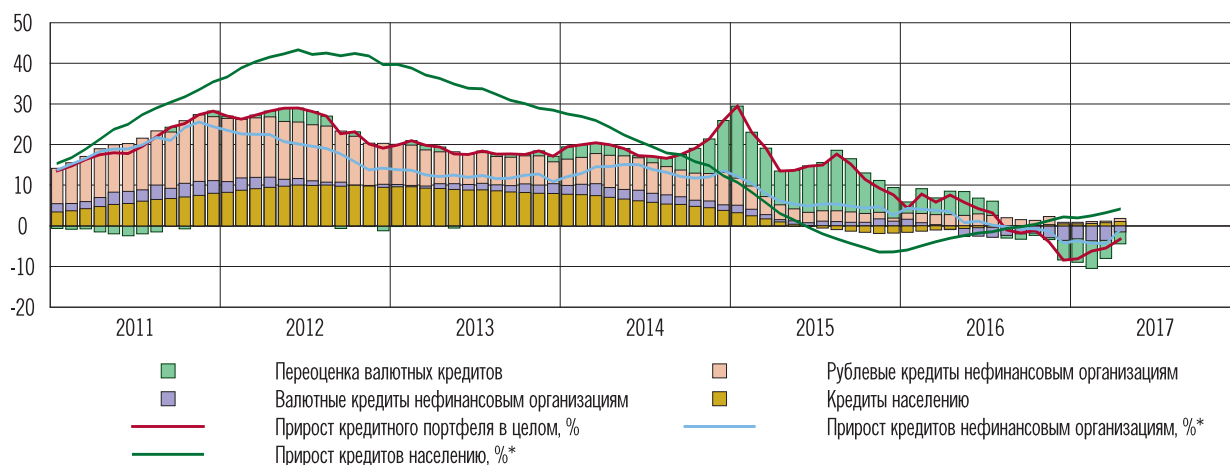
ключевой ставки в марте после достаточно длительной последовательности решений о ее неизменности на фоне относительно благоприятной ситуации в российской экономике в целом было ожидаемо участниками рынка. При этом выбор шага в 25 б.п.<sup>1</sup> был воспринят как дополнительное подтверждение консервативного подхода к ослаблению жесткости денежно-кредитной политики в дальнейшем. Апрельское решение также не привело к существенной корректировке ожиданий. Как и ранее, участники рынка ожидали существенного снижения ставок в длительной перспективе, в то время как в отношении краткосрочной динамики было заметно меньше определенности. Это проявлялось в опережающем снижении долгосрочных ставок на некоторых сегментах рынка.

Сохранению умеренной жесткости ценовых условий кредитования способствовал постепенный характер смягчения денежно-кредитной политики Банка России. При этом политика банков в целом также оставалась консервативной, что проявлялось в сохранении достаточно

<sup>1</sup> В 2016 г. снижение ключевой ставки происходило с шагом 50 базисных пунктов.

Рисунок 1.13

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



\* С исключением валютной переоценки.  
Источник: Банк России.

жестких требований к заемщикам (рис. 1.12). Банки продолжали избегать рискованных направлений кредитования, конкурируя за наиболее надежных заемщиков и наращивая облигационные портфели. Избирательный подход к выбору клиентов на фоне постепенного восстановления экономической активности, способствовавшего улучшению финансового положения заемщиков, обусловил в том числе дальнейшее повышение качества кредитных и облигационных портфелей банков.

В этих условиях динамика кредитования в весенние месяцы 2017 г. оставалась сдержанной. Снижение объемов кредитного портфеля банков несколько замедлилось, и его годовой прирост приблизился к нулю (рис. 1.13). Кредиты нефинансовым организациям продолжили снижаться, главным образом в связи с погашением обязательств отдельных крупных бюджетополучателей. Положительный вклад в динамику кредитного портфеля вносили кредиты населению. При этом уверенный рост продолжали демонстрировать ипотечные кредиты, в то время как динамика потребительского кредитования оставалась сдержанной и не несла значимых инфляционных рисков. По оценкам, потребительские кредиты за январь-апрель 2017 г. выросли на 0,65%, при этом их годовой темп прироста остался отрицательным. Ипотечные кредиты за январь-апрель увеличились на 2,9%, их годовой прирост по-прежнему превышает 10%.

Динамика денежных агрегатов также была умеренной и в целом соответствовала ожиданиям Банка России. Значимым фактором формирования денежной массы оставался чистый кредит расширенному правительству со стороны банковской системы. Ожидается, что на горизонте 2017 г. по мере дальнейшего восстановления экономической активности и улучшения качества заемщиков смягчение условий банковского кредитования продолжится, что окажет поддержку кредитной активности в экономике. При этом сохранение консервативного подхода в поведении как банков, так и заемщиков обусловит рост кредитования, не несущий дополнительных инфляционных рисков.

## Экономические условия

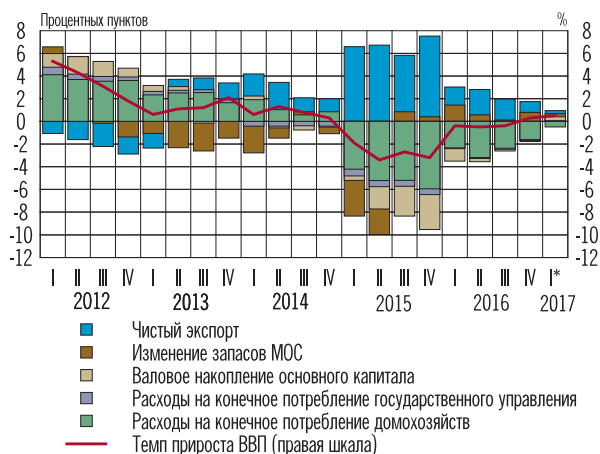
Восстановление российской экономики в I квартале 2017 г. продолжилось. Согласно данным Росстата, годовой прирост ВВП ускорился до 0,5% после 0,3% кварталом ранее (рис. 1.14). Это соответствует оценке Банка России, опубликованной в предыдущем Докладе<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> В апрельском информационно-аналитическом комментарии по текущей экономической ситуации оценка, сделанная в марте, была несколько скорректирована вниз – до 0,2–0,4% в годовом выражении – в связи с выходом уточненных данных Росстата за 2016 год. Однако фактически сложившийся темп прироста ВВП оказался ближе к мартовской оценке Банка России.



Рисунок 1.14

### Структура прироста ВВП по элементам использования (к соответствующему периоду предыдущего года)



\* I квартал 2017 г.: структура прироста ВВП – оценка Банка России.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Сохранилась тенденция к восстановлению производственной активности как в России в целом, так и в большинстве регионов. Годовой темп прироста промышленного производства с устранением календарного фактора находился в положительной области (рис. 1.15). В апреле он достиг 2,9% – максимального значения с января 2015 г., однако заметный положительный вклад внесло производство электрической и тепловой энергии на фоне нетипично холодной погоды в апреле.

Динамика промышленного производства по видам товаров, как и ранее, была неоднородной. В марте-апреле рост производства обеспечивался главным образом за счет выпуска сырья и промежуточной продукции (металлургическая продукция, нефтепродукты, добыча газа). Некоторое оживление намечилось и в производстве потребительских товаров.

При этом динамика производства инвестиционных товаров оставалась сдержанной, в частности в апреле 2017 г. несколько замедлились восстановительные процессы в машиностроении. При этом наблюдалось расширение импорта инвестиционных товаров в условиях укрепления рубля. Инвестиции в оборудование, в том числе импортное, создают предпосылки для модернизации производства и расширения выпуска в дальнейшем. На динамике выпуска инвестиционных товаров также отразилось продолжающееся сокращение производства строительных материалов в годовом выражении, связанное с дальнейшим уменьшением

объема строительных работ, в том числе в жилищном строительстве. Снижение ввода в эксплуатацию жилья было отчасти отложенной реакцией на сокращение реальных располагаемых доходов населения и ухудшение ценовых и неценовых условий ипотечного кредитования в 2014–2015 годах. По оценкам Банка России, переход годового темпа прироста жилищного строительства в положительную область можно ожидать не ранее второй половины 2017 г. (подробнее – см. врезку «Жилищное строительство продолжает падение»).

При этом инвестиционная активность в российской экономике продолжила расширяться. Годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в I квартале 2017 г. составил 2,3%, что соответствует оценке Банка России, опубликованной в предыдущем Докладе<sup>3</sup>. В апреле оживление инвестиционной активности, как и производственной, несколько ускорилось. Этому способствовала тенденция к улучшению финансового положения предприятий, а также позитивное влияние укрепления рубля на капиталоемкие и высокотехнологичные виды деятельности (подробнее – см. врезки «Финансовое положение организаций реального сектора в I квартале 2017 года», «Влияние укрепления рубля на отрасли российской экономики»). Фактором, несколько сдерживающим их рост, может послужить неустойчивая динамика настроений производителей в отношении скорости восстановления спроса на их продукцию<sup>4</sup>. С учетом этого, по оценкам Банка России, во II квартале 2017 г. валовое накопление основного капитала возрастет на 1,5–3,0% в годовом выражении.

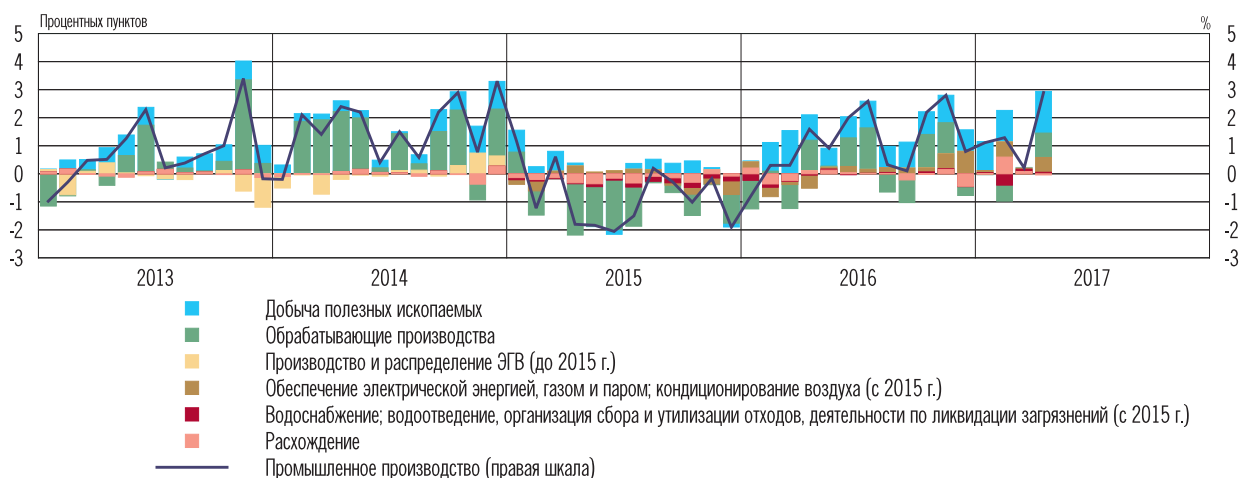
Восстановительные процессы постепенно приобретали устойчивость не только в производственном секторе, но и в динамике потребительского спроса. В марте снижение оборота

<sup>3</sup> Диапазон ожидаемого в I квартале 2017 г. прироста инвестиций в основной капитал, приведенный в апрельском информационно-аналитическом комментарии по текущей экономической ситуации, был несколько скорректирован вниз по сравнению с мартовским Докладом в связи с выходом данных по косвенным индикаторам инвестиционной активности за март. Однако фактически сложившееся значение оказалось ближе к мартовской оценке Банка России.

<sup>4</sup> Согласно данным исследований Markit PMI, а также результатам опросов Лаборатории конъюнктурных опросов ИЭП им. Е.Т. Гайдара.

Рисунок 1.15

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Жилищное строительство продолжает падение

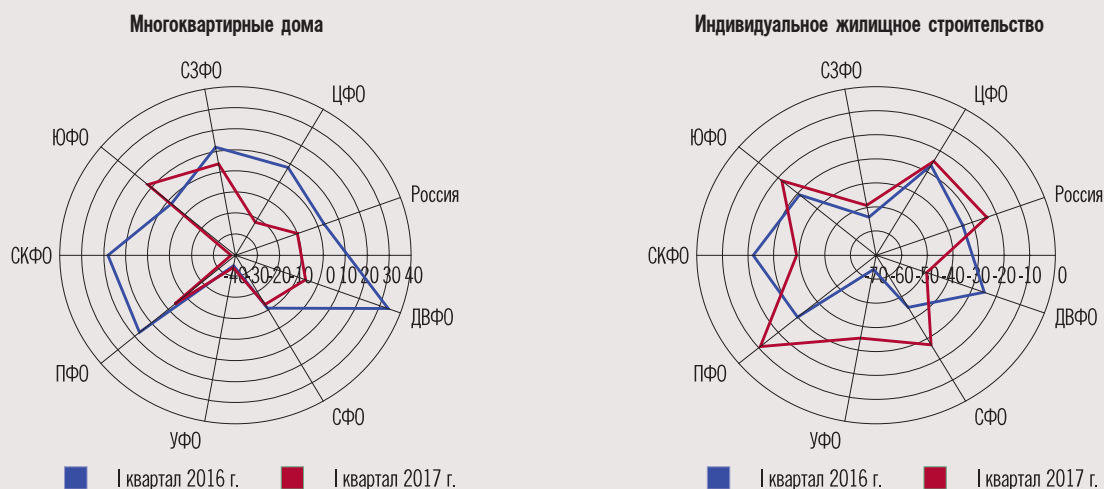
Несмотря на восстановление экономической активности и существенный рост объема ипотечного кредитования, в 2016 г. жилищное строительство в целом по России сократилось на 6,5%, а в начале текущего года его падение значительно ускорилось<sup>1</sup>. Наиболее выраженной эта тенденция была в Уральском, Сибирском, Северо-Западном и Центральном федеральных округах.

Падение спроса на жилье в 2015 г.<sup>2</sup> привело к уменьшению числа новых строительных проектов. При строительстве многоквартирного жилья между началом строительства объекта и моментом его ввода в эксплуатацию проходит около 1,5–2 лет. В результате к 2017 г. сложилась ситуация, когда старые проекты были достроены, а новые – выпускались на рынок не так активно, как раньше.

Основной причиной негативной динамики ввода в эксплуатацию жилья может служить продолжившееся снижение реальных располагаемых доходов населения при сохранении значительного предложения жилья

Рисунок 1.16

### Динамика ввода жилья в эксплуатацию в федеральных округах (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> В январе 2017 г. жилищное строительство сократилось на 21,6% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Впоследствии годовой темп снижения несколько замедлился, что может быть связано с эффектом низкой базы прошлого года.

<sup>2</sup> В 2015 г. объем ипотечных кредитов снизился на 34%, что нанесло серьезный урон спросу (в 2014 г. треть квартир приобреталась в ипотеку).



в большинстве регионов, лидирующих по объему жилищного строительства, а также при ухудшении финансового положения и уходе с рынка мелких и части средних застройщиков.

Строительство многоквартирного жилья обладает высокой инерционностью, в то время как индивидуальное жилищное строительство в целом относительно быстро реагирует на изменение экономической ситуации, и поэтому в 2016–2017 гг. оно сокращалось опережающими темпами (рис. 1.16).

Заметное влияние на динамику жилищного строительства оказывала также ситуация на рынке ипотеки. Причем если в 2016 г. объемы ипотечного кредитования быстро росли, что в значительной мере сдерживало падение на рынке жилья, то в 2017 г. их рост резко замедлился из-за окончания действия программы субсидирования ипотечной ставки. В результате это влияние ослабло (рис. 1.17). Например, в ЦФО<sup>3</sup>, где с использованием ипотеки в 2016 г. было приобретено примерно две трети жилой недвижимости<sup>4</sup>, объем предоставленных ипотечных кредитов в I квартале 2017 г. увеличился лишь на 1,9% относительно соответствующего периода прошлого года (в 2016 г. – на 31,9%), а падение жилищного строительства ускорилось почти в три раза<sup>5</sup>.

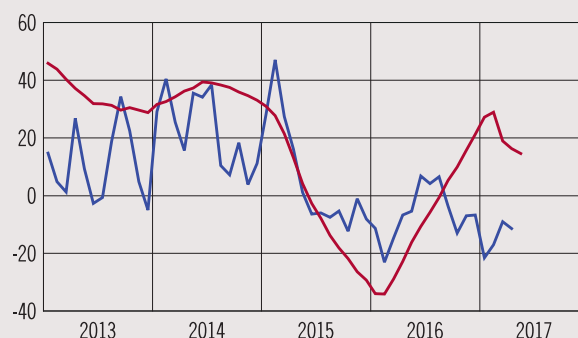
С учетом вышесказанного основной спад в жилищном строительстве может прийти на 2017 год. В то же время он, вероятно, не будет глубоким, о чем свидетельствуют ожидания предприятий относительно стабилизации уровня цен в отрасли в апреле-июне 2017 года.

Негативного влияния жилищного строительства на динамику инвестиционной активности ожидать не стоит – оно уже преимущественно реализовалось. Инвестиции в основной капитал включают фактические затраты на строительство жилья, осуществляемые в каждом расчетном периоде, тогда как динамика жилищного строительства отражается показателем «ввод жилья в эксплуатацию». Поскольку затраты на строительство жилья осуществляются до того, как жилье будет сдано, то текущий спад жилищного строительства уже был ранее отражен в инвестициях.

По оценкам Банка России, переход годового темпа прироста жилищного строительства в положительную область можно ожидать не ранее второй половины 2017 года. В течение следующих нескольких лет определенную поддержку жилищному строительству будут оказывать реализуемые в настоящее время госпрограммы<sup>6</sup>, а также льготные программы банков и застройщиков и ожидания дальнейшего смягчения условий банковского фондирования. В частности, среди госпрограмм можно отметить программу «Реновация» по сносу пятиэтажек в Москве, в которую могут войти 7,9 тыс. жилых домов общей площадью около 25,1 млн кв. м, что составляет более 30% от площади жилья, введенного в эксплуатацию в 2016 г. по всей России.

Рисунок 1.17

### Поддержка жилищного строительства со стороны ипотеки снизилась



— Динамика ввода в действие жилых домов, в % к соответствующему периоду предыдущего года  
 — Прирост объема выданных рублевых ипотечных кредитов, в % (12 месяцев, предшествующих отчетной дате, к аналогичному показателю год назад)

Источники: Банк России, Росстат, расчеты Банка России.

<sup>3</sup> По данным опросов Банка России, проводимых среди строительных организаций ЦФО, в апреле 2017 г. факторы, определяющие их деятельность, распределились по значимости следующим образом: влияние спроса отметили 56,9% респондентов; обеспеченность оборотными средствами – 44,2%; риски хозяйственной деятельности – 33,0%; условия кредитования – 16,8%. По мнению руководителей строительных организаций, негативное влияние на их деятельность оказывали также высокий уровень налогов и отчислений во внебюджетные фонды, высокая стоимость строительных материалов и конструкций, длительное оформление кредитных средств, недостаток заказов на работы, неплатежеспособность заказчиков (по данным выборочного обследования органами статистики деловой активности строительных организаций в I квартале 2017 г.).

<sup>4</sup> По данным Федеральной службы государственной регистрации, кадастра и картографии (Росреестра) о сделках на первичном и вторичном рынках жилой недвижимости.

<sup>5</sup> Средний темп прироста объема ввода в эксплуатацию многоквартирного и индивидуального жилья.

<sup>6</sup> В настоящее время реализуются государственные программы: по расселению аварийного жилья – в Республике Карелия, Мурманской области, Республике Крым и ряде других регионов; по реновации жилого фонда и сноса ветхого жилья – в Москве, Республике Саха (Якутия); по обеспечению жильем и улучшению жилищных условий населения – в Ленинградской, Ярославской и Тюменской областях.

## Финансовое положение организаций реального сектора в I квартале 2017 года

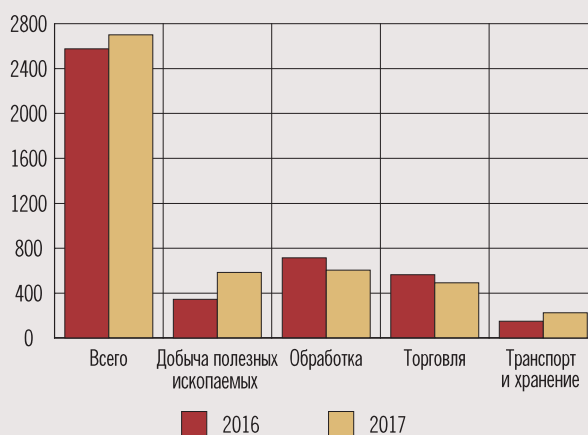
В I квартале 2017 г. сальдо прибылей и убытков российских организаций<sup>1</sup>, по предварительным данным Росстата, было на 4,9% выше, чем в предыдущем году (рис. 1.18). Доля убыточных организаций снизилась на 0,7 п.п., до 34,2%.

Наибольшее сальдо прибылей и убытков в экономике, как и в 2016 г., было получено в обрабатывающих производствах. При этом оно оказалось на 15,4% меньше, чем годом ранее, что может быть связано с усилением конкуренции со стороны импорта в условиях укрепления рубля и сохранением спросовых ограничений. Среди основных видов деятельности сальдированная прибыль снизилась также в торговле, на трубопроводном транспорте. В строительстве был получен убыток.

Напротив, на фоне повышения мировых и внутренних цен на энергоносители заметно улучшилось финансовое состояние в добыче полезных ископаемых: сальдо прибылей и убытков возросло на 69,2% и по величине почти сравнялось с финансовым результатом обрабатывающей промышленности.

В целом сохранение тенденции к улучшению финансового положения предприятий формирует предпосылки к дальнейшему росту инвестиционной и производственной активности.

Рисунок 1.18  
Сальдированный финансовый результат  
в январе-марте 2016–2017 годов  
(млрд рублей)



Источник: Росстат.

<sup>1</sup> Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений.

## Влияние укрепления рубля на отрасли российской экономики

В начале 2017 г. рубль продолжил укрепляться, сохранив тенденцию прошлого года, когда национальная валюта подорожала к доллару США на 16,8% (конец декабря 2016 г. к концу декабря 2015 г.). Изменение обменного курса оказывало различное воздействие на выпуск, структуру затрат и финансовое положение в отдельных видах деятельности в российской экономике.

После резкого ослабления рубля в конце 2014 – начале 2015 г. российские предприятия переориентировали структуру затрат в пользу отечественных компонент, благодаря чему зависимость от импорта и от курсовых колебаний уменьшилась. Произошедшее снижение чувствительности к курсовым колебаниям, по оценке, сказалось также на ослаблении реакции на них динамики выпуска<sup>1</sup>. Такая реакция является асимметричной: если ослабление рубля стимулирует рост выпуска в ряде отраслей (например, в сельском хозяйстве, производстве пищевых продуктов, химической промышленности, металлургии, добыче полезных ископаемых), то при укреплении рубля сокращения выпуска не происходит. Это, вероятно, связано с нежеланием фирм снижать выпуск и занятость, вместо чего они предпочитают корректировать цены и зарплату. Таким образом, изменение параметров производственной деятельности компаний в связи с укреплением рубля может оказывать различное влияние на их финансовое положение.

Для оценки влияния укрепления рубля на состояние финансов компаний реального сектора был произведен расчет «порогового» значения обменного курса рубля к доллару США, при котором снижение затрат на импортные комплектующие, сырье, материалы за счет укрепления рубля компенсируется сокращением

<sup>1</sup> Для определения влияния на производственную активность была оценена эластичность выпуска по реальному эффективному обменному курсу для различных отраслей.

выручки от экспорта, и рентабельность продукции становится нулевой<sup>2</sup>. Далее отрасли были проранжированы в зависимости от степени и характера влияния курсовой динамики на их финансовую устойчивость (табл. 1.1). В рамках принятой методологии рассматривается влияние курса только на операционную деятельность, тогда как затраты на капитальные инвестиции (стоимость закупки и обслуживания оборудования) не принимаются во внимание. Кроме того, одной из предпосылок при осуществлении расчетов является неизменность мировых цен<sup>3</sup>. Вследствие указанных методологических ограничений оценка «курса нулевой рентабельности» для некоторых видов деятельности получилась смещенной. В таких случаях была произведена экспертная корректировка их ранга.

Согласно полученным результатам, укрепление рубля оказывает положительное влияние на рентабельность в капиталоемких видах деятельности, ориентированных преимущественно на внутренний спрос: в производстве транспортных средств и оборудования, текстильном и швейном производстве, производстве стройматериалов (в первых двух – за счет высокой доли импорта в затратах, в последнем – за счет низкой доли экспорта).

Добыча полезных ископаемых и производство нефтепродуктов, несмотря на полученное значение «курса нулевой рентабельности» (близкое к текущим значениям курса доллара США к рублю), были отнесены к группе высокоустойчивых видов деятельности, поскольку снижение экспортной выручки в рублевом эквиваленте вследствие укрепления рубля компенсируется ее увеличением из-за роста мировых цен на энергоресурсы (который обычно становится причиной роста курса национальной валюты). Аналогичная корректировка ранга

Таблица 1.1

## Оценка «курса нулевой рентабельности»

Вид экономической деятельности	Отношение экспорта к импортным материальным затратам	«Курс нулевой рентабельности», руб. за долл. США	Ранг
Текстильное и швейное производство	0,41	*	Положительный эффект от укрепления рубля
Производство неметаллических минеральных продуктов	0,57	*	
Производство транспортных средств и оборудования	0,39	*	
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	1,91	**	
Производство машин и оборудования (без оружия)	1,37	2,5	
Химическое производство	4,2	**	Финансовая устойчивость сохраняется при укреплении рубля
Производство пищевых продуктов	1,76	**	
Целлюлозно-бумажное производство	2,7	**	
Транспорт	95,82	5,35	
Строительство	4,59	19,19	
Металлургическое производство	10,86	19,33	
Добыча полезных ископаемых	313,79	54,18	
Производство нефтепродуктов	609,56	65,39	Могут стать низко-рентабельными при укреплении рубля
Производство резиновых и пластмассовых изделий	1,98	40,57	
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	4,97	55,28	
Обработка древесины и производство изделий из дерева	31,07	57,78	

\* При укреплении курса рубля рентабельность возрастает.

\*\* При укреплении курса рентабельность снижается, но остается положительной.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>2</sup> «Курс нулевой рентабельности» определяется как минимальный курс ( $e$ ), при котором выполнено условие безубыточности:  $\Pi_0 + (X_0 - M_0) * (e - e_0) \geq 0$ , где  $\Pi_0$  – финансовый результат в рублях;  $M_0$  – импорт сырья и материалов в долларах;  $X_0$  – экспорт готовой продукции в долларах;  $e_0$  – номинальный курс рубля к доллару в обратной котировке. Все переменные брались за первые три квартала 2016 года. Результаты оценки по аналогичной методологии, но для ситуации ослабления рубля были опубликованы в Докладе о денежно-кредитной политике, №1(9) (март, 2015 г.).

<sup>3</sup> Указанная методология не учитывает ряд факторов, которые имеют место при изменении курса. В частности, при укреплении рубля происходят следующие процессы: переключение спроса с отечественной продукции на импортную и снижение внутренних цен, увеличение доли импорта в структуре затрат, повышение экспортных цен, общее увеличение внутреннего спроса как следствие укрепления рубля. Предполагается, что фактор переключения спроса и снижения цен в большинстве видов деятельности компенсируется остальными факторами, которые снижают издержки и увеличивают выручку (см. Климовец А.В (2015). Анализ влияния ослабления рубля на отдельные виды деятельности в российской экономике // Деньги и кредит, №8).

коснулась высокотехнологичных отраслей, в которых используется преимущественно импортное оборудование: производство электронного, оптического и электрооборудования, производство машин и оборудования.

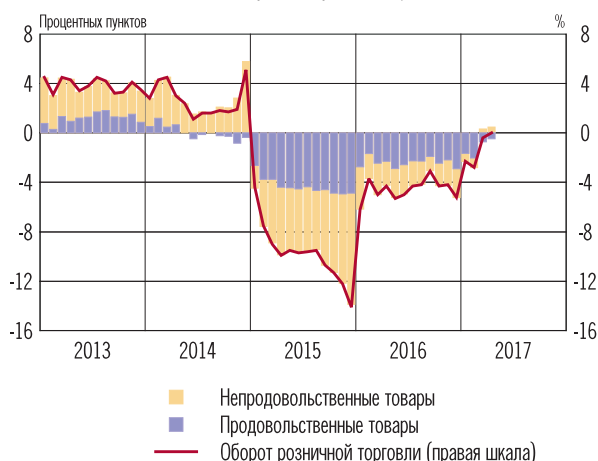
Рентабельность в пищевой промышленности, строительстве, транспорте, а также в химическом производстве и металлургии при укреплении национальной валюты снижается, но остается положительной. Высокая финансовая устойчивость к укреплению рубля в одних отраслях связана с сопоставимостью объемов экспорта и затратами на импортное сырье, а в других – с изначально высоким уровнем рентабельности.

Укрепление рубля может сделать низкорентабельными некоторые виды деятельности, ориентированные на промежуточный (в том числе внешний) спрос: производство изделий из дерева, резины и пластмассы. Это связано со значительным превалированием экспорта над затратами на импортное сырье. Вместе с тем, как отмечалось выше, изменение структуры затрат, технологий производства, переход к производству с более высокой добавленной стоимостью со временем может снизить зависимость указанных отраслей от курсовых колебаний.

Рисунок 1.19

**Структура прироста оборота розничной торговли**

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

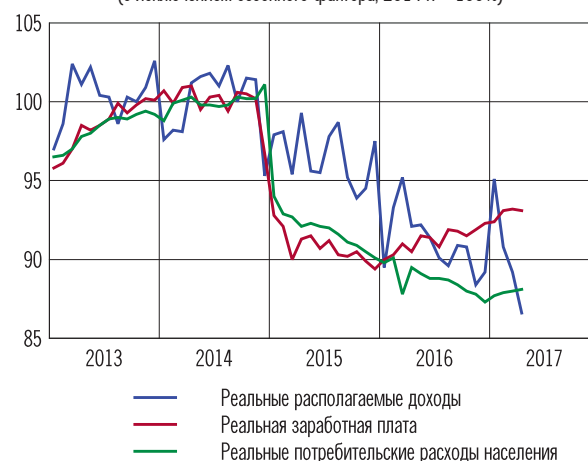
розничной торговли замедлилось с 2,8 до 0,4% в годовом выражении, а в апреле – прекратилось (рис. 1.19). При этом рост выпуска потребительских товаров происходил во многом за счет товаров длительного пользования (бытовой техники, автомобилей), что может быть признаком возобновившейся реализации отложенного спроса населения и наблюдается как в России в целом, так и в региональном разрезе.

Одним из факторов оживления спроса в I квартале 2017 г. послужила наблюдаемая с середины 2016 г. благоприятная динамика реальной заработной платы, в первую очередь связанная с общим ростом спроса на труд при сохранении невысокого уровня безработицы (5,2% с коррекцией на сезонность). Кроме того, рост заработной платы мог быть связан с наблюдавшимися в последние годы струк-

Рисунок 1.20

**Заработная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении**

(с исключением сезонного фактора, 2014 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

турными изменениями на рынке труда, такими как смещение спроса работодателей в пользу высококвалифицированной рабочей силы, сокращение разрыва между оплатой труда в бюджетном и частном секторах и так далее (подробнее – см. врезку «Рынок труда: сокращение отраслевой дифференциации зарплат»). Вместе с тем рост реальной заработной платы не компенсировал понижательной динамики других видов доходов. Реальные располагаемые доходы в годовом выражении продолжили сокращаться, в то время как в квартальном сопоставлении с исключением сезонного фактора остановились на уровне конца предыдущего года (рис. 1.20), что отражается в сдержанном восстановлении спроса.

Постепенное восстановление спроса в марте-апреле на фоне слабой динамики реальных располагаемых доходов не препятствовало за-

## Рынок труда: сокращение отраслевой дифференциации зарплат

В последнее десятилетие на российском рынке труда наблюдался процесс уменьшения отраслевой дифференциации заработной платы. Так, с 2010 по 2016 г. коэффициент вариации снизился на 2 п.п., до 41%.

Для анализа этого процесса виды экономической деятельности были разделены на четыре группы, различающиеся по уровню заработной платы. К первой группе была отнесена деятельность, частично финансируемая из бюджета (государственное управление, здравоохранение и образование), и сельское хозяйство, имеющее значительный уровень господдержки. Ко второй – неторгуемые виды деятельности, к которым отнесены производство и распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, торговля и ремонт, гостиницы и рестораны, транспорт и связь. В третью группу вошли виды деятельности, занимающиеся обработкой. В четвертую – виды деятельности с наибольшей заработной платой: добыча полезных ископаемых, финансовая деятельность, операции с недвижимостью и предоставление услуг, рыболовство и рыбоводство.

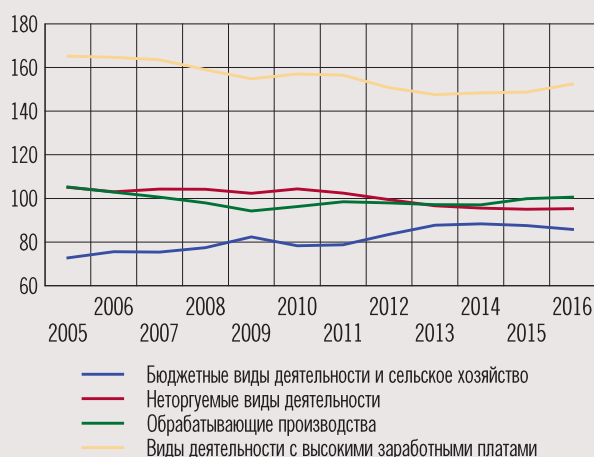
За 2010–2016 гг. заработные платы в группах с наиболее высоким и с наиболее низким ее уровнем заметно приблизились к среднероссийскому уровню (рис. 1.21). Особенно активно снижение отраслевой дифференциации заработной платы происходило в 2012–2014 гг. (рис. 1.22). В этот период значительно сократилось отставание от средней заработной платы по экономике в бюджетной сфере и сельском хозяйстве.

Этому в первую очередь способствовало исполнение «майских» указов Президента Российской Федерации. В среднем за 2012 – первую половину 2014 г. годовой темп прироста трудовых компенсаций в бюджетной сфере составил более 18% и существенно превысил аналогичный показатель в частном секторе. Повышению средней заработной платы в сельском хозяйстве содействовали активная реализация государственных программ развития сельского хозяйства<sup>1</sup>, введение Россией продовольственных контрсанкций и поэтапное увеличение минимального размера оплаты труда (далее – МРОТ)<sup>2</sup>.

С другой стороны, снижение разброса заработной платы было связано со смещением спроса работодателей в пользу высококвалифицированной рабочей силы, особенно заметным в обрабатывающей промышленности и деятельности по производству и распределению электроэнергии, газа и воды. Если в 2010 г. в этих видах деятельности основную долю составляли работники, имеющие начальное или среднее профессиональное образование (25,8 и 25,6% соответственно), то уже в 2014 г. наибольшая доля приходилась на персонал, имеющий высшее профессиональное образование (26,7%). Кроме того, в неторгуемых видах деятельности

Рисунок 1.21

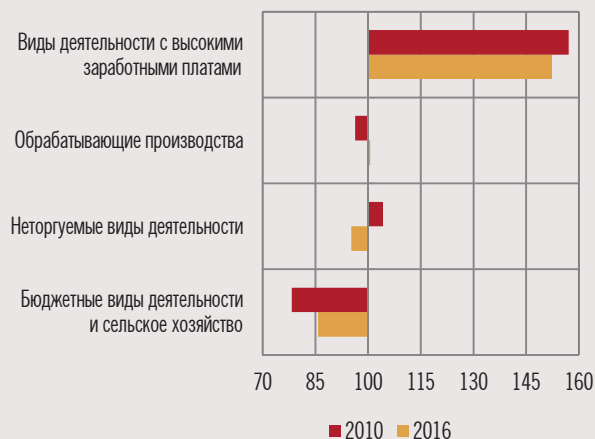
### Динамика относительных заработных плат (в % к средней по экономике)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.22

### Относительные заработные платы (в % к средней по экономике)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Государственные программы развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2008–2012 гг. и на 2013–2020 годы.

<sup>2</sup> В сельском хозяйстве активно используется низкооплачиваемый и низкоквалифицированный труд, поэтому повышение МРОТ влияет на установление работодателем нижней границы оплаты труда.



в рассматриваемый период возросла доля персонала с высшим образованием. В свою очередь, переориентация работодателей на более квалифицированную рабочую силу привела к изменению распределения работников по уровню заработка. На фоне снижения численности низкооплачиваемого персонала произошло увеличение доли работников, получающих 30–50 тыс. руб. в месяц (в 2011 г. эта доля варьировалась в пределах 12–22%, а в 2015 г. – уже в пределах 21–29%). Вероятно, данный процесс способствовал более быстрому росту заработной платы в этих видах деятельности по сравнению с видами деятельности с традиционно высокой заработной платой сотрудников (и высоким уровнем подготовки кадров). С учетом того, что на рассматриваемые виды деятельности приходилось более половины всех занятых, это привело к увеличению средней оплаты труда в целом по всей экономике. Следствием стало также и уменьшение отрыва зарплаты в высокодоходных видах деятельности от среднего уровня.

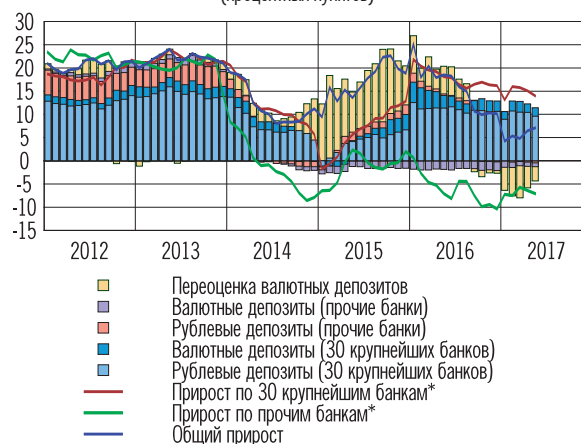
В 2015–2016 гг., в период ослабления экономической активности, процесс сокращения отраслевой дифференциации оплаты труда несколько замедлился, что связано с двумя причинами. Во-первых, замедлилась индексация заработной платы работников образования и здравоохранения, проводимая за счет бюджетных средств. Во-вторых, в рассматриваемый период в большинстве видов экономической деятельности произошло сокращение выпуска, сопровождавшееся замедлением роста заработной платы. Исключение составили виды деятельности с высокими трудовыми компенсациями, где не наблюдалось замедления роста заработной платы. Таким образом, это привело к увеличению разрыва заработной платы высокооплачиваемых работников со средним уровнем.

Дальнейшее сокращение дифференциации видов экономической деятельности по уровню заработной платы будет зависеть от развития процессов модернизации и реструктуризации экономики, а также индексации заработной платы в рамках исполнения «майских» указов.

медлению инфляции. Во-первых, этому способствовали факторы со стороны предложения, поскольку спрос восстанавливался в условиях заметного оживления производственной активности. Во-вторых, сдерживающим фактором выступало сохранение стимулов к сбережениям и взвешенного подхода населения к риску, проявлявшееся в динамике и структуре портфеля депозитов. Среднерыночные депозитные ставки оставались на уровне, превышающем инфляцию, однако их снижение было сильнее, чем кредитных ставок. В результате спрос на депозиты продолжил увеличиваться, однако его прирост несколько замедлился (рис. 1.23). Признаки сохранения взвешенного подхода населения к сбережениям и кредитованию прослеживаются и в структуре источников финансирования потребления. Как показывают оценки на основе данных опросов<sup>5</sup> населения, в 2016 г. домохозяйства наращивали потребление преимущественно за счет прироста дохода, тем самым не создавая значительных инфляционных рисков. Кроме того, они стремились не увеличивать долговую нагрузку, а напротив,

<sup>5</sup> Российский мониторинг экономического положения и здоровья населения НИУ ВШЭ. Использованы данные последнего проведенного обследования за 2016 год.

Рисунок 1.23  
Вклад отдельных групп банков в годовой прирост портфеля депозитов населения (процентных пунктов)



\* С исключением валютной переоценки.  
Источник: Банк России.

погашать имеющуюся задолженность за счет накопленных сбережений и поступивших доходов (подробнее – см. врезку «Динамика потребления домохозяйств: взгляд с микроуровня»). По оценкам Банка России, указанные факторы продолжают оказывать влияние на динамику потребления в ближайшей перспективе. В условиях в целом консервативного подхода населения к сбережению и потреблению Банк России ожидает, что уже наметившийся переход от сбере-

## Динамика потребления домохозяйств: взгляд с микроуровня

Устойчивое замедление инфляции в 2016 г. происходило под влиянием умеренно жестких денежно-кредитных условий, обеспечивающих сохранение взвешенного подхода населения к потреблению и заимствованию. Во-первых, это проявлялось в динамике потребления домохозяйств – при росте дохода они преимущественно стремились накапливать сбережения, практически не меняя уровень потребления по сравнению с предыдущим периодом. Во-вторых, анализ доходов, сбережений и кредитов также подтверждает тезис о консервативном подходе к накоплению долговой нагрузки и в целом низкой склонности населения наращивать потребление за счет заемных средств. Для иллюстрации данных тезисов был проведен анализ результатов опросов домохозяйств в рамках Российского мониторинга экономического положения и здоровья населения НИУ ВШЭ<sup>1</sup> за 2006–2016 годы.

В ходе анализа использовались результаты опроса репрезентативной выборки, которая была разделена на группы по уровню среднедушевого дохода (в табл. 1.2 приведены критерии и описательные характеристики трех доходных групп в 2016 г.). Этот шаг был необходим для того, чтобы проследить потенциальные различия в предпочтениях относительно способа финансирования потребления домохозяйств с разным уровнем дохода.

Результаты анализа в целом подтверждают тезис о том, что в 2015–2016 гг. все доходные группы домохозяйств придерживались осторожной модели поведения (рис. 1.24). Во всех трех группах большая часть

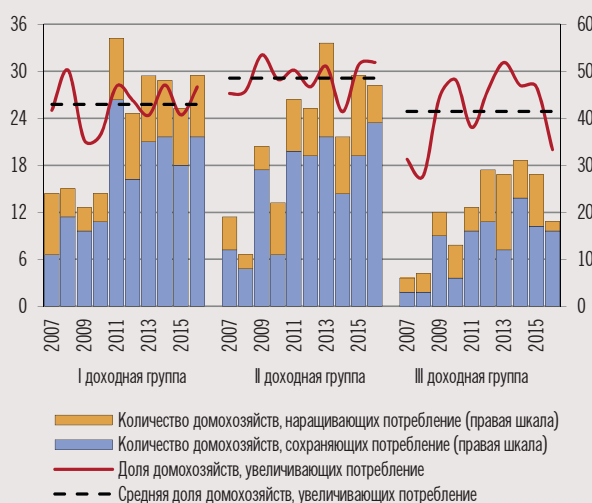
Таблица 1.2

### Описание доходных групп

	I доходная группа	II доходная группа	III доходная группа
Критерий выделения группы по распределению доходов на человека	< 3 дециля	от 3 до 7 дециля	> 7 дециля
Доход на человека	менее 12 тыс. руб.	от 12 до 21 тыс. руб.	свыше 21 тыс. руб.
Количество человек	4 109	4 283	3 068
Средний доход домохозяйства	27 тыс. руб.	40 тыс. руб.	73 тыс. руб.
Количество домохозяйств	1 285	1 719	1 287

Рисунок 1.24

### Поведение домохозяйств при снижении уровня дохода



людей, сталкивающихся со снижением дохода, стремилась не нарастить потребление за счет кредита, а лишь поддержать его на текущем уровне, несмотря на снижение дохода.

Следующим шагом анализа было сведение баланса доходов и расходов домохозяйств на основе их ответов. При этом учитывалось, что ответы отдельных домохозяйств зачастую страдают от неточностей (например, для отдельного домохозяйства баланс доходов/расходов может не сходиться в отдельные годы в разы). Для нивелирования влияния этих недостатков первичных данных на результаты анализа баланс доходов домохозяйств строился по формуле (1) с использованием первичных опросных данных относительно потребления, сбережения и кредитования отдельно для каждой доходной группы:

<sup>1</sup> Российский мониторинг экономического положения и здоровья населения НИУ ВШЭ (RLMS-HSE), проводимый Национальным исследовательским университетом «Высшая школа экономики» и ООО «Демоскоп» при участии Центра народонаселения Университета Северной Каролины в Чапел Хилле и Института социологии РАН. (Сайты обследования RLMS-HSE: <http://www.cpc.unc.edu/projects/rlms> и <http://www.hse.ru/rlms>.)



$$\text{Доход} = \text{Потребление} + \Delta\text{Сбережения} - \Delta\text{Кредитования} \quad (1)$$

После этого на основании баланса (1) проводилось разложение процентного прироста потребления по факторам (2):

$$\frac{\Delta\text{Потребления}_t}{\text{Потребление}_{t-1}} = \frac{\Delta\text{Дохода}_t}{\text{Потребление}_{t-1}} + \frac{\Delta^2\text{Кредита}_t}{\text{Потребление}_{t-1}} - \frac{\Delta^2\text{Сбережений}_t}{\text{Потребление}_{t-1}}, \quad (2)$$

где  $\Delta^2 X_t = \Delta X_t - \Delta X_{t-1}$ .

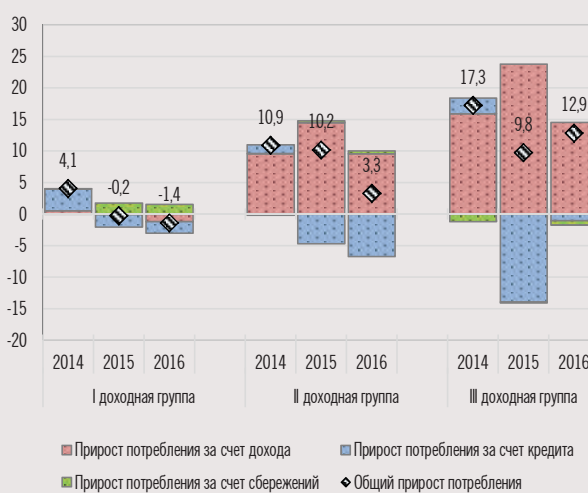
В таком построении увеличение дохода и изменение потока задолженности по кредиту вносят положительный вклад в потребление (рис. 1.25). При этом расширение потока сбережений, напротив, способствует сокращению потребления.

В 2015–2016 гг. рост дохода вносил устойчиво положительный вклад в динамику потребления II и III доходных групп. Для I доходной группы вклад дохода в потребление в 2015 г. был околонулевым, а в 2016 г. стал отрицательным.

Руководствуясь консервативным подходом к накоплению долга, все три доходные группы предпочитали погашать задолженность по кредитам, поэтому кредитование вносило отрицательный вклад в потребление.

Для сглаживания уровня потребления I и II доходные группы были вынуждены частично финансировать его за счет снижения сбережений, вследствие чего сбережения вносили небольшой положительный вклад в потребление, что не противоречит тезису о сберегательной модели поведения. III доходная группа, напротив, наращивала сбережения, вклад которых в потребление был слабоотрицательным.

Рисунок 1.25  
Вклады различных источников доходов в динамику потребления



гательной к потребительской модели поведения останется постепенным и при сохранении умеренно жесткого характера денежно-кредитной политики не будет нести инфляционных рисков. В результате годовой темп прироста расходов домохозяйств на конечное потребление во II квартале 2017 г. составит 0,6–1,1%.

На фоне происходившего восстановления потребительского спроса необходимость накопления запасов МОС постепенно сокращалась. По оценкам Банка России, на горизонте 2017 г. эта тенденция сохранится. При этом вклад изменения запасов МОС в динамику ВВП останется положительным, но будет меньше, чем в 2016 году.

Как и ранее, по оценкам Банка России, вклад чистого экспорта в годовой прирост ВВП в I квартале 2017 г. существенно сокра-

тился по сравнению с IV кварталом 2016 года. Это произошло в первую очередь в связи с заметным ростом физических объемов импорта на фоне восстановления экономической активности и укрепления рубля. При этом, как отмечалось, опережающими темпами рос инвестиционный импорт (как и кварталом ранее). В динамике экспорта в этот период также прослеживались повышательные тенденции. Заметно выросли экспортные поставки газа и нефтепродуктов на фоне повышения спроса со стороны турецких и европейских потребителей. Экспорт отдельных видов машин и оборудования также демонстрировал рост. Однако в целом рост экспорта отставал от увеличения импорта. Во II квартале 2017 г., по оценкам Банка России, вклад чистого экспорта в годовой прирост ВВП перейдет в отрицательную об-

ласть на фоне опережающего восстановления импорта с учетом отсутствия предпосылок для значимого и относительно быстрого расширения экспорта – как сырьевого на фоне сохранения ограничений по добыче, так и несырьевого.

С учетом обозначенных тенденций, по оценкам Банка России, во II квартале 2017 г. ВВП продолжит восстановление с годовым темпом прироста примерно 0,9–1,3%. Росту экономики наряду с благоприятной динамикой инвестиционной активности будет способствовать также постепенное восстановление потребительского спроса. При этом проводимая политика фискальной консолидации будет способствовать поддержанию устойчивости государственных финансов и не станет препятствовать дальнейшему восстановлению экономической активности в России.

## Инфляция

Инфляция в весенние месяцы продолжила снижаться. В апреле годовой темп прироста цен составил 4,1% в годовом выражении и остался на этом уровне в мае (рис. 1.26, 1.27). Месячный темп прироста потребительских цен с исключением сезонности снизился до 0,3%, что соответствует траектории базового прогноза Банка России. Годовая базовая инфляция, характеризующая динамику цен на основную массу товаров и услуг, за исключением позиций с волатильной ценовой динамикой и регу-

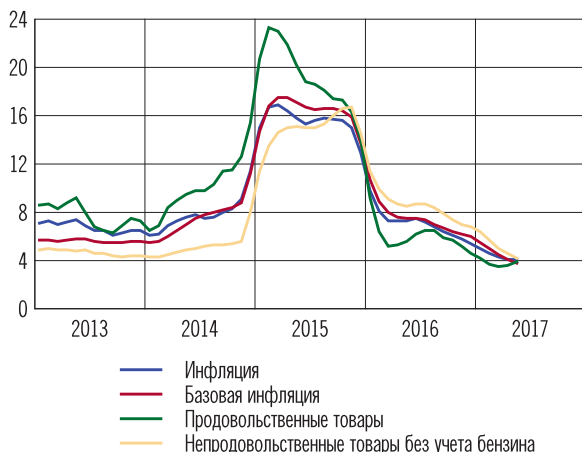
лируемыми ценами, продолжила замедляться и составила в мае 3,8%. Это указывает на ослабление краткосрочных инфляционных рисков.

В региональном разрезе сохранилась и стала более выраженной однородность дезинфляционных процессов (подробнее – см. приложение «Региональный анализ тенденций в компонентах инфляции»). Приостановка снижения инфляции в мае была связана с повышением цен на плодоовощную продукцию по сравнению с уровнем сопоставимого месяца прошлого года (после снижения в течение предыдущих шести месяцев). Некоторое повышение продовольственной инфляции соответствовало ожиданиям. Оно произошло в связи с исчерпанием запасов овощей прошлого урожая, а также, возможно, более поздней и продолжительной, чем в прошлом году, посевной кампанией на фоне неблагоприятных погодных условий (подробнее – см. врезку «Динамика цен на плодоовощную продукцию»). При этом темпы прироста цен на непродовольственные товары и услуги продолжили замедляться.

Средние темпы роста цен за скользящий год также продолжили снижаться в январе-мае до 5,6% после 7,1% в декабре 2016 года. Оценка инфляции за скользящий год существенно превышает стандартную годовую оценку, поскольку учитывает предыдущие достаточно высокие значения, однако позволяет оценить средний уровень инфляционного давления за весь прошедший год. По мере закрепления инфляции

Рисунок 1.26

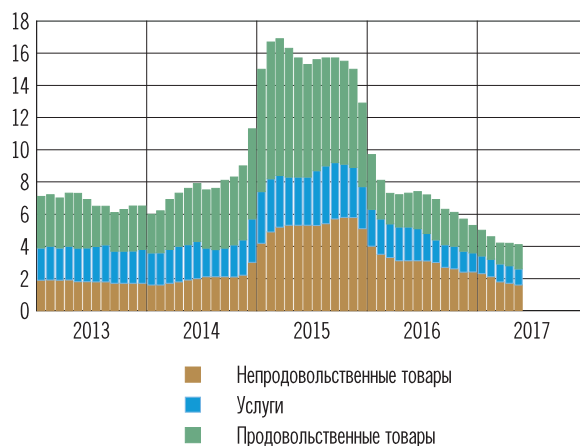
**Динамика цен на потребительские товары и услуги**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.27

**Вклад в инфляцию**  
(к соответствующему периоду предыдущего года, п.п.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

вблизи целевого уровня 4% оценка среднегодовой инфляции за скользящий год будет приближаться к оценке годовой инфляции.

Снижению темпов роста цен в весенние месяцы способствовала сдержанная динамика потребительского спроса. На фоне продолжающегося и приобретающего устойчивость восстановления потребительской активности вклад спросовых ограничений в замедление инфляции постепенно снижался. На горизонте 2017 г. динамика спроса продолжит ограничивать инфляцию. Этому будут способствовать постепенный переход от сберегательной к потребительской модели поведения, сохранение у населения стимулов к сбережениям и взвешенного подхода к риску, а также рост заработной платы, соответствующий по темпам повышению производительности труда.

Вклад в замедление инфляции в весенние месяцы также продолжало вносить снижение инфляционных ожиданий, приобретающее устойчивость (табл. 1.3). При этом их уровень все еще существенно превышал фактическую инфляцию. Для окончательного закрепления не только инфляции, но и инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня может потребоваться длительное время. При этом даже кратковременное повышение инфляционных ожиданий, в силу их инерционности, может внести негативный вклад в будущую динамику инфляции.

Важным фактором снижения инфляции оставалась динамика обменного курса рубля. Во многом благодаря укреплению рубля, происходившему с конца прошлого года на фоне оживления мировых сырьевых рынков, уменьшение темпов роста цен в первые месяцы 2017 г. опережало прогноз Банка России. Несмотря на некоторое сокращение масштаба укрепления рубля в марте-мае, его вклад в снижение инфляции сохранится и на горизонте ближайших месяцев благодаря отложенному характеру переноса динамики курса в цены.

Банк России, как и ранее, рассматривает ряд рисков для дальнейшей динамики инфляции на среднесрочном горизонте. Повышение волатильности на мировых товарных и финансовых рынках, в том числе в связи с неустойчивостью внешнеполитического фона на Ближнем Востоке, в дальнейшем может усилить внеш-

нее инфляционное давление и увеличить его перенос в темпы прироста цен в России. Кроме того, в связи с относительно высокими ценами на мировых сырьевых рынках сохраняются риски со стороны динамики цен производителей в нефтяном сегменте.

Также существуют риски краткосрочного повышения продовольственной инфляции, которое может оказать неблагоприятное влияние на инфляционные ожидания. По прогнозу Минсельхоза России, а также ряда аналитических центров и организаций, урожай зерна в стране в 2017 г. будет ниже прошлогоднего рекордного уровня. На ухудшение видов на урожай повлияли неблагоприятные погодные условия в период сева, а также ожидаемая поздняя уборочная кампания. Тем не менее прогнозируемый на 2017 г. уровень валового сбора зерна не ниже среднего значения за 2011–2015 годы. Уровень предложения, включая накопленные запасы, позволит обеспечить как внутренние потребности, так и экспортные поставки.

После весенних холодов ухудшились ожидания относительно урожая плодоовощной продукции. Тем не менее, по оценкам Минсельхоза России, возможные потери урожая овощей открытого грунта будут компенсированы дальнейшим расширением производства культур защищенного грунта на базе строительства новых теплиц и модернизации действующих. Однако в ближайшие месяцы более поздние поступления овощей, фруктов, картофеля нового урожая по сравнению с прошлым годом могут обусловить колебания годовой продовольственной инфляции.

В части внутренних экономических условий возможно возникновение рисков со стороны рынка труда, что связано с усилением структурного дефицита трудовых ресурсов. Это может спровоцировать чрезмерный рост заработных плат, опережающий увеличение производительности труда, что создаст дополнительное проинфляционное давление. Еще одним риском является ускоренный переход модели поведения домашних хозяйств от сберегательной к потребительской и, как следствие, резкое снижение склонности к сбережениям.

С учетом совокупности указанных факторов, принимая во внимание сохранение инфляции вблизи целевого уровня, продолжающееся сни-

жение инфляционных ожиданий и восстановление экономики, Совет директоров Банка России 16 июня 2017 г. принял решение снизить ключевую ставку до 9,00% годовых. При этом Банк России видит пространство для снижения клю-

чевой ставки во втором полугодии 2017 года. В дальнейшем, принимая решение, Банк России будет исходить из оценки инфляционных рисков, динамики инфляции и экономики относительно прогноза.

### Динамика цен на плодоовощную продукцию

В I квартале 2017 г. снижение инфляции происходило быстрее, чем прогнозировалось. Этому в значительной мере способствовала динамика цен на плодоовощную продукцию, которая за квартал подорожала лишь на 6,3%. Для начала года подобное значение является низким: в 2011–2014 гг. (период с достаточно умеренным ростом потребительских цен) средний темп удорожания плодоовощной продукции за январь–март составил 12,8%. По оценке с поправкой на сезонность, за первые три месяца текущего года фрукты и овощи подешевели (на 4,9%), тогда как остальные продукты питания подорожали (на 0,6%).

Существенный вклад в динамику цен на фрукты и овощи внесло заметное укрепление рубля в конце 2016 – начале 2017 года. Помимо этого фактора, цены на овощи, видимо, отражали влияние роста в 2016 г. предложения продукции защищенного грунта в сельскохозяйственных организациях, крестьянских (фермерских) хозяйствах и хозяйствах индивидуальных предпринимателей (на 14,0% по отношению к 2015 г.). Кроме того, более низкое, чем обычно, качество урожая овощей открытого грунта (из-за осенней непогоды), возможно, формировало стимулы к ускоренной распродаже запасов.

Их исчерпание привело к возобновлению в апреле-мае роста цен на овощи (с исключением сезонности). Картофель начал дорожать уже в марте. Это обусловило повышение годовой продовольственной инфляции (рис. 1.28). Тем не менее ее уровень остается низким, не препятствующим достижению цели по инфляции.

Неблагоприятные погодные условия в ряде российских регионов в период сева могут ухудшить виды на урожай, а также сместить графики сбора урожая по сравнению с прошлым годом, что приведет к колебаниям годовых темпов роста цен на плодоовощную продукцию и в целом продовольствие<sup>1</sup>. С другой стороны, сдерживать рост цен будут дальнейшее активное развитие тепличных хозяйств<sup>2</sup>, снятие эмбарго на поставку в Россию фруктов и овощей из Турции (за исключением томатов)<sup>3</sup>. Как ожидается, в среднем в ближайшие месяцы годовая продовольственная инфляция будет находиться вблизи апрельского уровня.

Рисунок 1.28

Темпы прироста цен на продовольственные товары и плодоовощную продукцию  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

<sup>1</sup> Необходимо отметить, что конъюнктура рынка овощей и фруктов чувствительна к шокам, что связано с преобладанием в структуре отечественного производства продукции открытого грунта, предложение которой зависит от погодных условий, а также с короткими сроками хранения, недостаточным развитием складского хозяйства, высокой долей импорта в зимне-весенний период. Результатом является высокая волатильность цен на плодоовощную продукцию. Так, по оценке, с исключением сезонного фактора их средний темп прироста за последние пять лет оценивается в 0,6%, а стандартное отклонение – в 3,8 процентного пункта. Это обуславливает и широкий доверительный интервал прогнозов ценовой динамики.

<sup>2</sup> По данным Минсельхоза России, по состоянию на 5 июня 2017 г. в целом по стране валовой сбор тепличных овощных культур превысил прошлогодний уровень на 42,2%.

<sup>3</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 2.06.2017 № 672.

Таблица 1.3

## Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2015			2016												2017									
		I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май				
<b>Инфляционные ожидания (абсолютные), %</b>																										
<b>Население</b>																										
	ФОМ	15,7	15,0	16,0	16,4	16,7	15,7	14,7	14,6	13,6	14,2	14,3	12,6	14,2	12,3	13,7	12,4	11,5	12,9	11,2	11,0	10,3				
	ФОМ (расчеты Банка России)	13,8	12,2	14,5	12,8	10,8	7,8	7,4	7,2	6,5	6,7	6,9	6,4	5,9	5,8	5,6	5,1	4,6	4,4	4,4	4,0	3,7	3,8			
<b>Профессиональные аналитики</b>																										
	Bloomberg									6,0	4,7	5,4	5,4	5,2	5,0	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,1	4,1	4,1			
	Интерфакс					6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,5	5,1	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,4	4,2	4,1	4,0			
	Рейтер										4,8	5,1	5,1	4,8	4,5	4,6	4,6	4,1	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1			
<b>Финансовые рынки</b>																										
	ОФЗ-ИН			6,4	5,8	6,2	6,1	5,4	5,2	5,0	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,8	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5	4,3	4,1			
	ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)			8,1	7,3	7,7	7,6	6,9	6,7	6,5	6,0	5,8	5,5	5,3	5,5	5,8	5,4	5,0	4,9	4,9	4,9	4,7	4,5			
	Рынок облигаций	10,6	15,0	14,1	14,2	—	—	12,0	—	—	6,9	—	—	7,2	—	—	6,6	—	—	—	5,5	—	—			
	Рынок МБК	14,8	17,1	15,0	13,6	—	—	9,9	—	—	5,3	—	—	5,4	—	—	5,6	—	—	4,4	—	—	—			
<b>Инфляционные ожидания (баланс ответов*)</b>																										
<b>Население</b>																										
	ФОМ	76	72	80	83	85	82	84	83	81	78	82	77	82	78	79	80	80	83	79	80	78				
	ФОМ	68	60	71	78	80	76	72	74	70	68	72	69	70	74	76	72	72	72	68	71	66				
<b>Предприятия</b>																										
	РЭБ	32	20	28	48	46	22	14	16	30	38	28	26	36	34	32	46	42	20	22						
	Банк России	14,8	12,7	12,1	17,3	15,6	13,6	12,4	11,5	11,5	12,1	10,1	9,9	10,4	10,1	11,5										
	Розничные цены (Росстат)	31	28	30	29	—	—	32	—	—	29	—	—	28	—	—	27	—	—	—	27					
	Тарифы (Росстат)	7	6	2	2	—	—	5	—	—	5	—	—	0	—	—	0	—	—	4						

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

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

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



## 2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Произошедшее в мае продление соглашения об ограничении добычи нефти (далее – соглашение) до марта 2018 г. не привело к изменению среднесрочного видения Банком России влияния внешних условий на макроэкономические параметры, однако послужило основанием для некоторой корректировки прогноза по сравнению с мартовским Докладом.

Стала несколько меньше неопределенность в оценке ситуации на мировых сырьевых рынках в ближайшем будущем, при этом повысилась вероятность закрепления цен на нефть вблизи текущих уровней до конца I квартала следующего года. Это окажет влияние на динамику ВВП в российской экономике, включая отдельные его компоненты, на среднесрочном горизонте. С учетом внутренних и внешних факторов Банк России рассматривает три сценария развития российской экономики. При этом, в отличие от предыдущих докладов, в текущий макроэкономический прогноз Банк России закладывает траекторию цены на нефть марки Urals в реальном выражении, то есть в ценах 2017 года<sup>1</sup>.

В базовом сценарии сохранен консервативный взгляд на формирование внешних условий на большей части прогнозного горизонта. В нем факторы внешнего характера не способствуют дополнительному ускорению восстановительных процессов в российской экономике, но и не оказывают на них значительного сдерживающего влияния. При принятии решения по ключевой ставке Банк России опирается главным образом на параметры базового сценария. При этом в двух других сценариях учитываются возможные развилки по внешнеэкономической ситуации и ее влиянию на восстановление российской экономики, а также соответствующие им траектории инфляции.

В сценарии с ростом цен на нефть факторы внутреннего и внешнего характера складываются таким образом, что способствуют относительно более быстрому, чем в базовом сценарии, восстановлению экономического роста и приближению его к потенциальному уровню, а также более быстрому снижению инфляции. Рисковый сценарий предполагает сильное снижение цен на нефть и в целом заметное ухудшение внешних условий, оказывающее негативное влияние как на скорость восстановления российской экономики, так и на динамику инфляции.

### Базовый сценарий

Корректировка предпосылок по ценам на нефть в базовом сценарии Банка России в связи с упомянутым выше продлением соглашения оказала влияние преимущественно на внутригодовую динамику нефтяных цен в 2017–2018 гг., в то время как их среднегодовой уровень в 2017 г. практически не изменился. С учетом существовавшей на момент выпуска мартовского Доклада неопределенности Банк России допускал постепенное снижение цены на нефть марки Urals во втором полугодии 2017 г. с уровня около \$50 за баррель до \$40 за баррель к концу года. Однако фактически наблюдаемая высокая дисциплина соблюдения соглашения странами-участницами, а также решение о его продлении, принятое в мае 2017 г., повысили вероятность сохранения относительно высоких цен на нефть в течение 2017 г. и первых месяцев следующего года.

Оценка дальнейшей динамики цен на энергоносители связана с рядом факторов неопределенности как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Со стороны спроса значимым риском является также заметное замедление роста потребления нефтепродуктов в Китае и Индии в связи с введением в этих странах экологических стандартов и возможным началом переключения на альтернативные

<sup>1</sup> При этом значение цены на нефть корректируется на уровень внешней инфляции, которая рассчитывается как взвешенная комбинация индексов потребительских цен США и еврозоны с весами пропорционально их долям в бивалютной корзине.

виды топлива. Это может оказать существенное понижательное давление на мировой спрос и цены. Со стороны предложения сохраняются риски ускоренного роста добычи на сланцевых месторождениях в США, а также восстановления объемов добычи в Ливии и Нигерии.

Указанные факторы в совокупности могут оказать заметное понижательное давление на мировые цены энергоносителей, при этом динамика их спроса и предложения в целом формирует неопределенность в отношении перспектив продления соглашения за горизонтом I квартала 2018 года. Кроме того, фактически произошедшее и ожидаемое снижение мировых запасов нефти может снизить стимулы к дальнейшему продлению соглашения в среднесрочной перспективе. С учетом этого Банк России предполагает сохранение цен на нефть вблизи текущих значений (около \$50 за баррель) до марта 2018 г. и их последующее снижение до уровня около \$40 за баррель в течение квартала с сохранением на достигнутом уровне на горизонте 2019–2020 гг. (подробнее – см. рис. 2.1, врезку «О факторах, влияющих на предпосылки по цене на нефть»).

Несмотря на существенную корректировку внутригодовой динамики, оценка среднегодового уровня цены на нефть на 2017 г. практически не изменилась по сравнению с базовым сценарием, представленным в мартовском Докладе. Это произошло в связи с некоторой коррекцией вниз цен на нефть в апреле-мае на фоне расширения добычи в США, объем которого превзошел ожидания. В результате фактически сложившийся в первом полугодии 2017 г. уровень цен на нефть оказался несколько ниже заложенного в мартовский прогноз Банка России, что по большей части компенсировало в прогнозе корректировку вверх уровня цен на второе полугодие 2017 г. в связи с продлением соглашения.

Умеренное по масштабам снижение цен на прогнозном горизонте будет способствовать сохранению относительно стабильной ситуации на сырьевых и товарных, а также финансовых рынках. В этих условиях глобальный спрос постепенно продолжит восстанавливаться. Агрегированный темп роста экономик стран – торговых партнеров России сложится на уровне около 2% в год или несколько выше,

Рисунок 2.1

## Условия торговли



что в целом согласуется с предыдущими оценками Банка России и прогнозами международных организаций<sup>2</sup>. При этом значимого внешнего инфляционного давления и его переноса во внутренние цены и инфляционные ожидания в России, как и ранее, не ожидается. Этому будет способствовать в том числе политика крупнейших мировых центральных банков по поддержанию инфляции вблизи целевых уровней мерами денежно-кредитной политики.

Наблюдаемое в апреле некоторое ускорение инфляции в еврозоне в случае его возобновления и перехода в тенденцию в дальнейшем может создать условия для постепенной нормализации денежно-кредитной политики ЕЦБ. Однако пока ЕЦБ воздерживается от сигналов о конкретных действиях в данном направлении.

Согласно заявлениям представителей ФРС, курс на нормализацию денежно-кредитной политики США продолжится. Вероятность ускоренной нормализации несколько снизило уменьшение инфляционных ожиданий на фоне появления сомнений относительно успешной реализации предвыборной программы Д. Трампа, а также наблюдаемое снижение темпов роста цен по широкому кругу товаров в весенние

<sup>2</sup> МВФ повысил прогноз роста мировой экономики на 0,1 п.п., до 3,5%, в 2017 г. и сохранил прежний прогноз роста на 3,6% в 2018 году. ОЭСР ожидает роста на уровне 3,5% (+0,2 п.п.) в 2017 г. и 3,6% в 2018 году. Всемирный банк прогнозирует рост мировой экономики на уровне 3,4% в 2017 г. и 3,6% в 2018 году.



## О факторах, влияющих на предпосылки по цене на нефть

По оценкам на основе данных Минэнерго США, добыча нефти в рамках договоренностей сократилась в мае 2017 г. по сравнению с октябрем 2016 г. как минимум на 1,6 млн баррелей в сутки<sup>1</sup>. За тот же период производство нефти и другого жидкого топлива в США увеличилось на 660 тыс. баррелей в сутки. Таким образом, снижение добычи в связи с выполнением соглашения пока перевешивает прирост производства в США. Благодаря договоренностям рынок почти сбалансировался (подробнее – см. врезку «О влиянии соглашения об ограничении добычи нефти на страны-участницы»), средняя цена нефти марки Urals выросла с \$43,5 за баррель в ноябре 2016 г. до более \$51 за баррель в январе-мае 2017 года.

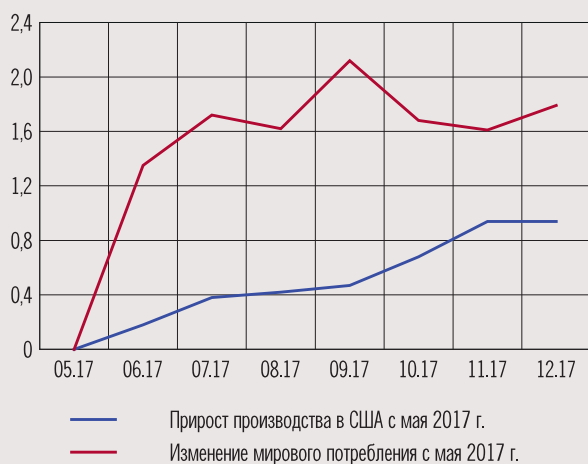
Для дальнейшей стабилизации рынка, то есть снижения мировых запасов до средних за последние пять лет значений, страны ОПЕК и вне ОПЕК 25 мая 2017 г. продлили соглашение об ограничении добычи на 9 месяцев начиная с 1 июля 2017 года. Это дольше, чем допускалось при его заключении (на 6 месяцев). Оно окажет поддержку цене на нефть и является основанием для корректировки вверх цены нефти в базовом и рисковом сценариях. В базовом сценарии ожидается, что цена нефти марки Urals в 2017 г. сохранится около \$50 за баррель, то есть вблизи уровня января-мая.

При корректировке цены на нефть в базовом сценарии учитывалось, что восстановление добычи на сланцевых месторождениях в США происходит более быстрыми темпами, чем ожидалось, в условиях роста буровой активности и инвестиций. На этом фоне аналитические организации пересмотрели вверх прогноз добычи в США. Управление по информации в области энергетики Минэнерго США теперь ожидает прирост производства нефти и другого жидкого топлива в США за текущий год на 1,2 млн баррелей в сутки больше, чем год назад, при сопоставимом прогнозе цены на нефть на 2017 год<sup>2</sup>. ОПЕК и МЭА также в мае повысили прогнозы увеличения добычи в США. Принимая во внимание этот фактор, в сценарии с положительной ценовой динамикой на рынке нефти уровень среднегодовой цены в 2017–2018 гг. понижен на 7%.

Вместе с тем, по прогнозу Минэнерго США, прирост мирового спроса в декабре 2017 г. по сравнению с маем еще на 1,8 млн баррелей в сутки превзойдет увеличение производства в США на 0,9 млн баррелей

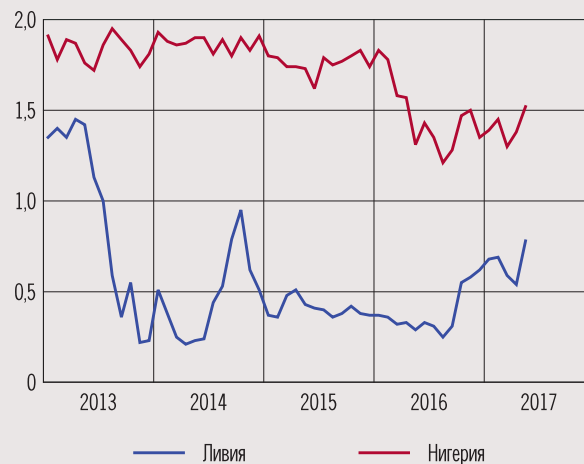
Рисунок 2.2

**Прирост мирового потребления нефти и другого жидкого топлива превзойдет расширение производства в США**  
(млн б/д)



Источник: Управление по информации в области энергетики Минэнерго США.

**Добыча сырой нефти в странах – членах ОПЕК, не попадающих под ограничения, восстанавливается**  
(млн б/д)



Источник: Управление по информации в области энергетики Минэнерго США.

<sup>1</sup> Учитывается изменение добычи сырой нефти членами ОПЕК, за исключением Ливии и Нигерии, и производства нефти и другого жидкого топлива в России, Мексике, Азербайджане, Экваториальной Гвинее, Казахстане, Малайзии, Омане и Южном Судане. Для Анголы – изменение по сравнению с сентябрем 2016 года. Не учтено производство таких стран – участниц договоренностей, как Бруней-Даруссалам, Бахрейн и Судан.

<sup>2</sup> В июне 2017 г. Минэнерго США при среднегодовой цене нефти марки Brent \$52,7 за баррель прогнозировало увеличение производства в США в декабре 2017 г. к декабрю 2016 г. на 1,6 млн баррелей в сутки, а в июне 2016 г. при цене \$51,8 за баррель – расширение производства в США за тот же период на 0,4 млн баррелей в сутки.

в сутки и мирового предложения на 1,4 млн (рис. 2.2). МЭА и ОПЕК также ожидают более значительного прироста мирового потребления нефти по сравнению с расширением производства вне ОПЕК в 2017 году. Поэтому с учетом совокупности факторов понижательного давления на динамику цен на нефть не ожидается.

В то же время фактором риска для предпосылок по цене на нефть является восстановление добычи в Ливии и Нигерии (рис. 2.2), на которые не распространяются ограничения производства в рамках соглашения.

В мае 2017 г., по данным Минэнерго США, добыча сырой нефти в Ливии увеличилась до максимума с 2014 г. – почти 800 тыс. баррелей в сутки, то есть на 245 тыс. баррелей с апреля 2017 года. Ее росту способствовали снятие блокады в конце апреля с крупнейшего в стране нефтяного месторождения El Sharara мощностью 330 тыс. баррелей в сутки и восстановление добычи на месторождении El Feel мощностью до 90 тыс. баррелей в сутки. Объем недопоставок в мае из Ливии Минэнерго США оценивало в 520 тыс. баррелей в сутки. Вместе с тем МЭА отметило, что увеличение добычи Ливии к августу до 1,1 млн баррелей в сутки сложнодостижимо. Политическая нестабильность, нанесенный из-за вооруженных конфликтов ущерб нефтяной инфраструктуре и нехватка инвестиций сдерживают восстановление производства. В начале июня добыча нефти в стране упала почти на четверть, до около 600 тыс. баррелей в сутки после закрытия месторождения El Sharara из-за забастовки рабочих.

Добыча сырой нефти в Нигерии, по данным Минэнерго США, в мае продолжила расти, увеличившись за месяц на 140 тыс., до 1,52 млн баррелей в сутки, в связи с окончанием технического обслуживания на шельфовом месторождении Bonga. Поддерживает добычу и возобновление работы экспортного терминала Forcados. В МЭА отметили, что наливные сооружения мощностью 200 тыс. баррелей в сутки были закрыты в 2016 г. в связи с военными действиями. Ситуация улучшилась после активизации переговоров правительства с лидерами региона дельты реки Нигер, претендовавшими на более значительную долю в доходах от нефти. По оценкам Минэнерго США, объем недопоставок из Нигерии в мае составил 360 тыс. баррелей в сутки.

Вероятность реализации риска быстрого восстановления добычи ограничена. Вместе с тем в случае урегулирования конфликтов страны могут существенно нарастить производство: совокупный объем недопоставок из Ливии и Нигерии Минэнерго США в мае оценивало в 880 тыс. баррелей в сутки. Данный риск учитывается в рисковом сценарии.

месяцы. С учетом этого Банк России, как и ранее, исходит из предпосылки о трех повышении ставки ФРС США в 2017 г. (включая уже произошедшие повышения в марте и июне), что в целом соответствует ожиданиям рынка.

Политика ФРС США продолжит оказывать влияние на мировые финансовые рынки и потоки капитала в среднесрочной перспективе. При этом наряду с изменением процентной политики, которое в целом уже заложено в ожиданиях участников рынка, в среднесрочной перспективе возможно начало процесса сокращения баланса ФРС США. Согласно заявлениям представителей ФРС, планируется поэтапно ограничивать объем реинвестирования поступлений от погашаемых ценных бумаг в новые казначейские облигации. Это может оказать повышательное давление на доходности указанных бумаг, а также привести к укреплению доллара США к основным мировым валютам и снижению притока капитала в СФР. Данные

факторы могут привести к повышению премии за риск для СФР, в том числе для России. Однако, по оценкам Банка России, оно будет небольшим в силу постепенного характера планируемого изменения баланса ФРС США, а также его умеренных объемов. С учетом этого, а также принимая во внимание умеренные темпы нормализации процентной политики ФРС США, в среднесрочной перспективе привлекательность вложений в активы СФР, включая Россию, сохранится. По оценкам Банка России, до конца 2017 г. премия за риск для России останется вблизи текущего уровня (около 150 б.п.) на фоне относительно стабильной конъюнктуры мировых рынков. Под влиянием снижения цен на нефть в 2018 г. уровень CDS может возрасти до 200 б.п., однако по мере стабилизации ситуации на сырьевых рынках возобновит снижение и в среднесрочной перспективе вернется к уровню 2017 года.

Чистый отток частного капитала в 2017 г. сложится вблизи уровня 2016 г., после чего несколько сократится за счет менее значительного наращивания иностранных активов на фоне снижения цен на нефть в 2018 г. (подробнее – см. табл. 2.2, приложение «Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы»). На среднесрочном горизонте чистый отток частного капитала стабилизируется на уровне около \$14 млрд, при этом приток зарубежных инвестиций в Россию будет частично компенсировать расширение спроса российских компаний на иностранные активы. Проведение операций Минфина России по покупке валюты с целью пополнения суверенных фондов будет оказывать поддержку динамике резервных активов в 2017–2018 годах. В дальнейшем на прогнозном горизонте их заметного изменения не ожидается.

Формирование внутренних финансовых условий, как и ранее, будет происходить под влиянием умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России. По мере закрепления инфляции вблизи целевого уровня 4% и снижения инфляционных ожиданий Банк России будет постепенно уменьшать степень жесткости денежно-кредитной политики. При этом, как и ранее, решения Банка России в отношении скорости снижения ключевой ставки будут направлены на поддержание ценовой стабильности и улучшение инвестиционного климата внутри страны, не создавая препятствий для сбалансированного роста экономики. По мере уменьшения жесткости денежно-кредитных условий номинальные ставки также будут снижаться. В условиях снижения ставок по депозитам норма сбережений продолжит постепенно уменьшаться, сопровождая плавный переход от сберегательной к потребительской модели поведения. Однако сохранение в целом консервативного взгляда населения на будущее и умеренно жестких денежно-кредитных условий, как и ранее, будет оказывать сдерживающее влияние на скорость восстановления потребления. При этом, согласно базовому прогнозу Банка России, расходы на конечное потребление начнут расти быстрее реальной заработной платы только в 2019–2020 гг., когда ставки по депозитам снизятся, а экономика перейдет к устойчивому росту.

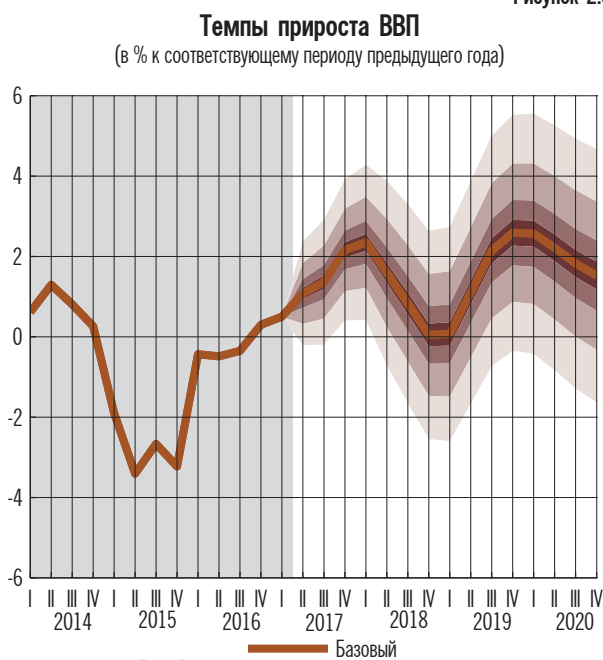
Постепенное восстановление экономической активности будет содействовать улучшению качества кредитных портфелей банков, создавая условия для смягчения требований к заемщикам и других неценовых условий кредитования. При этом сохранение консервативной политики банков позволит им принимать взвешенные решения, отдавая предпочтение наиболее надежным заемщикам и избегая риска, что будет поддерживать устойчивость банковского сектора и способствовать сохранению финансовой стабильности в экономике в целом. В случае накопления рисков на отдельных сегментах рынка Банк России будет нивелировать их, в том числе с использованием макропруденциальных мер.

В этих условиях кредитная активность будет восстанавливаться постепенно, не создавая дополнительных инфляционных рисков. По оценкам Банка России, темп прироста кредита<sup>3</sup> экономике со стороны банковского сектора в 2017 г. оценивается на уровне 5–7%, что в целом соответствует прогнозу, опубликованному в предыдущем Докладе (табл. 2.1). В среднесрочной перспективе темпы прироста кредита экономике выйдут на устойчивый уровень 7–10%, что соответствует мартовскому прогнозу Банка России. При этом расширение кредитной активности будет поддерживаться восстановлением реальных доходов и не создаст рисков для ценовой и финансовой стабильности в российской экономике.

Увеличение кредита экономике будет одной из ключевых составляющих динамики денежных агрегатов. Положительный вклад в рост денежной массы в национальном определении также продолжит вносить динамика чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы в связи с финансированием дефицита бюджета на большей части прогнозного горизонта. По оценкам Банка России, в 2017 г. денежная масса увеличится на 9–12% к предыдущему году. К концу про-

<sup>3</sup> Приведенные здесь и далее оценки темпа прироста кредита экономике представляют собой оценки темпов прироста требований банковского сектора к организациям и населению, что несколько шире, чем кредитный портфель банков, поскольку включает также облигации, векселя, акции, требования, связанные с проведением банковских расчетов, и так далее.

Рисунок 2.3



гнозного горизонта темпы роста денежной массы приблизятся к темпам роста кредита экономике в связи с постепенным сокращением дефицита бюджета<sup>4</sup>.

Расширение кредитной активности, наряду с постепенным улучшением настроений и ростом доходов, будет поддерживать восстановительные процессы в российской экономике, при этом рост денежных агрегатов будет обеспечивать необходимое количество трансакций, не создавая дополнительного инфляционного давления. В этих условиях восстановление экономической активности продолжится. В 2017 г. темп прироста ВВП приблизится к оценке среднесрочного потенциала российской экономики и составит 1,3–1,8% в годовом выражении, что несколько выше мартовского прогноза. Коррекция вверх связана с более уверенным и продолжительным восстановлением экономической активности на фоне сохранения относительно высоких цен на нефть в течение всего 2017 года. В дальнейшем на фоне некоторого ухудшения внешних условий экономический рост временно замедлится до 1,0–1,5%, однако уже в 2019 г. восстановится до 1,5–2,0% (рис. 2.3). Непродолжительная и незначительная коррек-

ция роста на фоне ухудшения внешних условий связана с постепенным повышением устойчивости экономики к внешним шокам и снижением чувствительности к колебаниям конъюнктуры сырьевых рынков. Этому во многом будет способствовать окончательное закрепление в законе бюджетного правила, переходный механизм которого применяется Минфином России с февраля 2017 года. Кроме того, накопленный положительный эффект от уже произошедшего восстановления в 2016–2017 гг. будет оказывать поддержку динамике экономики в среднесрочной перспективе. При этом возможности для более быстрого, чем ожидается, увеличения темпов экономического роста, как и ранее, будут определяться структурными факторами.

Взгляд на структуру экономического роста на прогнозном горизонте также в целом не изменился по сравнению с предыдущим Докладом. Корректировка прогноза темпов прироста отдельных компонент совокупного выпуска во многом связана с уточнением данных Росстата о разбивке ВВП по элементам использования за 2016 год.

Восстановительные процессы в экономике, наряду с постепенным смягчением условий банковского кредитования и расширением возможностей для использования кредита в качестве источника финансирования инвестиций, будут оказывать поддержку инвестиционному спросу. По оценкам Банка России, годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2017 г. сложится в диапазоне 2,3–2,8%, что соответствует мартовскому прогнозу Банка России. Восстановление запасов материальных оборотных средств (МОС) в 2017 г. продолжится, но будет менее активным, чем предполагалось ранее. Снижение цен на нефть в 2018 г. может оказать некоторое временное влияние на настроения предприятий и оценку ими перспектив дальнейшей динамики спроса на их продукцию, в результате чего темп прироста валового накопления основного капитала в 2018–2019 гг. замедлится до 1,0–1,5%. В дальнейшем в отсутствие сильных внешних шоков компании постепенно адаптируются к сложившимся условиям, и рост инвестиционной активности возобновится годовым темпом 2,3–2,8%. При этом вклад прироста

<sup>4</sup> Бюджетная политика будет направлена на фискальную консолидацию с постепенным сокращением дефицита федерального бюджета до 3, 2 и 1% в 2017, 2018 и 2019 гг. соответственно.

запасов МОС в динамике валового накопления в 2019–2020 гг. будет постепенно уменьшаться.

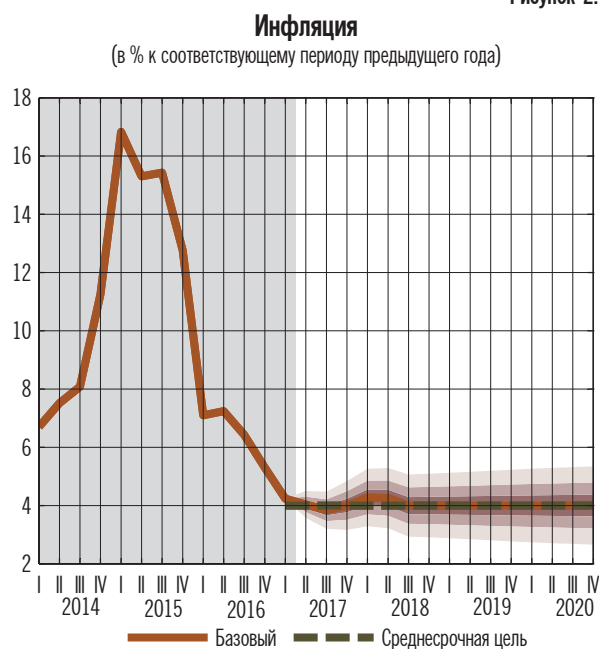
Восстановление производственной активности и улучшение настроений предприятий окажут поддержку спросу на труд. При этом закрепление инфляции вблизи целевого уровня будет способствовать продолжению роста реальной заработной платы на 1,5–2,3%, а также постепенному восстановлению реальных располагаемых доходов населения на среднесрочном горизонте. Наряду с улучшением настроений потребителей это будет способствовать дальнейшему восстановлению спроса.

Согласно прогнозу Банка России, расходы на конечное потребление домашних хозяйств в 2017–2018 гг. будут расти умеренным темпом 1,5–2,2%. Прогноз на 2017 г. несколько скорректирован вниз по сравнению с мартовским Докладом (2,0–2,5%) с учетом уточнения данных Росстата о динамике потребительской активности в 2016 году<sup>5</sup>. В дальнейшем на прогнозном горизонте темпы прироста расходов на конечное потребление домохозяйств несколько ускорятся, до 2,0–3,5%, что в целом соответствует мартовскому прогнозу. При этом расширение потребительской активности будет несколько более устойчивым, чем динамика инвестиций. Создание благоприятных условий для здорового роста потребления во многом будет обеспечено политикой Банка России по закреплению инфляции вблизи целевого уровня 4%. При этом проводимая Минфином России политика фискальной консолидации продолжит способствовать поддержанию устойчивости государственных финансов, не препятствуя дальнейшему восстановлению экономической активности в России.

В то же время умеренно жесткие денежно-кредитные условия и положительные реальные процентные ставки в экономике, как ожидается, будут поддерживать стремление населения к формированию сбережений. Сохранение сберегательной модели поведения населения окажет некоторое сдерживающее влияние на скорость восстановления потребления. Кроме того, постепенный характер смягчения банками условий кредитования, наряду с их консерватив-

<sup>5</sup> Это обусловлено эффектом базы в связи с пересмотром вверх оценки Росстата по темпу прироста расходов на конечное потребление домохозяйств в 2016 году.

Рисунок 2.4



Источник: расчеты Банка России.

ным отношением к выбору заемщиков, будет способствовать взвешенному подходу населения к заимствованию.

Постепенное восстановление потребительской активности будет оказывать поддержку спросу населения в том числе и на импортные товары. Прогноз на 2017 г. увеличения физических объемов импорта в годовом выражении, как и прогноз расходов на конечное потребление домохозяйств, несколько скорректирован вниз по сравнению с предыдущим Докладом, до 7,0–7,5% (в мартовском Докладе – 8,2–8,7%). Это обусловлено в том числе более сдержанным восстановлением потребления, а также эффектом более высокой базы 2016 г. по сравнению с первой оценкой Росстата.

Годовой прирост физических объемов экспорта на прогнозном горизонте также будет умеренным. В 2017 г. он сложится в диапазоне 2,5–3,0%, что несколько выше мартовского прогноза Банка России на фоне благоприятной фактической динамики в начале 2017 года<sup>6</sup>. В дальнейшем, по оценкам Банка России, годовой темп прироста физических объемов экспорта несколько замедлится под влиянием структурных ограничений со стороны имеющихся мощностей в российской экономике и составит 0,5–1,0% на горизонте 2018–2020 годов. При этом вклад чистого экспорта в годовой прирост

<sup>6</sup> По оценкам на основе данных Федеральной таможенной службы России.



ВВП, как ожидается, выйдет в отрицательную зону уже во II квартале 2017 г. и останется там в среднесрочной перспективе.

На фоне сохранения относительно высоких цен на нефть в 2017 г. расширение экспорта в стоимостном выражении будет опережать увеличение стоимости импорта, что обусловит рост профицита торгового баланса и текущего счета. Под влиянием снижения нефтяных цен в 2018–2019 гг. положительное сальдо внешней торговли и текущего счета заметно сократится, а в 2020 г. на фоне неизменных в реальном выражении цен на нефть профицит текущего счета стабилизируется на уровне немного ниже \$10 млрд.

В условиях постепенного восстановления экономической активности и повышения устойчивости экономики к внешним шокам инфляция достигнет целевого уровня 4% в 2017 году. В дальнейшем Банк России мерами денежно-кредитной политики будет поддерживать темпы роста цен вблизи 4% (рис. 2.4). При этом не исключено, что в отдельные периоды года они могут сложиться как несколько ниже, так и несколько выше 4% под влиянием факторов временного характера, что в целом характерно для динамики экономических показателей. Средняя инфляция за скользящий год также будет формироваться вблизи 4%.

Замедлению инфляции на прогнозном горизонте будет способствовать постепенный характер восстановления потребительской активности на фоне плавного перехода от сберегательной к потребительской модели поведения населения. Вклад спросовых ограничений в инфляцию некоторое время останется отрицательным и на прогнозном горизонте будет постепенно приближаться к нулю.

Рост затрат в экономике будет умеренным и не окажет дополнительного проинфляционного давления. Этому будут способствовать также умеренные темпы индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий.

Поддержание инфляции около 4% будет способствовать дальнейшему снижению инфляционных ожиданий и их закреплению на устойчиво низком уровне, близком к фактической инфляции. Снижение инфляционных ожиданий является одной из важных задач Банка России

по поддержанию ценовой стабильности и в целом предсказуемости внутренних экономических условий.

С учетом указанных факторов для поддержания инфляции вблизи целевого значения 4% Банк России продолжит проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

## Сценарий с ростом цены на нефть

В рамках сценария с ростом цен на нефть предполагается сохранение стимулов к продлению договоренности об ограничении добычи странами – экспортерами нефти на всем прогнозном горизонте. В совокупности с более быстрым восстановлением глобального спроса, чем в базовом сценарии, это окажет поддержку ценам на энергоносители, а также будет способствовать повышению оптимизма на мировых товарных и финансовых рынках. Вместе с тем на фоне более быстрого, чем предполагалось ранее, расширения добычи в США предпосылки по цене на нефть в 2018 г. несколько скорректированы вниз по сравнению с мартовским Докладом. В результате цена на нефть марки Urals, как ожидается, сложится на уровне около \$55 за баррель в 2018 г. и будет постепенно расти до \$60 за баррель на оставшейся части прогнозного горизонта.

В условиях дальнейшего восстановления спроса в мировой экономике возможно некоторое ускорение инфляционных процессов в крупнейших странах и повышение вероятности более быстрой нормализации денежно-кредитной политики крупнейшими мировыми центральными банками. Вместе с тем сохранение в развитых странах в целом относительно низких процентных ставок и ограниченные масштабы их возможного повышения, а также общее улучшение настроений инвесторов в мировой экономике будут поддерживать интерес к рисковому активу и способствовать увеличению притока капитала в СФР, включая Россию.

Указанные факторы, как ожидается, будут способствовать улучшению условий внешних заимствований для российских компаний, а также формированию более крепкого, чем в базовом сценарии, курса рубля. Это создаст предпосылки для более быстрого смягчения де-

нежно-кредитных условий, а также будет содействовать более динамичному улучшению настроений предприятий и восстановлению производственной и инвестиционной активности в экономике. Повышение оптимизма в реальном секторе экономики окажет поддержку динамике реальных заработных плат и доходов, способствуя более быстрому и устойчивому, чем в базовом сценарии, восстановлению потребительской активности.

Вместе с тем ожидается, что восстановление потребительского спроса, как и ранее, не будет опережать по темпам оживление в производственном секторе. Этому будет способствовать сохранение стимулов к сбережениям на фоне постепенного снижения инфляционных ожиданий, способствующего поддержанию положительных реальных процентных ставок в экономике.

Увеличение физических объемов импорта, как и в базовом сценарии, будет опережать рост экспорта на прогнозном горизонте. При этом вклад чистого экспорта в экономическую динамику останется отрицательным. На фоне роста цен на нефть сальдо торгового баланса и текущего счета будут расти. Рост доходов в экономике расширит возможности для приобретения иностранных активов, что в сочетании с ростом поступлений валюты от экспортной выручки будет способствовать оттоку капитала. Чистый отток частного капитала сложится на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, и будет постепенно снижаться на прогнозном горизонте. При этом более значительное, чем в базовом сценарии, приобретение иностранной валюты Минфином России приведет к росту международных резервов на протяжении всего прогнозного периода. В бюджетной политике, как и в базовом сценарии, будет происходить фискальная консолидация. При этом дефицит федерального бюджета может снижаться несколько быстрее, чем планировал Минфин России, в связи со значительными налоговыми поступлениями на фоне относительно более быстрого, чем в базовом сценарии, восстановления экономики.

В 2017 г. динамика экономики и инфляции будет в целом соответствовать оценкам базового сценария. В дальнейшем благодаря более активному оживлению инвестиционного и по-

требительского спроса по сравнению с базовым сценарием экономический рост может сложиться выше и приблизиться к потенциальному уровню 1,5–2,0% уже в 2018 году. При этом, как и в базовом сценарии, более высокий рост, чем ожидается, возможен в случае успешного проведения структурных преобразований в экономике.

В этих условиях мерами денежно-кредитной политики инфляция будет поддерживаться вблизи цели на всем прогнозном горизонте. В сценарии с ростом цен на нефть Банк России не исключает несколько более быстрого, чем в базовом сценарии, снижения ключевой ставки. При этом, как и в базовом сценарии, будет поддерживаться степень жесткости денежно-кредитной политики, необходимая для закрепления инфляции вблизи целевого уровня и снижения инфляционных ожиданий.

## Рисковый сценарий

В рамках рискового сценария предполагается заметное ухудшение внешних условий не только в части динамики сырьевых рынков, но и в части перспектив восстановления глобального спроса. Под влиянием быстрого и заметного по масштабам роста объемов экспорта нефти из Ливии и Нигерии, с одной стороны, а также в условиях замедления экономического роста в Китае и значительно более слабого спроса на рынке энергоносителей, с другой стороны, цены на нефть будут постепенно снижаться уже с середины текущего года и к середине следующего года достигнут уровня около \$25 за баррель. В этих условиях стимулы к продлению соглашения за горизонтом I квартала 2018 г. могут уменьшиться, что приведет к стабилизации цен на нефть вблизи \$25 за баррель в среднесрочной перспективе.

Ухудшение внешних условий в данном сценарии приведет к снижению привлекательности заимствований на внешних рынках и росту стоимости обслуживания долга для компаний. При этом премия за риск будет повышаться, что в том числе приведет к увеличению оттока капитала из России и ослаблению рубля.

В этих условиях может заметно возрасти стоимость импортного оборудования и потребительских товаров, что наряду с ухудшением



настроений может оказать существенное негативное влияние на инвестиционный и потребительский спрос. В результате темпы экономического роста сложатся заметно ниже, чем в базовом сценарии. При этом замедление может начаться уже с середины 2017 года. Потребительская активность также будет уменьшаться. Однако в целом падение потребления может быть не столь значительным, как ранее, во многом благодаря более предсказуемым ценовым и финансовым условиям, а также устойчивости государственных финансов и в целом менее значительной чувствительности экономики к внешним шокам. Постепенное восстановление экономического роста начнется во втором полугодии 2018 г., при этом в среднесрочной перспективе темп прироста ВВП приблизится к потенциальному уровню и в дальнейшем будет определяться структурными факторами.

Под влиянием повышенных инфляционных ожиданий снижение инфляции в конце 2017 – начале 2018 г. может несколько приостановиться, при этом не исключено, что темпы инфляции могут временно превысить уровень 4% уже в 2017 году. Однако на фоне восстановительных процессов на горизонте года годовой темп прироста цен вернется к целевому уров-

ню. В случае заметного ухудшения внешних условий не исключено проведение более жесткой денежно-кредитной политики. Банк России будет выбирать необходимую степень жесткости с учетом совокупности внутренних и внешних экономических условий, а также рисков для ценовой, финансовой стабильности и перспектив восстановления экономики.

## Риски среднесрочного прогноза

В числе ключевых рисков для поддержания ценовой стабильности и восстановительных процессов в дальнейшем в российской экономике Банк России, как и ранее, рассматривает характер дальнейшей динамики инфляционных ожиданий, а также отношение населения к потреблению и сбережению.

Во-первых, несмотря на постепенное снижение инфляционных ожиданий, для окончательного закрепления их вблизи целевого уровня инфляции может потребоваться длительное время. Это объясняется в том числе повышенной чувствительностью инфляционных ожиданий к проинфляционным факторам, даже временного характера.

Таблица 2.1

### Основные параметры базового сценария прогноза Банка России

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

	2016 (факт)	2017	2018	2019	2020
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	50	42	42	42
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	5,4	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	6,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	-0,2	1,3-1,8	1,0-1,5	1,5-2,0	1,5-2,0
Расходы на конечное потребление	-3,5	1,3-1,8	1,0-1,5	1,5-2,0	2,5-3,0
– домашних хозяйств	-4,5	1,7-2,2	1,5-2,0	2,0-2,5	3,0-3,5
Валовое накопление	1,5	4,0-5,0	1,0-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5
– валовое накопление основного капитала	-1,8	2,3-2,8	1,0-1,5	1,0-1,5	2,3-2,8
Чистый экспорт	20,7	-(17,4-12,9)	-(3,0-2,0)	-(7,5-3,0)	-(7,5-3,0)
– экспорт	3,1	2,5-3,0	0,5-1,0	0,5-1,0	0,5-1,0
– импорт	-3,8	7,0-7,5	1,0-1,5	2,0-2,5	2,0-2,5
Денежная масса в национальном определении	9,2	9-12	9-12	10-13	8-11
Денежная база в узком определении	3,8	3-7	3-7	4-8	4-8
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	-0,6	5-7	5-7	7-10	7-10

Таблица 2.2

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

	2016 (факт)	2017	2018	2019	2020
<b>Счет текущих операций</b>	<b>25</b>	<b>37</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
Торговый баланс	90	105	82	80	85
<i>Экспорт</i>	282	323	309	308	318
<i>Импорт</i>	-192	-219	-226	-228	-233
Баланс услуг	-24	-26	-27	-29	-30
<i>Экспорт</i>	51	55	58	58	60
<i>Импорт</i>	-74	-82	-85	-86	-90
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-42	-42	-44	-47
Счет операций с капиталом	-1	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	3	9	6	6	6
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-19	-19	-11	-14	-14
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-8</b>	<b>-27</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

\* В знаках РПБ5.

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

Во-вторых, снижение стимулов к сбережениям в случае более быстрого, чем ожидается, восстановления склонности банков и заемщиков к риску может привести к опережающему росту кредита относительно доходов и накоплению дисбалансов на отдельных сегментах рынка.

В-третьих, как уже было отмечено в разделе «Макроэкономические условия», возможно возникновение рисков, связанных с усилением структурных диспропорций на рынке труда. Дальнейшее расширение дефицита трудовых ресурсов в ряде отраслей может спровоцировать чрезмерный рост заработных плат, опережающий увеличение производительности труда, что создаст дополнительное проинфляционное давление. Кроме того, отсутствие работников необходимой квалификации может также послужить фактором, ограничивающим потенциал восстановления производства.

В случае реализации сценария с ростом цен на нефть снижение дефицита бюджета возможно несколько быстрее, чем предполагает действующий принцип фискальной консолидации

Минфина России, что может создать стимулы к дополнительному увеличению бюджетных расходов и, как следствие, проинфляционному давлению в экономике. Обсуждаемый в настоящее время в Минфине России нефтегазовый налоговый маневр также все еще является фактором неопределенности при подготовке прогноза и может внести вклад в повышение инфляции на прогнозном горизонте. По мере появления определенности в части параметров маневра и сроков его введения Банк России будет учитывать данный фактор при подготовке прогноза.

При возникновении тех или иных рисков может потребоваться проведение более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с той, что закладывается в сценарии Банка России. Кроме того, в случае появления признаков дисбаланса на отдельных сегментах финансового рынка Банк России будет готов применить меры макропруденциальной политики с целью нивелировать риски для ценовой и финансовой стабильности в экономике.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Динамика основных статей платежного баланса России в I квартале 2017 года

В I квартале 2017 г. профицит текущего счета впервые с 2015 г. увеличился к соответствующему кварталу предыдущего года за счет улучшения состояния торгового баланса.

По сравнению с I кварталом 2016 г.<sup>1</sup> стоимостный объем экспорта товаров увеличился на 36%, что значительно превысило рост импорта в основном благодаря повышению мировых цен на нефть в условиях добросовестного выполнения договоренностей стран-экспортеров. Другие сырьевые товары, которые являются основой российского экспорта, также за год подорожали. Цена на природный газ в Европе поднялась на фоне невысоких запасов, проблем с атомной энергией во Франции в I квартале 2017 года. Мировые цены на уголь и ключевые экспортные металлы продолжали оставаться существенно выше низкого уровня предыдущего года<sup>2</sup>.

Физический объем экспорта энергоносителей все еще превышал уровень I квартала 2016 г. благодаря расширению производства осенью прошлого года, до вступления в силу соглашения о сокращении добычи нефти. По данным ФТС России, экспорт нефти и нефтепродуктов вырос на 3% за счет увеличения поставок на основные рынки – европейский и китайский<sup>3</sup>. Существенное сокра-

щение экспорта нефти в Республику Беларусь в I квартале 2017 г. носило временный характер. В апреле были урегулированы разногласия в нефтегазовой сфере, подписаны документы о расширении экспорта нефти России в Республику Беларусь до 24 млн т в 2017 г. с 18 млн т в 2016 г., а Беларусь полностью погасила долг за поставки российского газа. Физический объем экспорта природного газа из России в I квартале 2017 г. вырос на 10%, причем полностью за счет Европы. ЕС<sup>4</sup> в последние годы увеличивает объемы приобретаемого за рубежом газа на фоне снизившихся ранее цен на газ и сокращения внутренней добычи. В результате доля нефти, нефтепродуктов и природного газа в совокупности в стоимостном объеме экспорта товаров увеличилась с 54% в I квартале 2016 г. до 60% в I квартале 2017 года.

Годовые темпы прироста стоимостного объема импорта товаров в Россию повысились с 9% в IV квартале 2016 г. до 25% в I квартале 2017 г. на фоне ускорения роста российской экономики и более значительного годового укрепления рубля, чем в предыдущем квартале. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам в I квартале вырос на треть. Согласно оценкам на основе данных ФТС России, увеличение импорта почти на 80% обеспечивалось за счет инвестиционных и промежуточных<sup>5</sup> товаров на фоне усиления деловой активности в промышленности. Импорт инвестиционных товаров в I квартале вырос на 25%, промежуточных – на 37%. Хотя импорт расширился почти по всем основным товарным группам, около половины его прироста, по данным ФТС России, обеспечивало увеличение на 29% ввоза машин, оборудования и транспортных средств.

<sup>1</sup> Далее приводятся изменения к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

<sup>2</sup> В I квартале 2017 г. по сравнению с I кварталом 2016 г. цена на нефть марки Urals поднялась на 62%. Цена на природный газ в Европе, по данным Всемирного банка, прибавила 18%, мировая цена на железную руду повысилась на 78%, австралийский уголь – на 60%, медь – на 25%, алюминий – на 22%, никель – на 21%.

<sup>3</sup> Доля ЕС в физическом объеме экспорта нефти России в 2016 г. – 62%, Китая – 19%, Беларуси – 7%.

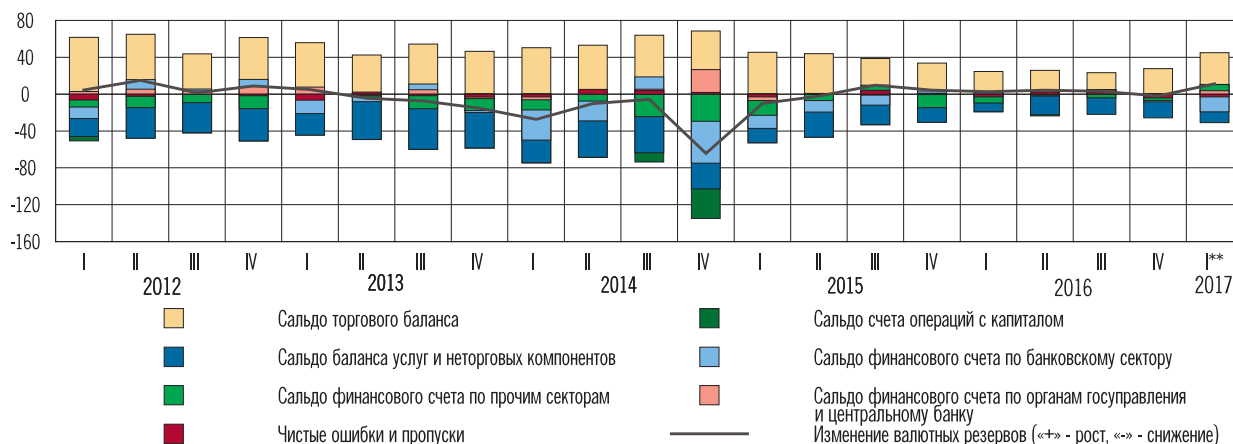
<sup>4</sup> Вес ЕС в физическом объеме экспорта природного газа России в 2016 г. – примерно 70%.

<sup>5</sup> Инвестиционные товары – товары, служащие целям замены, обновления, качественного улучшения основных средств, а промежуточные товары – товары, используемые не для конечного потребления, а для дальнейшего производства товаров и услуг.

Рисунок 1

### Динамика основных компонентов платежного баланса\*

(млрд долл. США)



\* В знаках РПБ5.

\*\* Оценка.

Источник: Банк России.

Поддержку импорту также оказало улучшение ситуации с потребительской активностью: годовое снижение объема розничных продаж в I квартале замедлилось, а в апреле прекратилось. Импорт потребительских товаров в I квартале 2017 г. увеличился на 13%.

Некоторое улучшение потребительских настроений в сочетании с укреплением рубля также способствовало росту дефицита баланса услуг за счет расширения в первую очередь импорта туристических услуг. Стоимостный объем импорта по статье «Поездки» в I квартале 2017 г. увеличился на 18%. Число выездных туристических поездок граждан России за рубеж, по данным Росстата, возросло почти на четверть. При этом наблюдался рост по большинству направлений: не только в Турцию после отмены в августе 2016 г. запрета на чартерные перевозки, но и в Финляндию, Китай, Таиланд и другие страны. Импорт услуг по иным категориям также расширился – например, импорт транспортных услуг увеличился на 4%. Импорт прочих услуг, в которых преобладают деловые, возрос на 6%.

Дефицит баланса неторговых компонентов также расширился. Вместе с тем рост в полтора раза профицита торгового баланса значительно перевесил увеличение отрицательного вклада прочих компонентов текущего счета (рис. 1).

Одновременно с расширением профицита текущего счета усилился чистый отток частного капитала за счет наращивания иностранных активов банками. В I квартале 2017 г., по пред-

варительной оценке, его объем увеличился более чем в полтора раза, до \$22 млрд<sup>6</sup>. Рост иностранных активов банков был связан с поступлением иностранной валюты по крупной приватизационной сделке<sup>7</sup>.

В то же время сокращение иностранных обязательств банков замедлилось. Прочие секторы в I квартале 2017 г., по предварительной оценке, увеличили иностранные обязательства как в форме прямых инвестиций, так и за счет привлечения ссуд и займов на фоне переориентации компаний на заимствования из незатронутых санкциями источников. В 2016 г. значительно увеличились входящие прямые иностранные инвестиции из Сингапура в связи с проведением крупной приватизационной сделки. Более трех лет подряд усиливается рост иностранных обязательств российского частного сектора в форме прямых инвестиций с Багамских и Бермудских островов, обеспечивших четверть входящих прямых иностранных инвестиций в 2016 году.

<sup>6</sup> С поправкой на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп».

<sup>7</sup> Сама сделка произошла в декабре 2016 г., поступление иностранной валюты на счет покупателя завершилось в январе 2017 года.

## Региональный анализ тенденций в компонентах инфляции

В течение года региональная однородность инфляции устойчиво повышалась. Сохранялась и тенденция к замедлению годового темпа

Рисунок 1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

инфляции (до 4,1% в целом по России в апреле 2017 г.), что отражается в смещении влево моды распределения темпов инфляции в апреле 2017 г. по сравнению с ноябрем 2016 г. (рис. 1). В течение последнего полугодия количество субъектов, в которых инфляция не превысила 4%, увеличилось с 28 до 43.

По оценкам Банка России, в регионах, где проживает значительная часть (70%) населения, динамика инфляции была схожа с общефедеральной:

- по продовольственным товарам наблюдалось замедление роста цен с некоторым ускорением в апреле;
- по непродовольственным товарам регистрировалось устойчивое замедление роста цен;
- цены на услуги по итогам рассматриваемого периода в среднем практически не изменились.

Наблюдавшиеся в отдельных регионах отклонения в динамике региональной инфляции по одному из компонентов от среднероссий-

Рисунок 2

### Тенденции в инфляции в регионах России

Регионы на карте распределены по динамике разрыва в уровне сезонно сглаженной инфляции в регионе относительно России в ноябре 2016 – апреле 2017 года.



Инфляция ниже, чем в России. Динамика инфляции соответствует российской

49 субъектов  
58% населения

Инфляция выше, чем в России. Инфляция замедляется относительно российской

5 субъектов  
5% населения

Инфляция ниже, чем в России. Инфляция ускоряется относительно российской

21 субъект  
30% населения

Инфляция выше, чем в России. Инфляция ускоряется относительно российской

7 субъектов  
7% населения



ского уровня преимущественно были связаны с временными факторами (рис. 2).

### Продовольственные товары

Отклонение от федеральных тенденций по продовольствию в отдельных регионах объяснялось временными локальными изменениями в динамике цен на картофель и мясо.

Всплеск инфляции по картофелю в марте-апреле был локализован в европейской части России, а также в Северо-Кавказском и Южном федеральных округах (далее – СКФО и ЮФО), через которые импортируется основная часть картофеля. По свидетельствам региональных предприятий, всплеск был связан с завозом в отдельные регионы новой партии импорта, более дорогого относительно цены запасов российского картофеля, а в отдельных регионах был вызван протестами против системы «Платон» (Республика Дагестан) и сбоями в ее работе (Республика Калмыкия).

Повышение инфляции по мясопродуктам отмечалось в отдельных регионах СКФО и ЮФО с низким уровнем обеспеченности собственной мясной продукцией, в которых продолжилось сокращение поголовья крупного рогатого скота. Эпизоды повышения цен отмечались и в Сибирском федеральном округе (далее – СФО): в Иркутской области в связи со вспышкой АЧС в марте 2017 г. произошло сокращение поголовья, в Республике Тыва – падеж скота и вынужденный забой в связи с обильными снегопадами и недостатком кормов. Однако ущерб от этих событий не был значительным и привел лишь к краткосрочному ускорению инфляции.

### Услуги

Наблюдаемая неоднородность дезинфляционных тенденций в секторе услуг была связана с неравномерным изменением регулируемых тарифов на ЖКХ и пассажирский транспорт, а также адаптацией экономики к произошедшему снижению покупательной способности населения.

В региональном разрезе был достаточно широко распространен рост тарифов на услуги связи (а именно мобильный и фиксированный интернет), отмеченный и на федеральном уровне. Наблюдаемый рост может быть связан

с мерами поставщиков услуг по восстановлению маржи, которая падала в 2015–2016 гг. более высокими темпами, чем в целом по России. Таким образом, рост цен на ключевые компоненты услуг электросвязи может стать вероятной тенденцией на ближайшую перспективу.

### Непродовольственные товары

Отклонение инфляции по непродовольственным товарам от общероссийской тенденции в отдельных регионах также было вызвано преимущественно временными факторами. Так, неоднородность динамики цен по бензину была связана с ужесточением/ослаблением антимонопольного регулирования в отдельных регионах, локальные инфляционные всплески по медицинским товарам – с пополнением запасов в регионах с высокими логистическими издержками.

Ускорение роста цен на автомобили на фоне увеличения их продаж отмечалось в регионах с высоким уровнем доходов, где есть признаки восстановления потребительского спроса (более высокие темпы роста реальных зарплатных плат и/или оборота розничной торговли по сравнению со среднероссийскими показателями) (рис. 3, 4). Тем не менее темпы прироста оборота розничной торговли по всем непродовольственным товарам как в целом по России, так и в регионах с высоким уровнем доходов остаются умеренными и, по оценкам Банка России, не будут оказывать существенного повышательного давления на инфляцию.

Рисунок 3

Реальные зарплатные платы  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 4

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Отдельного внимания заслуживает инфляция в Центральном федеральном округе (далее – ЦФО), который вносит наибольший вклад в агрегированный показатель инфляции по России.

В годовом выражении инфляция в ЦФО устойчиво превышает общероссийский показатель (горизонт анализа – с 2011 г.). Положительный разрыв инфляции в ЦФО к России в течение последних лет формировался за счет более высокого роста цен по сравнению с российскими показателями по всем трем компонентам ИПЦ – продовольственным, непродовольственным товарам и услугам.

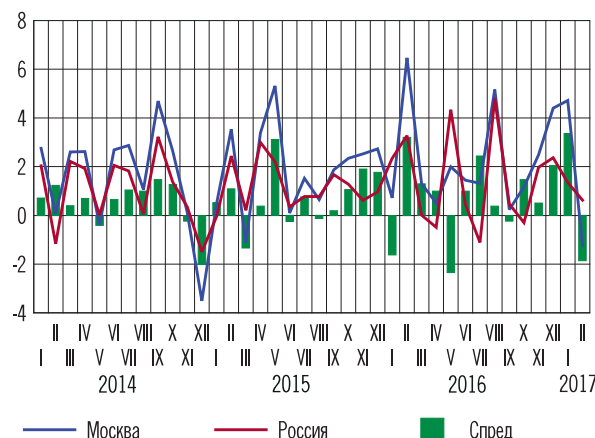
Главным драйвером повышенной инфляции в ЦФО является Москва. В Москве существует группа товаров, дорожающая устойчиво быстрее, чем в России:

- по продовольственным товарам – фрукты, мясо, рыба, молоко, чай;
- по непродовольственным товарам – медицинские товары, мебель и домашнее оборудование, предметы для ухода за домом, транспортные средства, телерадиоаппаратура;
- по услугам – услуги в системе образования, ЖКХ.

Причина существования таких товарных категорий, постоянно дорожающих в Москве более высокими темпами, по оценкам, состоит в более устойчивой (относительно среднероссийской) динамике спроса на товары и услуги и качественных различиях в структуре потребления москвичей и жителей других регионов. Во-первых, приток населения в Москву, в не-

Рисунок 5

**Темпы роста реальной заработной платы в Москве и в России**  
(с учетом сезонного фактора, в % к предыдущему месяцу)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 6

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



Источник: Росстат.

сколько раз превышающий приток в другие регионы ЦФО, провоцирует постоянный прирост спроса. Во-вторых, в ЦФО фиксируется более высокий рост реальных заработных плат (рис. 5). Низкий темп роста оборота розничной торговли на этом фоне может объясняться особой структурой оборота розничной торговли в Москве: общий темп оборота розничной торговли может снижаться за счет более медленного роста премиального сегмента (рис. 6). В то же время темп роста спроса в массовом сегменте превышает общероссийский показатель. Большая доля импортных товаров в потребительской корзине жителей ЦФО косвенно подтверждается результатами опросов предприятий, проводимых Банком России.

## Прогноз платежного баланса на 2017–2020 годы

По сравнению с мартовским выпуском Доклада были скорректированы предпосылки по цене на нефть. В связи с пролонгацией на девять месяцев соглашения об ограничении добычи странами ОПЕК и вне ОПЕК повышена цена нефти в базовом и рисковом сценариях. Вместе с тем в сценарии с более благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой теперь ожидается менее значительный, чем в предыдущем Докладе, рост цены нефти в условиях более быстрого расширения производства в США. Изменение предпосылок по цене нефти и корректировка прогнозов других макроэкономических показателей<sup>1</sup> оказали заметное влияние на параметры прогноза платежного баланса.

В базовом сценарии в связи с продлением соглашения ожидается сохранение цены нефти на уровне около \$50 за баррель до конца 2017 года. Вместе с тем Банк России продолжает придерживаться консервативного подхода при определении предпосылок по цене нефти. По-прежнему предполагается снижение цены до \$40 за баррель, однако не в конце текущего года, как предусматривалось в предыдущем Докладе, а в середине следующего, на фоне увеличения добычи в США и истечения срока договоренностей весной 2018 года. В 2019–2020 гг., по ожиданиям, цена нефти сохранится вблизи \$40 за баррель в реальном выражении и немного повысится в номинальном.

Прогноз стоимостного объема экспорта повышен в связи с корректировкой цены нефти, а также с расширением поставок благодаря урегулированию разногласий с Беларусью в нефтегазовой сфере. Вместе с тем было принято во внимание сдерживающее влияние продления ограничений в рамках договоренностей на добычу России. В 2017–2019 гг. стоимостный объем экспорта, как ожидается, повторит динамику среднегодовой цены нефти: вырастет в 2017 г. и снизится в 2018–2019 годах. В 2020 г. экспорт расширится за счет как усиления внешнего спроса, так и роста в номинальном выражении цен на нефть.

Импорт в 2017 г. увеличится сильнее, чем предполагалось в предыдущем Докладе, в том числе в связи со значительным реализовавшимся с начала года укреплением рубля. В 2018–2019 гг. расширение импорта продолжится на фоне роста ВВП России, хотя и более медленными темпами. В 2020 г. в условиях ускорения экономического роста России повысятся и годовые темпы прироста импорта.

В связи с опережающим по сравнению с импортом ростом экспорта в 2017 г. положительное сальдо внешней торговли существенно увеличится. В 2018–2019 гг. оно заметно сократится за счет снижения экспорта на фоне падения цен на сырье при продолжающемся расширении импорта, а в 2020 г. увеличится на фоне роста цены нефти в номинальном выражении.

Дефицит неторговых компонентов вырастет за счет процентных платежей по обслуживанию увеличивающегося внешнего долга, хотя и останется невысоким.

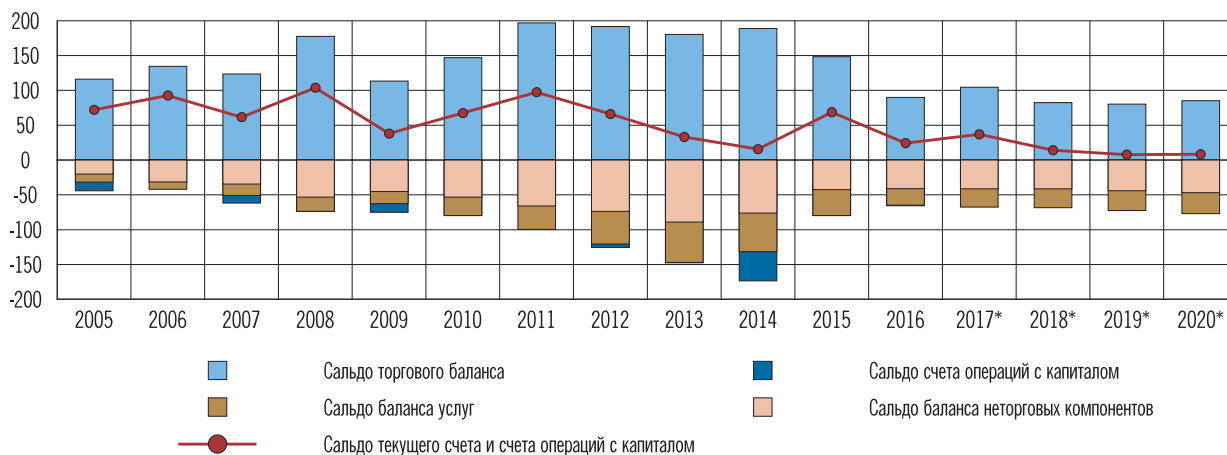
За счет пересмотра вверх профицита торгового баланса в связи с более высокой ценой нефти повышен прогноз положительного сальдо текущего счета до \$37 млрд в 2017 году. Тем не менее после значительного роста в текущем году профицит счета текущих операций существенно сократится в 2018–2019 гг. за счет ухудшения состояния баланса внешней торговли. В 2020 г. он стабилизируется немного ниже \$10 млрд: улучшение торгового баланса будет компенсироваться увеличением отрицательного вклада баланса неторговых компонентов (рис. 1).

Основным компонентом чистого оттока частного капитала с 2017 г. снова станет наращивание иностранных активов. Его прогноз на текущий год повышен. На фоне более высоких цен на нефть и соответственно более значительных доходов от экспорта частный сектор будет обладать более широкими возможностями для приобретения зарубежных активов. В 2018 г. на фоне снижения цены нефти и поступлений от внешнеэкономической деятельности отток частного капитала замедлится. В 2019–2020 гг. спрос на иностранные активы расширится в условиях роста доходов экономических агентов на фоне оживления российской экономики. Вместе с тем он останется по исторически меркам небольшим: в условиях низких

<sup>1</sup> См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке».

Рисунок 1

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



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

цен на нефть и невысоких прогнозируемых темпов экономического роста возможности для инвестирования за границу будут ограничены.

В то же время объем сокращения иностранных обязательств частного сектора в 2017–2018 гг. будет менее значительным, чем в предыдущие годы, так как согласно графику погашения объем выплат по внешнему долгу снизится, а компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего финансирования. Кроме того, на фоне роста российской экономики инвестиционная привлекательность России улучшится, а с 2019 г. ожидается чистый приток иностранных обязательств частного сектора. Поддерживать спрос нерезидентов

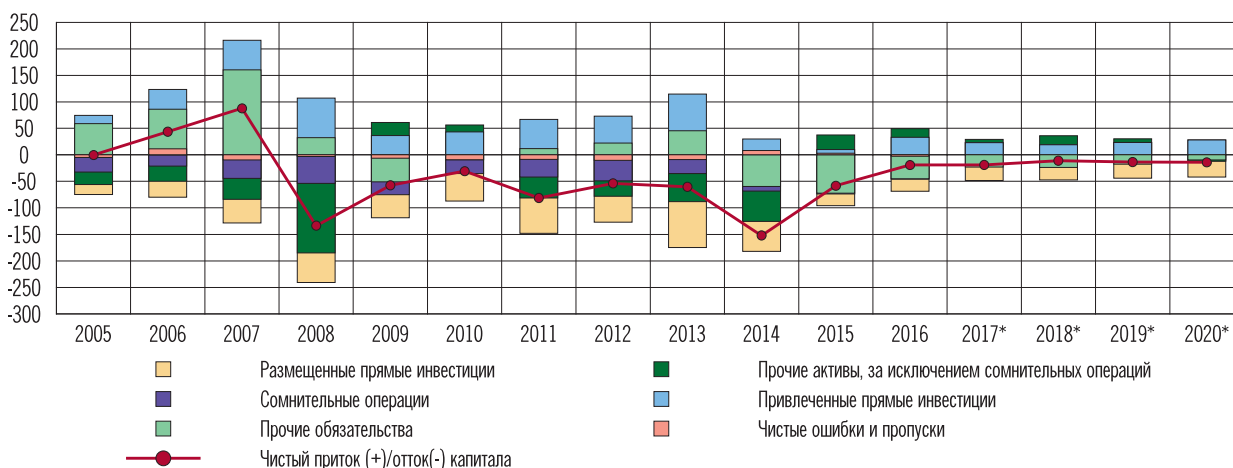
на российские активы будет и сохранение относительно привлекательного уровня процентных ставок.

В результате ожидается, что совокупный чистый отток частного капитала уменьшится с уровня около \$20 млрд в 2017 г. до \$11 млрд в 2018 г. за счет менее значительного наращивания иностранных активов на фоне снижения цены нефти. В 2019–2020 гг. он стабилизируется на уровне примерно \$14 млрд: приток зарубежных инвестиций в Россию будет частично компенсировать расширение спроса российских компаний на иностранные активы (рис. 2).

В свою очередь, по сектору органов государственного управления ожидается чистый при-

Рисунок 2

**Структура оттока капитала\***  
(млрд долл. США)



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

ток иностранного капитала на всем прогнозном периоде на фоне продолжающихся государственных заимствований.

Резервные активы в 2017 г. существенно увеличатся за счет полного погашения перед Банком России задолженности банков по операциям валютного рефинансирования, а также приобретения иностранной валюты для Минфина России в рамках переходного бюджетного правила. В 2018 г. в связи с более высокой среднегодовой ценой нефти (\$44 за баррель против \$40 в предыдущем Докладе) ожидается рост резервов исключительно за счет операций для Минфина России. В 2019–2020 гг. не предполагается заметного изменения резервных активов.

Согласно сценарию, предполагающему постепенное повышение среднегодовых цен на нефть примерно до \$60 за баррель в 2020 г., а также более высокие темпы роста мировой экономики, объемы российского экспорта в 2017–2020 гг. сложатся на существенно более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. При этом объемы импорта также значительно вырастут по сравнению с базовым сценарием на фоне ускоренного восстановления российской экономики и более высокого курса рубля. Ожидается, что экспорт будет расти опережающими темпами по сравнению с импортом, в результате чего положительное сальдо торгового баланса и текущего счета в течение 2017–2019 гг. будет плавно увеличиваться, а в 2020 г. стабилизируется на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Рост сырьевых цен и увеличение темпов роста экономики России приведут к росту инвестиционной привлекательности российских активов для иностранных инвесторов, что будет способствовать увеличению объемов внешних заимствований российскими компаниями и госсектором. В то же время на фоне роста доходов ожидается увеличение объемов вложений в иностранные активы со стороны российского частного сектора. В целом чистый отток капитала в рамках данного сценария будет постепенно

снижаться, хотя и сложится на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. При этом до конца 2017 г. кредитные организации полностью погасят имеющуюся задолженность по операциям валютного репо с Банком России. Более значительное, чем в базовом сценарии, приобретение иностранной валюты Минфином России приведет к росту международных резервов на протяжении всего прогнозного периода.

В рамках рискованного сценария ожидается постепенное снижение цены на нефть к середине 2018 г. до \$25 за баррель и ее сохранение вблизи данного уровня до конца 2020 года. Более низкие цены на сырье и темпы мирового экономического роста повлекут за собой существенное сокращение объемов российского экспорта по сравнению с базовым сценарием. Одновременно спрос на импортные товары сократится на фоне более слабого рубля и темпов роста российской экономики. Опережающее по сравнению со снижением импорта падение экспорта отразится в снижении положительного сальдо торгового баланса и падении профицита счета текущих операций в 2017–2019 гг., после чего ожидается их стабилизация на более низких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

Снижение привлекательности российских активов для иностранных инвесторов приведет к росту премии за риск и ухудшению условий внешнего финансирования, в результате чего чистый объем сокращения обязательств в 2017–2018 гг. сложится на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием, а переход к чистому привлечению обязательств сдвинется с 2019 на 2020 год. В то же время отток капитала в связи с ростом иностранных активов в 2017–2020 гг. сложится на уровнях, близких к базовому сценарию. В результате чистый отток частного капитала в 2017–2020 гг. в рисковом сценарии значительно ускорится по сравнению с базовым сценарием, а также произойдет сокращение резервных активов за счет обратных операций Минфина России.



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

Таблица 1

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

Банк России приостановил предоставление кредитов, обеспеченных золотом	С 3 апреля 2017 г. Банк России приостановил предоставление кредитов, обеспеченных золотом, учитывая не востребованность этого инструмента кредитными организациями.
Банк России продлил время приема заявлений кредитных организаций на получение кредитов	С 10 мая 2017 г. продлено время приема заявлений кредитных организаций на получение кредитов Банка России, обеспеченных активами и предоставляемых в рамках стандартных операций постоянного действия. Теперь в электронном виде заявления могут быть направлены до 19:00 мск. Заявления на бумажном носителе могут быть направлены в Операционный департамент Банка России до 17:00, а в остальных случаях – до 19:00 по местному времени.
Банк России расширил Ломбардный список	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России от 14 апреля и от 29 мая 2017 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включены 32 выпуска ценных бумаг.
Банк России принял решение о поэтапном снижении поправочных коэффициентов / повышении дисконтов по облигациям низкого кредитного качества, имеющим признаки реструктуризации	С 1 апреля 2017 г. если в отношении включенных в Ломбардный список Банка России ценных бумаг, имеющих рейтинги «В-»/«В3» и «В»/«В2» по классификации рейтинговых агентств S&P Global Ratings, Fitch Ratings/Moody's Investors Service, принимаются изменения в условия их выпуска, связанные с увеличением объема или продлением срока до погашения, то на четвертый рабочий день с даты раскрытия указанной информации по этим бумагам поправочный коэффициент снижается до 0,4/дисконт повышается до 60%, а через три месяца поправочный коэффициент устанавливается равным нулю/операции репо приостанавливаются.
Банк России уточнил подходы к формированию Ломбардного списка	С 14 июля 2017 г. при включении в Ломбардный список новых выпусков облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований и облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации будет требоваться наличие кредитного рейтинга на уровне не ниже «BBB (RU)», присвоенного кредитным агентством АКРА (АО). Кроме того, Банком России будут учитываться результаты собственной оценки кредитного качества ценных бумаг (кредитоспособности эмитентов), условий их размещения и обращения, а также иные существенные обстоятельства. С 14 июля 2017 г. минимальный уровень кредитного рейтинга для облигаций иностранных эмитентов, включаемых в Ломбардный список, устанавливается на уровне «BB-»/«Ba3» по классификации рейтинговых агентств S&P Global Ratings, Fitch Ratings/Moody's Investors Service.

Таблица 2

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

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

<sup>1</sup> С 1 апреля 2017 г. операции приостановлены.

<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> Кредиты, предоставляемые по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>4</sup> С апреля 2016 г. не проводятся.

<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».

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

Источник: Банк России.

## Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию  
рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.					
					На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.01.17	На 1.04.17	На 1.05.17	На 1.06.17
Предоставление ликвидности	Операции постоянно-го действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0
		Ломбардные кредиты			2,9	3,2	0,6	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			14,9	0,0	37,8	0,0	0,0	12,8
		Операции репо	264,9		192,6	593,9	59,1	155,8	47,3	
		Кредиты, обеспеченные золотом <sup>1</sup>	От 1 до 549 дней		0,5	0,6	0,0	0,0	-	-
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	От 1 до 549 дней		234,8	637,3	410,7	259,8	259,6	9,6
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно <sup>2</sup>	1 553,8	744,9	215,6	0,0	0,0	0,0
			18 месяцев <sup>3</sup>	Нерегулярно						
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>4</sup>	1 448,5	650,3	0,0	0,0	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>5</sup>						
Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0		
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>4</sup>	0,0	0,0	397,0	320,0	360,0	590,0
			1 неделя							
	Операции постоянно-го действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	557,8	400,9	388,2	174,0	286,0	197,1

<sup>1</sup> С 1 апреля 2017 г. операции приостановлены.<sup>2</sup> С апреля 2016 г. не проводятся.<sup>3</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.<sup>4</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>5</sup> Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.

Таблица 2

### Нормативы обязательных резервов (%)

Вид обязательств	Отчетные периоды			
	С 1.01.16 по 31.03.16	С 1.04.16	С 1.07.16	С 1.08.16
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях				
По иным обязательствам в рублях				
Перед физическими лицами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте				
По иным обязательствам в иностранной валюте				

Источник: Банк России.

Таблица 3

### Коэффициент усреднения обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 4

### Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота <sup>1</sup>	Минимальная ставка на аукционах и ставка по долларовой части сделок «валютный своп» <sup>2</sup> (как сред к ставке LIBOR <sup>3</sup> , п.п.)	Требования Банка России, млн долл. США <sup>4</sup>					
				С 23.12.16	На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.01.17	На 1.04.17	На 1.05.17
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	100,1	100,0	2 635,2	0,0	0,0	0,0
	28 дней			5 016,7	12 109,5	8 719,9	4 810,8	4 115,0	3 006,9
	12 месяцев			15 550,0	4 346,6	26,2	0,0	0,0	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней			1 494,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	0,0	0,0	1 000,0	54,9	0,0	0,0

<sup>1</sup> Кредитные аукционы в 2016 г. и в январе-мае 2017 г. не проводились, проведение аукционов репо на срок 12 месяцев приостановлено с 1 апреля 2016 года.

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

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка, % годовых <sup>2</sup>						Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.						Лимит на 1.06.17, млрд руб.
			Ha 1.01.17	C 27.03.17	Co 2.05.17	C 19.06.17	Ha 1.01.16	Ha 1.04.16	Ha 1.01.17	Ha 1.04.17	Ha 1.05.17	Ha 1.06.17			
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСПАР»	9,00	8,75	6,50	6,50	39,66	51,01	43,38	30,77	31,46	32,68	75,00		
			9,00	8,75	8,25	8,00	53,44	74,16	112,62	100,70	102,56	100,87	150,00		
Крупные инвестиционные проекты <sup>3</sup>	До 3 лет	Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	8,75	8,25	8,00	2,85	2,85	0,59	0,00	0,00	0,00			
			40,10	41,24	43,12	38,68	34,64								
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	0,08	1,10	48,17	64,51	65,80	67,97	125,00		
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	9,00	8,75	8,25	8,00	0,00	0,00	0,00	0,18	0,20	0,20	10,00		
			10,00	9,75	9,25	9,00	21,01	21,01	29,31	29,31	29,31	29,31	30,00		
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,00	9,75	9,25	9,00	21,01	21,01	29,31	29,31	29,31	29,31	30,00		

<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 продолжают действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

<sup>2</sup> Дополнительная информация о процентных ставках по специализированным механизмам размещена в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте Банка России.

<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.



Таблица 6

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

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

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

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

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

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

<sup>1</sup> Оценка Росстата.

<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.

<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

**Макроэкономические индикаторы**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

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

<sup>1</sup> На конец периода.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП<sup>1</sup>**  
**стран – торговых партнеров России согласно базовому сценарию**  
(%)

	Прогноз роста ВВП в 2017 г.		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Март 2016 г.	Июнь 2017 г.	
Всего	2,03	2,14	100,0
1 Германия	1,28	1,50	14,6
2 Китай	6,10	6,23	10,3
3 Италия	0,52	0,60	9,3
4 Турция	2,47	2,40	6,9
5 Республика Беларусь	0,80	0,24	5,5
6 Япония	0,56	0,80	5,3
7 Республика Корея	2,23	2,21	4,7
8 Бельгия	0,99	1,13	4,6
9 Польша	2,80	2,82	4,4
10 Соединенное Королевство	1,21	1,56	4,4
11 Казахстан	1,65	2,25	4,2
12 Нидерланды	1,32	1,65	3,3
13 США	2,15	2,16	3,1
14 Франция	0,95	1,02	3,1
15 Финляндия	0,59	0,80	3,1
16 Латвия	2,61	2,45	3,0
17 Индия	6,75	6,75	1,9
18 Швейцария	1,18	1,13	1,5
19 Чехия	2,22	2,19	1,4
20 Венгрия	2,37	2,92	1,4
21 Словакия	2,89	2,72	1,4
22 Литва	2,24	3,02	1,3
23 Испания	2,03	2,15	1,3
24 Украина	2,24	2,24	0,0

<sup>1</sup> Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по доле в российском экспорте 24 стран – торговых партнеров за период 2013–2015 гг. (ранее показатель рассчитывался за период 2010–2014 гг.). Удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры. Прогноз по агрегированному ВВП дается без учета экономики Украины, с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

Таблица 11

## Ставки денежно-кредитной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	1,9	2,80
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	0	2,1	2,30
Чехия	Репо (2 недели)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	2,4	2,30
Румыния	Базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	0	0,6	3,86
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	0	2,6	4,80
Сербия	Ключевая политическая ставка	4,00	07.07.2016	4,25	-0,25	1	4,0	3,60
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	0,7	1,62
Бразилия	Целевая ставка	10,25	31.05.2017	11,25	-1,00	6	4,1	-5,20
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	2,50	18.05.2017	2,75	-0,25	4	2,6	-1,60
Орентир – кредиты (1 год)		4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0		
Орентир – депозиты (1 год)		1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0	1,5	-0,50
Норматив резервов		17,00	01.03.2016	17,50	-0,50	0		
Обратное репо		6,25	04.10.2016	6,50	-0,25	1	3,0	-2,48
Репо		6,00	06.04.2017	5,75	0,25	2		
Индонезия	Целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	1	4,3	1,00
Корея	Базовая ставка	1,25	09.06.2016	1,50	-0,25	1	2,0	1,20
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,00	13.07.2016	3,25	-0,25	1	4,4	2,30
Мексика	Целевая ставка	6,75	18.05.2017	6,50	0,25	7	6,2	3,56
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	3,00	03.06.2016	4,00	-1,00	1	3,1	1,50
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	9,25	02.05.2017	9,75	-0,50	4	4,1	-3,20
ЮАР	Ставка репо	7,00	17.03.2016	6,75	0,25	0	5,3	-0,90
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	0,0	-0,50
Турция	Репо (7 дней)	8,00	24.11.2016	7,50	0,50	1	11,7	5,14
випльфини								
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	1,00	15.03.2017	0,75	0,25	2	2,2	1,10
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	16.03.2016	0,05	-0,05	0	1,4	1,50
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,25	04.08.2016	0,50	-0,25	1	2,7	2,40
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,4	0,70
Канада	Целевая ставка – овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	0	1,6	-0,10
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	1	2,1	0,80
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	2	2,2	1,80
Дания	Орентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	1,0	1,30
	Депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	0		
Швейцария	3М LIBOR – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	0,5	0,90
	3М LIBOR – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	0	2,0	0,92
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	0	2,1	-1,30

Примечание: по данным на 8.06.2017, цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (16.03.2017).

Источник: Bloomberg.



## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

О влиянии соглашения об ограничении добычи нефти на страны-участницы .....	6
Бюджетная политика .....	9
Жилищное строительство продолжает падение .....	13
Финансовое положение организаций реального сектора в I квартале 2017 года.....	15
Влияние укрепления рубля на отрасли российской экономики .....	15
Рынок труда: сокращение отраслевой дифференциации зарплат.....	18
Динамика потребления домохозяйств: взгляд с микроуровня.....	20
Динамика цен на плодоовощную продукцию .....	24
О факторах, влияющих на предпосылки по цене на нефть .....	28

## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

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

### **Валовой кредит Банка России**

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

### **Денежная масса**

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

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

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

### **Денежный агрегат М1**

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

### **Долларизация депозитов**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Индекс условий банковского кредитования**

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

### **Индексы MSCI**

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

### **Индексы PMI**

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

### **Ключевая ставка Банка России**

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

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

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

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

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

### **Ликвидность банковского сектора**

Средства кредитных организаций, поддерживаемые на корреспондентских счетах в Банке России в целях осуществления платежных операций и выполнения обязательных резервных требований.

### **Ломбардный список Банка России**

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

### **Неторгуемый сектор экономики**

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

### **Неценовые условия банковского кредитования**

Условия выдачи кредита банком помимо его стоимости для заемщика, такие как максимальный размер и срок предоставления средств, требования к обеспечению по кредиту и финансовому положению заемщика.

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

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

### **Обязательные резервы**

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

### **Операции на открытом рынке**

Операции, которые проводятся по инициативе центрального банка. К ним относятся проводимые на аукционной основе операции рефинансирования и абсорбирования (аукционы репо, депозитные аукционы и другие), а также операции по покупке и продаже финансовых активов (государственных ценных бумаг, иностранной валюты, золота).

### **Операции постоянного действия**

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

### **Операция репо**

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

### **Параллельный банковский сектор**

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

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

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

### **Процентный коридор**

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

### **Режим плавающего валютного курса**

По действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов либо нерегулярное воздействие на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений.

### **Режим таргетирования инфляции**

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

### **Спред по CDS**

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

### **Средства на счетах расширенного правительства**

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

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

Состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности за счет операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности кредитных организаций в размещении средств в Банке России – представляет собой структурный профицит ликвидности. Расчетный уровень структурного дефицита/профицита ликвидности представляет собой разницу между задолженностью по операциям рефинансирования и операциям абсорбирования Банка России.

### **Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета**

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

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

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

### **Торгуемый сектор экономики**

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

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

Процесс воздействия решений в области денежно-кредитной политики (в частности, решений центрального банка относительно изменения процентных ставок по своим операциям) на экономику в целом и прежде всего на ценовую динамику. Важнейшим каналом трансмиссии денежно-кредитной политики является процентный канал, действие которого основано на влиянии политики центрального банка на изменения процентных ставок, по которым субъекты экономики могут размещать и привлекать средства, а через них – на решения о потреблении, сбережении и инвестировании и, таким образом, на уровень совокупного спроса, экономическую активность и инфляцию.

### **Трендовая инфляция**

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

### **Условия внешней торговли**

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

### **Усреднение обязательных резервов**

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

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

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

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

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

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

Валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости), а также требований кредитных организаций к Банку России по рублевой части операций «валютный своп» по предоставлению долларов США за рубли.

### **Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)**

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



### **Carry trade**

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

### **Macro Risk Index**

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

### **VIX**

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

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

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

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВПК – военно-промышленный комплекс

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

инФОМ – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

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

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

НДС – налог на добавленную стоимость

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федеральных займов

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

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ПАО – публичное акционерное общество

ПСК – полная стоимость кредита (см. определение в Глоссарии)

п.п. – процентный пункт

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

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

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

ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ

ФГУП – Федеральное государственное унитарное предприятие

ФРС – Федеральная резервная система США

ФТС – Федеральная таможенная служба

Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds

IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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

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

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

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



