



Банк России



СЕНТЯБРЬ 2019

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

16 сентября 2019

Доклад подготовлен по статистическим данным на 05.09.2019.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 30.08.2019 (в случае выхода статистики или иной важной для принятия решений информации после даты отсечения данных она включается в текст доклада и может быть использована для корректировки среднесрочного прогноза).

Электронная версия информационно-аналитического сборника размещена в разделе «Издания Банка России/Доклад о денежно-кредитной политике» на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru/publ/?PrtlId=ddcp>).

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

Настоящий материал подготовлен Департаментом денежно-кредитной политики.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефоны: +7(495) 771-46-74, +7(495) 771-59-08

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ</b> .....	<b>2</b>
<b>СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>5</b>
<b>1. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ</b> .....	<b>6</b>
1.1. Базовый сценарий .....	7
1.2. Факторы неопределенности прогноза .....	15
<b>2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ</b> .....	<b>18</b>
<b>3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ</b> .....	<b>27</b>
3.1. Внешние условия и платежный баланс .....	28
3.2. Денежно-кредитные условия .....	40
3.3. Экономическая активность .....	45
3.4. Государственные финансы .....	53
<b>4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ</b> .....	<b>58</b>
4.1. Решения по ключевой ставке .....	58
4.2. Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики .....	59
<b>ВРЕЗКИ</b> .....	<b>63</b>
Об оценке эффекта переноса обменного курса в инфляцию .....	63
О факторах региональной неоднородности и структурных уровнях инфляции в регионах России .....	65
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ</b> .....	<b>67</b>
Экономическая ситуация в регионах России .....	67
Статистические таблицы .....	77
<b>ГЛОССАРИЙ</b> .....	<b>83</b>
<b>СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ</b> .....	<b>87</b>

# ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

## ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ БАНКА РОССИИ 6 СЕНТЯБРЯ 2019 ГОДА



Сегодня Совет директоров решил снизить ключевую ставку до 7,00% годовых. Если экономические условия будут складываться в соответствии с нашим прогнозом, мы будем оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний.

Остановлюсь на основных факторах принятого решения.

**Первое.** Годовая инфляция уже приблизилась к 4%. Мы оцениваем, что по итогам года она сложится в диапазоне 4,0–4,5%.

При этом в первые месяцы следующего года инфляция прогнозируется в интервале 3,5–4,0%. В основном это будет связано с тем, что эффект повышения НДС выйдет из расчета годовой инфляции. Это можно назвать чисто техническим фактором. Устойчивые тенденции говорят о формировании инфляции вблизи 4%.

**Второе.** Инфляционные ожидания населения и предприятий остаются повышенными. Поэтому мы по-прежнему уделяем большое внимание их динамике.

Сейчас я не буду останавливаться на цифрах, мы опубликовали их на прошлой неделе. Отмечу лишь, что ранее мы воздерживались от размещения на сайте опросных данных по инфляционным ожиданиям населения в «неделю тишины». Мы это обсудили и теперь будем публиковать эти данные сразу после их поступления. Важно, чтобы рынок оперативно получал ту информацию, которую Совет директоров учитывает при принятии решения. Аналитический же комментарий Банка России, в котором обобщаются и оцениваются ожидания как населения, так и предприятий, профессиональных аналитиков, в таких случаях, как и прежде, будет публиковаться после «недели тишины».

**Третье.** Смягчение денежно-кредитных условий продолжается. Мы учитываем, что эта тенденция сохранится под влиянием как ранее принятых решений по ключевой ставке, так и сегодняшнего решения.

Рыночные ожидания по ставкам сместились вниз с учетом наших сигналов по итогам заседаний Совета директоров в июне и июле. Этому также способствовало изменение ожиданий в отношении денежно-кредитной политики ФРС и ЕЦБ в условиях ухудшения перспектив экономического роста в США и еврозоне.

Наряду со снижением процентных ставок происходит смягчение неценовых условий кредитования в части сроков и объемов. Смягчение денежно-кредитных условий – как ценовых, так и неценовых – способствует расширению кредитования. Кредитование организаций, по нашим оценкам, в этом году вырастет на 7–10%, а населения – на 15–20%.

**Четвертое.** Экономическая активность во II и в начале III квартала складывалась ниже ожиданий Банка России. Это связано с внутренними и внешними факторами. С учетом этого мы снизили наш прогноз роста ВВП на 2019 год с 1,0–1,5% до 0,8–1,3%. Значимый внешний фактор – это замедление роста мировой экономики, которое оказалось более существенным, чем ожидалось, в том числе из-за нарастающих противоречий в международной торговле. Ослабление внешнего спроса уже привело к снижению физического объема экспорта в первом полугодии, и мы прогнозируем его сокращение по итогам текущего года по широкому кругу товаров.

Ухудшение перспектив глобального роста также сказывается на инвестиционных планах. Хотя, естественно, деловые настроения зависят не только от внешних факторов, но и от бизнес-климата в целом. В первом полугодии рост инвестиций в основной капитал существенно замедлился, что связано в том числе с весьма заметным снижением государственных инвестиций. По нашим оценкам, даже с учетом активизации расходов на национальные проекты во второй половине года общий прирост валового накопления основного капитала по итогам года составит не более 1%.

Положительный вклад в рост ВВП по-прежнему вносит потребительский спрос. В этом году расширение кредитования продолжает оказывать заметную поддержку росту потребления. Однако кредит не может быть основным драйвером роста спроса. В условиях стагнации доходов населения рост потребления будет оставаться слабым. В этом году мы ожидаем его в интервале 1–1,5%.

Мы уточнили наш базовый прогноз и на среднесрочную перспективу. Теперь мы ожидаем более сдержанную динамику внутреннего и внешнего спроса в 2020–2021 годах. При этом наиболее заметно были пересмотрены вниз темпы роста экспорта, что отражает ухудшение перспектив роста мировой экономики в условиях нарастания торговых противоречий.

В результате ускорение роста ВВП до 2–3% ожидается лишь по итогам 2022 года. Ранее мы на это рассчитывали уже в 2021 году. Основным фактором повышения темпов экономического роста должен стать переход к фазе более активной реализации национальных проектов и иных мер Правительства, направленных на снятие структурных ограничений. Это внесет вклад в увеличение инвестиционного спроса, ускорение роста производительности труда, доходов населения и, соответственно, потребления.

Расширение кредитования будет устойчивым на всем прогнозном горизонте, оказывая поддержку экономическому росту. Кредитование организаций будет увеличиваться темпами 6–10% ежегодно, кредитование населения будет расти на 10–15% в год. Большую часть роста кредитования населения обеспечит ипотека. При этом принятые макропруденциальные меры будут приводить к постепенному снижению темпов роста потребительского кредитования.

Что касается платежного баланса, мы уточнили его показатели с учетом динамики мировой экономики, цен на нефть и другие товары российского экспорта. Мы закладываем постепенное снижение цен на нефть до 50 долл. США за баррель в 2021 году (ранее было 55 долл. США). При ослаблении внешнего спроса снизятся цены и на другие товары российского экспорта. В таких условиях сальдо текущего счета сократится

с 83 млрд долл. США (5% ВВП) в этом году до 28 млрд долл. США (около 2% ВВП) в 2022 году.

Мы также несколько понизили прогноз сальдо финансового счета по частному сектору на этот год с 50 до 40 млрд долл. США, учитывая фактическую динамику с начала года. Далее прогнозируется его плавное уменьшение до 20 млрд долл. США к концу 2022 года. В очередной раз отмечу, что механизм бюджетного правила сглаживает влияние снижения сальдо текущего счета на внутренние экономические условия. Но это относится только к той части, которая связана с колебаниями нефтяных цен. Обращу ваше внимание, что мы несколько изменили подход к публикации прогнозных сценариев. Решение по ключевой ставке основывается на нашем базовом макроэкономическом прогнозе, а также на анализе факторов неопределенности и рисков именно для базового прогноза. Поэтому базовый сценарий мы продолжим публиковать четыре раза в год в пресс-релизе и в Докладе о денежно-кредитной политике после опорных заседаний.

А вот наши дополнительные сценарии с высокими ценами на нефть и рисковый, который предполагает их резкое и глубокое снижение, мы будем публиковать в том же представлении, что и базовый сценарий, но один раз в год – в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики. Это связано с тем, что суть этих сценариев остается практически неизменной от заседания к заседанию. Основные направления на 2020–2022 годы будут опубликованы в ближайший понедельник<sup>1</sup>.

В заключение несколько слов о перспективах денежно-кредитной политики.

После пяти лет движения от жесткой к умеренно жесткой и далее к нейтральной денежно-кредитной политике мы, наконец, вошли в область значений ключевой ставки, которую мы расцениваем как вероятный диапазон нейтральной ставки. С учетом принятого сегодня решения ключевая ставка находится на верхней границе этого диапазона от 6 до 7% в номинальном, или, что то же самое, от 2 до 3% в реальном выражении при ожидаемой инфляции 4%.

В связи с этим стоит отметить, что оценка уровня нейтральной процентной ставки – это не «точка», а область значений. Она зависит от широкого набора как внутренних, так и глобальных факторов, а также от трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. И может меняться с течением времени под воздействием этих факторов. Поэтому потребуются время, чтобы нащупать границы этой «области нейтральности», убедиться в том, что они соответствуют нашим текущим оценкам. Либо, при необходимости, эти оценки уточнить.

И главным критерием того, что мы правильно оцениваем эту область, станет устойчивое сохранение инфляции на цели – вблизи 4%.

**Председатель  
Банка России**

**Э.С. Набиуллина**

<sup>1</sup> Проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов от 6.09.2019 был опубликован на официальном сайте Банка России 9.09.2019, [www.cbr.ru/Content/Document/File/79958/on\\_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/79958/on_2020(2021-2022).pdf).

# СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ<sup>1</sup>

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ  
6 СЕНТЯБРЯ 2019 ГОДА

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ПРОГНОЗА БАНКА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ  
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

Табл. 1

	2018 г. (факт)	Базовый			
		2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	69,8	63	55	50	50
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	4,3	4,0–4,5	4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	2,9	4,6–4,8	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	2,3	0,8–1,3	1,5–2,0	1,5–2,5	2,0–3,0
Расходы на конечное потребление	1,8	1,0–1,5	1,5–2,0	1,5–2,0	1,8–2,3
– домашних хозяйств	2,3	1,0–1,5	2,0–2,5	2,0–2,5	2,0–2,5
Валовое накопление	0,8	0,0–1,0	3,5–4,5	3,5–4,5	2,5–3,5
– валовое накопление основного капитала	2,9	0,0–1,0	3,5–4,5	3,5–4,5	2,5–3,5
Экспорт	5,5	-(0,3–0,8)	2,0–2,5	2,0–2,5	2,5–3,0
Импорт	2,7	-(0,3)–0,2	3,0–3,5	3,5–4,0	2,5–3,0
Денежная масса в национальном определении	11,0	8–12	7–12	7–12	7–12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте*	11,5	8–12	7–12	7–12	7–12
– к организациям, прирост в % за год	8,4	7–10	6–10	6–10	6–10
– к населению, прирост в % за год	22,0	15–20	10–15	10–15	10–15

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

Источник: Банк России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА РОССИИ В РАМКАХ БАЗОВОГО СЦЕНАРИЯ\*  
(млрд долл. США)

Табл. 2

	2018 г. (факт)	Базовый			
		2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.
<b>Счет текущих операций</b>	<b>113</b>	<b>83</b>	<b>56</b>	<b>39</b>	<b>28</b>
Торговый баланс	194	166	141	126	120
Экспорт	443	415	395	389	396
Импорт	249	249	254	263	276
Баланс услуг	-30	-31	-34	-36	-39
Экспорт	65	64	63	65	67
Импорт	95	95	97	101	106
Баланс первичных и вторичных доходов	-51	-52	-51	-52	-53
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>112</b>	<b>83</b>	<b>56</b>	<b>39</b>	<b>28</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>77</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	9	-20	-6	-6	-6
Частный сектор	68	40	25	20	20
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>38</b>	<b>60</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>14</b>

\* В знаках шестого издания «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ). В финансовом счете «+» – чистое кредитование, «-» – чистое заимствование.

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

Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Дополнительные сценарии прогноза Банка России (с высокими ценами на нефть и рисковый) представлены в проекте Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов от 6.09.2019, [www.cbr.ru/Content/Document/File/79958/on\\_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/79958/on_2020(2021-2022).pdf).

# 1. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ

*В базовом сценарии Банк России пересмотрел вниз предпосылки по темпам роста мировой экономики и траекториям мировых цен на нефть на среднесрочном прогнозном горизонте по сравнению с выпуском Доклада о денежно-кредитной политике, опубликованным 24 июня 2019 года. В основном это связано с ухудшением ситуации в мировой экономике и усилением ожиданий относительно дальнейшего ужесточения международных торговых ограничений, что влияет на деловые, инвестиционные и потребительские настроения в мире.*

*С учетом развития ситуации в российской экономике, включая динамику внутренних потребительских цен, Банк России снизил прогноз годовой инфляции на конец 2019 г. в базовом сценарии по сравнению с июнем. Согласно обновленному базовому сценарию, годовая инфляция составит 4,0–4,5% на конец 2019 г. и останется вблизи 4% в дальнейшем. Этому в первую очередь будет способствовать проводимая Банком России денежно-кредитная политика.*

*Банк России также снизил прогноз темпов прироста ВВП в 2019–2021 годах. Так, с учетом слабой экономической активности, наблюдавшейся с начала текущего года, рост российской экономики в 2019 г. составит 0,8–1,3%. Сдерживающее влияние на динамику экономической активности в 2019 г. окажет слабый внешний спрос, а также более медленная, чем ожидалось ранее, реализация ряда запланированных Правительством Российской Федерации национальных проектов. В 2020–2021 гг. прогноз темпов роста российской экономики пересмотрен вниз с учетом более значительного, чем предполагалось ранее в базовом сценарии, замедления роста мировой экономики. В то же время поддержку экономическому росту в 2020–2022 гг. окажет постепенное накопление положительного эффекта от реализации комплекса мер Правительства по преодолению структурных ограничений в российской экономике, в том числе от реализации национальных проектов. В результате темпы прироста ВВП постепенно увеличатся до 2,0–3,0% к 2022 году. При этом Банк России предполагает, что положительный вклад от запланированных мер политики Правительства в повышение темпов экономического роста не будет сопровождаться дополнительным давлением на инфляцию в случае, если будет происходить соответствующее расширение производственного потенциала российской экономики.*

*Основные факторы неопределенности для базового сценария на прогнозном горизонте связаны как с внешними, так и с внутренними условиями. До конца 2019 г. дезинфляционные и проинфляционные риски, по оценкам Банка России, сбалансированы. Дезинфляционные факторы прежде всего связаны со слабой динамикой внутреннего и внешнего спроса. Вместе с тем в случае более значительного снижения темпов роста мировой экономики, в том числе под влиянием ужесточения международных торговых ограничений, иных геополитических факторов, может происходить усиление волатильности на мировых товарных и финансовых рынках, воздействуя на курсовые и инфляционные ожидания.*

*Со стороны внутренних условий значимым риском остаются повышенные и незакоренные инфляционные ожидания. На среднесрочную динамику инфляции также могут оказать влияние параметры бюджетной политики, в том числе решения Правительства об использовании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня 7% ВВП.*

*Оценка Банком России рисков, связанных с динамикой заработных плат и цен отдельных продовольственных товаров, возможными изменениями в потребительском поведении, существенно не изменилась. Эти риски остаются умеренными.*



## 1.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ<sup>1</sup>

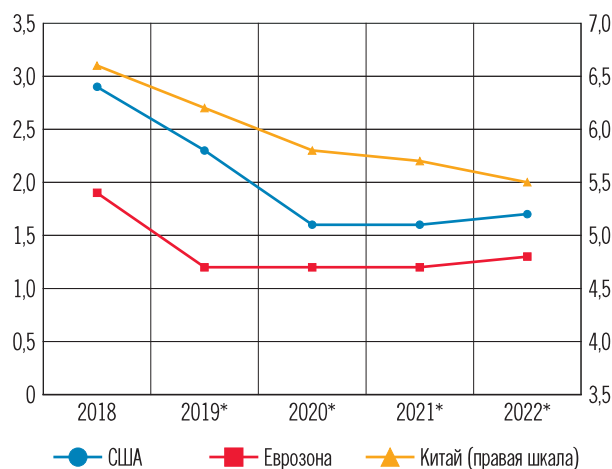
### ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

**Рост мировой экономики.** С учетом наблюдавшегося со второй половины 2018 г. замедления мировой экономики Банк России в базовом сценарии исходит из предпосылки о продолжении снижения темпов мирового экономического роста на среднесрочном прогнозном горизонте (рис. 1.1.1). Замедление мировой экономики в период 2019–2022 гг., согласно прогнозу, будет преимущественно связано с сохраняющимися ожиданиями относительно дальнейшего ужесточения международных торговых ограничений, влияющими на деловые, инвестиционные и потребительские настроения в мире. На этом фоне в базовом сценарии предполагается переход к более поздней фазе экономического цикла в США, сохранение сдержанной динамики экономической активности в еврозоне, а также плавное замедление роста экономики Китая, преимущественно носящее структурный характер.

**Цена на нефть.** В базовом сценарии Банк России исходит из постепенного снижения цены на нефть марки Urals до 50 долл. США за баррель к началу 2021 г. и ее сохранения вблизи этого уровня в дальнейшем (рис. 1.1.2). Таким образом, среднегодовая цена на нефть в базовом сценарии составит 63 долл. США за баррель в 2019 г., снизится до 55 долл. США за баррель в 2020 г. и будет находиться на уровне 50 долл. США за баррель в 2021–2022 годах.

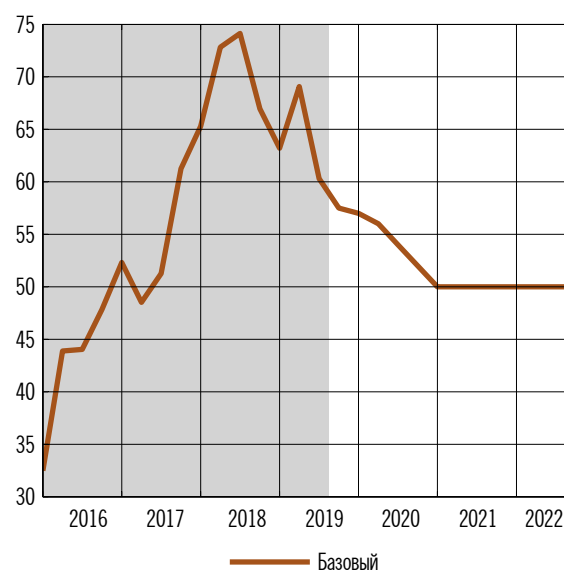
В основе такой траектории лежит предположение о постепенном замедлении роста мировой экономики и о некотором превышении предложения над спросом на рынке нефти на всем прогнозном горизонте, в том числе за счет значительного роста добычи вне стран ОПЕК+. При этом поддержку ценам

ПОКАЗАТЕЛИ РОСТА ВВП В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ МИРА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (прирост в % к предыдущему году) Рис. 1.1.1



\* Прогноз.  
Источник: расчеты Банка России.

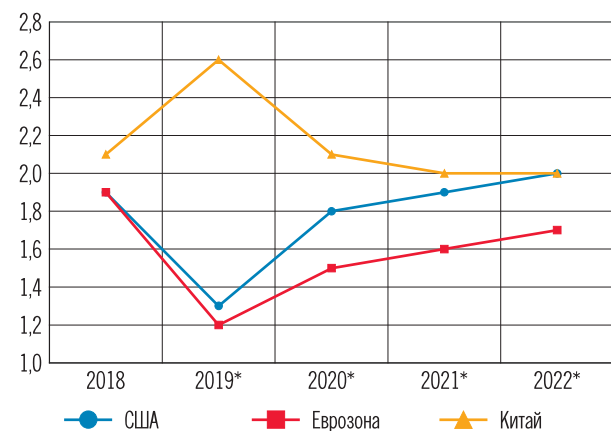
ТРАЕКТОРИЯ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ\* В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (долл. США за баррель) Рис. 1.1.2



\* Номинальная цена на нефть марки Urals.  
Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> В данном выпуске Доклада о денежно-кредитной политике описание базового сценария совпадает с описанием, опубликованным 9 сентября 2019 г. в проекте Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов, кроме подраздела про денежно-кредитную политику. Последний, как и ранее, представлен в разделе 4 «Денежно-кредитная политика Банка России».

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

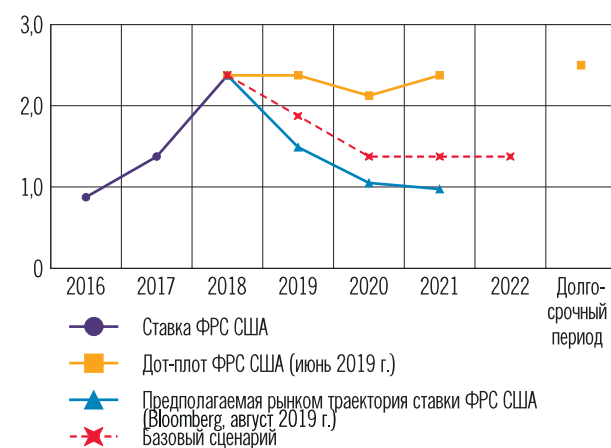


\* Прогноз.

Примечание: для США прогнозируется PCE Price Index, для еврозоны – HICP, для Китая – CPI.

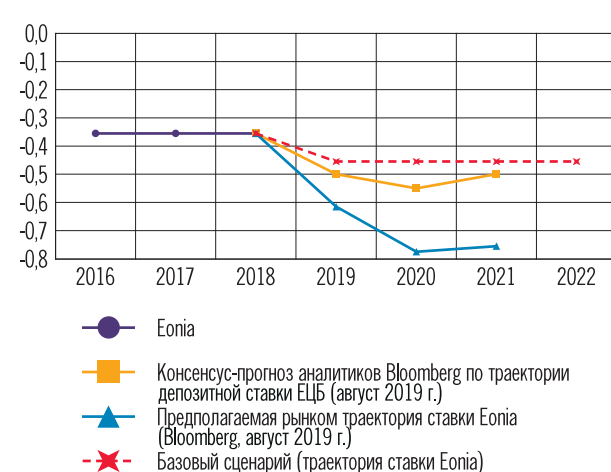
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

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



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

ОЖИДАЕМЫЕ ТРАЕКТОРИИ ПРОЦЕНТНЫХ  
СТАВОК В ЕВРОЗОНЕ *Рис. 1.1.5*



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

на нефть в 2019–2020 гг. окажут сохраняющиеся ожидания сокращения добычи и экспорта нефти из Ирана и Венесуэлы на фоне политической напряженности, а также продление соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи нефти до марта 2020 года.

**Инфляция за рубежом.** Базовый сценарий Банка России предполагает постепенное повышение инфляции в развитых странах в 2020–2022 гг. после ее замедления в 2019 году. Меры денежно-кредитной политики ФРС США и ЕЦБ в условиях снижения темпов роста мировой экономики и цен на нефть будут способствовать постепенному приближению инфляции в США и еврозоне к своим целевым уровням. В то же время с учетом того, что темпы роста экономики США и еврозоны в базовом сценарии будут сохраняться ниже потенциальных в 2020–2021 гг., а снижение цен на нефть будет способствовать низкому инфляционному давлению, инфляция в США и еврозоне в указанный период останется ниже цели. В свою очередь ожидаемое замедление роста экономики Китая в базовом сценарии приведет к постепенному снижению и стабилизации на низком уровне инфляции в Китае к концу прогнозного горизонта (рис. 1.1.3).

**Денежно-кредитная политика зарубежных центральных банков.** В базовом сценарии Банк России исходит из смягчения денежно-кредитной политики в США и еврозоне в 2019–2020 гг. и сохранения стимулирующей денежно-кредитной политики в дальнейшем на прогнозном горизонте. Такая траектория процентных ставок в США и еврозоне учитывает произошедшее в июле снижение базовой ставки ФРС США, смягчение риторики ФРС США и ЕЦБ относительно перспектив денежно-кредитной политики на фоне происходящего замедления мировой экономики, а также в целом согласуется с ожиданиями участников рынка. Так, в базовый сценарий Банк России закладывает еще одно снижение базовой ставки ФРС США до конца 2019 г., два снижения в 2020 г. и ее сохранение на неизменном уровне в 2021–2022 гг. (рис. 1.1.4). Что касается траектории процентных ставок в еврозоне, то в базовом сценарии Банк России предполагает их неболь-

шое снижение в 2019 г. и сохранение на достигнутом уровне в дальнейшем (рис. 1.1.5).

**Мировые финансовые рынки.** В базовом сценарии Банк России исходит из предположения о постепенном ослаблении доллара США по отношению к евро на прогнозном горизонте. Такая динамика курса доллара к евро преимущественно отражает предполагаемое Банком России в базовом сценарии соотношение траекторий процентных ставок в США и еврозоне. При этом смягчение в 2019–2020 гг. и дальнейшее поддержание мягких денежно-кредитных условий в развитых странах будет ограничивать риски устойчивого оттока капитала из стран с формирующимися рынками (СФР).

Равновесная премия за страновой риск, закладываемая Банком России в базовый сценарий для СФР в целом и для России в частности, учитывает фактически сложившуюся динамику риск-премий с начала 2019 г., а также совокупность предпосылок в части внешних условий. Равновесная риск-премия для России предполагается несколько выше, чем для СФР в целом, преимущественно в связи с геополитическими факторами.

**Геополитические факторы.** В базовом сценарии Банк России исходит из сохранения введенных в отношении России в 2014–2019 гг. международных санкций на всем прогнозном горизонте. Их влияние предполагает формирование премии за страновой риск на Россию на уровне несколько выше, чем в ситуации отсутствия санкционных ограничений. Опираясь на консервативные предпосылки по риск-премии, Банк России в базовом сценарии учитывает возможную волатильность на финансовых рынках в случае возникновения краткосрочных эпизодов усиления геополитической напряженности.

**Экономическая политика Правительства Российской Федерации.** В части ключевых внутренних предпосылок Банк России учитывает на всем прогнозном горизонте действие бюджетного правила, сглаживающего влияние динамики цен на нефть на внутренние экономические условия. При этом в предположении прогноза закладывается, что средства ФНБ будут инвестироваться в ликвидные ва-

лютные инструменты с низким уровнем риска. Помимо бюджетного правила, на условия проведения денежно-кредитной политики в 2019–2022 гг. также окажут влияние следующие меры Правительства<sup>2</sup>: произошедшие и ожидаемые изменения в системе налогообложения; комплекс мер по преодолению структурных ограничений российской экономики, в том числе реализация национальных проектов; меры федеральных и региональных органов власти, призванные способствовать снижению влияния немонетарных факторов на инфляцию и реализуемые при участии Банка России.

Среди ключевых мер налоговой политики Банк России принимает во внимание изменение акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину<sup>3</sup>, и проведение в 2019–2024 гг. нефтегазового налогового маневра, вклад которого в годовую инфляцию в 2019–2022 гг. в базовом сценарии, по оценкам Банка России, будет вблизи нуля.

Комплекс мер Правительства<sup>4</sup>, учитываемый Банком России в базовом сценарии, в первую очередь включает в себя дополнительные инвестиционные расходы и расходы на развитие человеческого капитала в рамках национальных проектов. Эти меры направлены на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений в российской экономике, и в случае успешной реализации они будут способствовать увеличению ее потенциальных темпов роста. Основными каналами влияния этих мер на потенциальный рост могут стать обновление основных фондов и инфраструктуры, улучшение инвестиционного климата, увеличение че-

<sup>2</sup> В соответствии с Основными направлениями бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов и Налоговым кодексом Российской Федерации.

<sup>3</sup> На алкогольную и спиртосодержащую продукцию, основные виды моторного топлива, табак и другие виды продукции.

<sup>4</sup> Социально-экономические мероприятия в рамках Указа Президента Российской Федерации от 7.05.2018 № 204, реализация которых запланирована в период 2019–2024 годов. На финансирование данных мероприятий планируется направлять дополнительно порядка 1% ВВП бюджетных средств в год в течение всего прогнозного горизонта (в сумме за 2019–2024 гг. – дополнительно порядка 8 трлн руб.; всего с учетом ранее предусмотренных средств – около 13 трлн руб.).

ловеческого капитала и производительности труда, повышение качества управления на всех уровнях (как в государственном, так и в частном секторе), диверсификация российской экономики в целом и снижение ее сырьевой зависимости.

С учетом того, что реализация указанных мер, как правило, требует продолжительного времени, а объекты их воздействия – институциональные и структурные характеристики экономики, демографические тенденции – изменяются медленно, Банк России предполагает, что планируемые бюджетно-налоговые и структурные меры начнут оказывать значимое влияние на темпы и структуру роста российской экономики только ближе к концу прогнозного горизонта. Воздействие этих мер будет наиболее существенным за пределами прогнозного периода.

Банк России предполагает, что положительный вклад запланированных мер политики Правительства в повышение темпов экономического роста не будет сопровождаться дополнительным повышательным давлением на инфляцию в том случае, если будет происходить соответствующее расширение производственного потенциала российской экономики.

Банк России также закладывает в базовый сценарий запланированное Правительством поэтапное повышение пенсионного возраста и сохраняет свои оценки влияния данной меры на потенциальные темпы экономического роста<sup>5</sup>: около 0,1 п.п. в 2019 г. и около 0,2–0,3 п.п. в 2020–2022 годах.

**Прочие виды политики Банка России.** Дополнительную поддержку формированию благоприятных условий для повышения инвестиционной и экономической активности на прогнозном горизонте будут оказывать меры Банка России, направленные на сбалансированное развитие финансового рынка, минимизацию вероятности возникновения на нем системных рисков, а также на эффективное преобразование сбережений населения во внутренние долгосрочные инвести-

ции. К ним в том числе относятся мероприятия в части внедрения и совершенствования стимулирующего регулирования банковского сектора, повышения конкуренции на финансовом рынке, развития сегмента долгосрочных финансовых ресурсов, повышения качества корпоративного управления, совершенствования защиты прав инвесторов, развития страхового сектора, сектора доверительного управления и коллективных инвестиций, а также меры макропруденциальной политики<sup>6</sup>. Банк России учитывает, что данные меры носят как циклический, так и структурный характер.

Деятельность Банка России по повышению финансовой доступности и финансовой грамотности населения<sup>6</sup> способствует увеличению доли населения, активно вовлеченного в использование финансовых продуктов и услуг, и, соответственно, более эффективно преобразованию внутренних сбережений во внутренние инвестиции. Это способствует увеличению действенности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

## СРЕДНСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

**Инфляция.** В базовом сценарии Банк России прогнозирует годовую инфляцию в диапазоне 4,0–4,5% по итогам 2019 г. и ее сохранение вблизи 4% в дальнейшем (рис. 1.1.6). Этому в первую очередь будет способствовать проводимая денежно-кредитная политика. В условиях замедления внешнего спроса и сбалансированной динамики внутреннего спроса инфляционное давление будет сдержанным. Заложенная в прогноз индексация регулируемых цен и тарифов на уровень инфляции вблизи 4% предполагает отсутствие избыточного повышательного влияния на цены со стороны данного фактора. В предпосылке о том, что меры Правительства по повышению темпов экономического роста будут в основном направлены на увеличение инвестиций, они не должны иметь существенных проинфляционных эффектов

<sup>5</sup> Оценки, опубликованные в базовом прогнозе в основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов.

<sup>6</sup> Более подробно о мерах Банка России по развитию финансового рынка см. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов, [www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main\\_directions.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf).

на среднесрочном горизонте. Однако Банк России учитывает, что на начальных этапах реализации инвестиционных проектов позитивное влияние на потребительский спрос через динамику доходов может опережать расширение производственного потенциала.

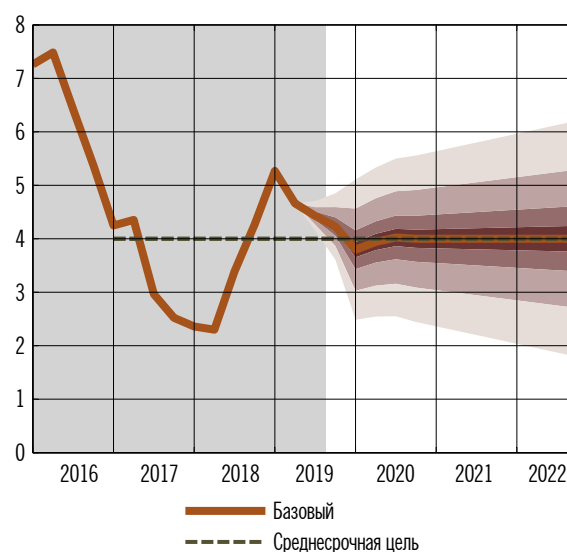
Учитывая прогнозируемое сохранение годовой инфляции вблизи 4% в 2020–2022 гг., скользящая среднегодовая инфляция также стабилизируется вблизи 4% в этот период после повышения в 2019 г. под влиянием временных проинфляционных факторов.

**Экономика.** Согласно базовому сценарию Банка России, с учетом слабой экономической активности, наблюдавшейся с начала текущего года, рост российской экономики в 2019 г. составит 0,8–1,3% после 2,3% в 2018 году. Сдерживающее влияние на рост экономики в 2019 г. окажет ряд факторов. Так, происходящее замедление мировой экономики, а также действие соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи нефти станут причиной снижения физических объемов экспорта в годовом выражении на 0,3–0,8% после роста на 5,5% в 2018 году. В свою очередь темп прироста валового накопления основного капитала, составивший 2,9% в 2018 г. в условиях реализации ряда крупных инфраструктурных проектов, в том числе с государственным участием, снизится в 2019 г. до 0,0–1,0% на фоне более медленной, чем ожидалось, реализации ряда запланированных Правительством национальных проектов. При этом на фоне снижения инвестиционного импорта замедлится годовой темп прироста физических объемов импорта – с 2,7% в 2018 г. до (-0,3)–0,2% в 2019 году.

Банк России прогнозирует, что в 2020 г. рост российской экономики ускорится до 1,5–2,0%. Основной вклад в увеличение темпов роста экономики внесет повышение государственных инвестиционных расходов, обусловленное переходом к активной фазе реализации национальных проектов. В этих условиях годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2020 г. увеличится до 3,5–4,5%. Это также отразится на динамике физических объемов импорта, годовой темп прироста которых увеличится до 3,0–3,5%. Росту экономики в 2020 г. бу-

ТРАЕКТОРИЯ ИНФЛЯЦИИ  
В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 1.1.6

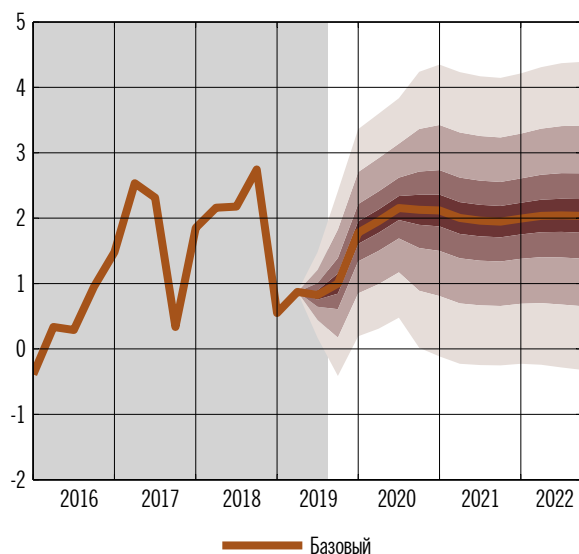


Примечание: затемненные области на прогнозном горизонте отражают вероятности реализации различных значений инфляции. Градация цвета отражает интервалы вероятности. Доверительные области симметричны и построены на основе исторической оценки неопределенности инфляции.  
Источник: расчеты Банка России.

### ТРАЕКТОРИЯ ТЕМПОВ ПРИРОСТА ВВП В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ

(% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 1.1.7



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

дет способствовать некоторое ускорение роста потребительского спроса на фоне улучшения динамики доходов населения и исчерпания сдерживающего влияния повышения НДС. Это проявится в увеличении годового темпа прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств до 2,0–2,5% (в 2019 г.: 1,0–1,5%). В то же время предполагаемое в базовом сценарии замедление мировой экономики будет сдерживать рост российского экспорта на прогнозном горизонте. Несколько сгладить это влияние позволят меры со стороны Правительства по стимулированию несырьевого экспорта в рамках национального проекта «Международная кооперация и экспорт». В результате годовой темп прироста экспорта в 2020 г. в базовом сценарии увеличится лишь до 2,0–2,5%.

В 2021–2022 гг. в базовом сценарии рост российской экономики ускорится до 1,5–2,5% и 2,0–3,0% соответственно (рис. 1.1.7). Этому будет способствовать постепенное накопление положительного эффекта от запланированных мер бюджетной политики и национальных проектов при их успешной реализации, а также динамика потребления. В то же время темпы прироста физических объемов экспорта не превысят 2,0–2,5% в 2021 г. и 2,5–3,0% в 2022 году. С учетом ожидаемой на среднесрочном прогнозном горизонте реализации планов Правительства по снижению размеров нефтегазового дефицита федерального бюджета<sup>7</sup> темп прироста валового накопления основного капитала замедлится в 2022 г. до 2,5–3,5% (в 2020–2021 гг.: 3,5–4,5%). Это в том числе приведет к снижению темпа прироста физических объемов импорта до 2,5–3,0% в 2022 г. (в 2020 г.: 3,0–3,5%; в 2021 г.: 3,5–4,0%).

**Денежно-кредитные показатели.** Согласно базовому прогнозу Банка России, денежно-кредитные условия в российской экономике продолжают постепенно смягчаться и будут в целом нейтральными на прогнозном горизонте, что в основном будет связано с завершением подстройки кредитно-депозитных ставок в экономике к произошед-

<sup>7</sup> В соответствии с бюджетным прогнозом Российской Федерации на период до 2036 г. (Минфин России).

шему в 2019 г. снижению ключевой ставки и со смягчением неценовых условий банковского кредитования.

Устойчивый рост требований банковской системы к экономике в 2020–2022 гг. в базовом сценарии будет происходить как в результате постепенного увеличения темпов экономического роста и улучшения динамики доходов населения, так и под влиянием формирующихся на прогнозном горизонте денежно-кредитных условий. При этом базовый прогноз денежно-кредитных показателей в части требований банковской системы к населению за 2019 г. учитывает ускорение их темпов прироста в начале года и постепенное замедление с середины текущего года. В дальнейшем Банк России ожидает плавного замедления темпов роста розничного кредитования, в том числе в связи с мерами, направленными на ограничение повышения долговой нагрузки населения в целом и отдельных заемщиков в частности, а также в связи с насыщением розничного кредитного рынка. В свою очередь постепенное смягчение ценовых условий кредитования в результате снижения ключевой ставки окажет поддержку стабильному росту корпоративного и ипотечного кредита. Неценовые условия кредитования будут смягчаться постепенно, отражая сохранение консервативного подхода банков к оценке заемщиков и принятию рисков.

С учетом влияния всех указанных факторов кредитная активность в 2020–2022 гг. в целом продолжит увеличиваться темпами, соответствующими повышению платежеспособного спроса и не создающими рисков для ценовой стабильности (рис. 1.1.8). Долговая нагрузка экономики будет формироваться на уровнях, не создающих угроз для финансовой стабильности в экономике, плавно повышаясь (рис. 1.1.9, 1.1.10). Кредит останется основным драйвером изменения денежного предложения, и темпы роста денежной массы в этих условиях будут близки к темпам роста требований к экономике (рис. 1.1.11).

**Платежный баланс.** Прогноз показателей платежного баланса учитывает фактические данные по основным компонентам платежного баланса с начала текущего года, предпо-

**ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ**  
(вклад в годовой темп прироста, п.п.)

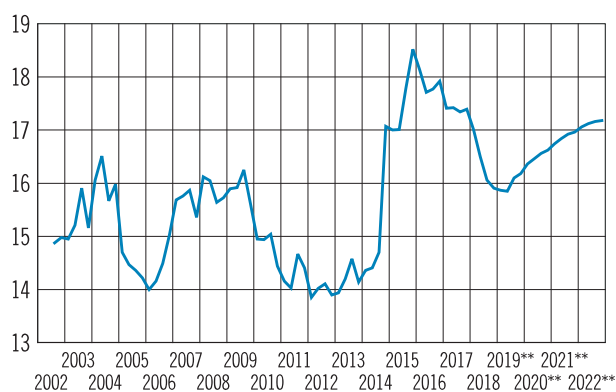
Рис. 1.1.8



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

**ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОРГАНИЗАЦИЙ**  
(коэффициент обслуживания долга\*, % ВВП)

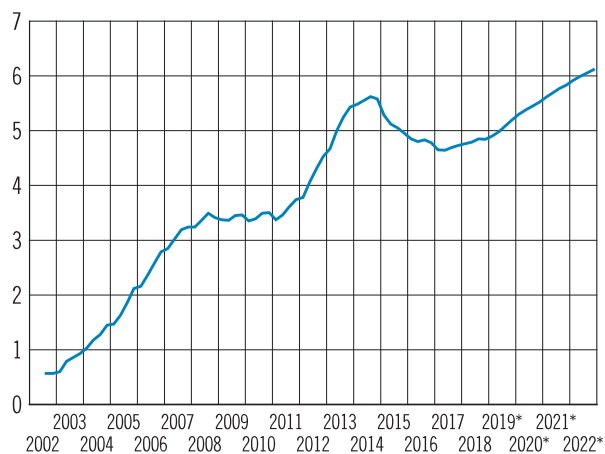
Рис. 1.1.9



\* Коэффициент обслуживания долга рассчитан в соответствии с методологией, описанной в работе Донец С.А., Пономаренко А.А. Индикаторы долговой нагрузки. Деньги и кредит, №4, 2017. Значение за I квартал 2019 г. – оценка Банка России.  
\*\* Прогноз. Долговая нагрузка рассчитана для уровня кредита, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии.  
Источник: расчеты Банка России.

**ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА НАСЕЛЕНИЯ**  
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)

Рис. 1.1.10



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

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

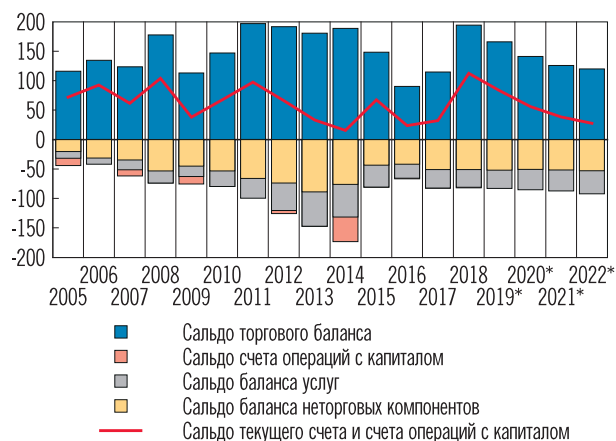
Рис. 1.1.11



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

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

Рис. 1.1.12



\* Прогноз.  
Источник: расчеты Банка России.

лагаемую траекторию цен на нефть и темпы прироста ВВП в 2019–2022 годах. В 2019 г. Банк России прогнозирует снижение профицита счета текущих операций до 83 млрд долл. США (в 2018 г.: 113 млрд долл. США) и уменьшение сальдо финансового счета по частному сектору до 40 млрд долл. США (в 2018 г.: 68 млрд долл. США). Принимая во внимание фактический приток средств иностранных инвесторов на рынок ОФЗ с начала года и успешные размещения российских еврооблигаций, отрицательное сальдо финансового счета государственного сектора (в знаках РПБ6, то есть нетто-приток капитала) составит 20 млрд долл. США в 2019 г. после нетто-оттока капитала в 2018 г. в размере 9 млрд долл. США.

На среднесрочном прогнозируемом горизонте, несмотря на постепенное снижение цен на нефть и в целом небольшой рост физических объемов экспорта на фоне замедления мировой экономики, сальдо счета текущих операций платежного баланса будет устойчиво положительным: 3% ВВП в 2020 г. и около 1,5–2% ВВП в 2021–2022 гг. (в 2019 г.: 5% ВВП). Меры Правительства, направленные на стимулирование несырьевого экспорта, поддержат рост физических объемов экспорта, что смягчит эффект от предполагаемого снижения цен на нефть и замедления роста мировой экономики (рис. 1.1.12).

Сальдо финансового счета по частному сектору снизится с 2,5% ВВП в 2019 г. до примерно 1–1,5% в 2020–2022 гг. (в 2018 г.: 4% ВВП) на фоне снижения выплат по внешнему долгу и некоторого сокращения возможностей российских компаний по накоплению иностранных активов в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта (рис. 1.1.13).

В 2019–2022 гг. также продолжится пополнение международных резервов в рамках реализации механизма бюджетного правила. В прогнозе в том числе учитывается проведение отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке, которые завершатся в начале 2022 года.



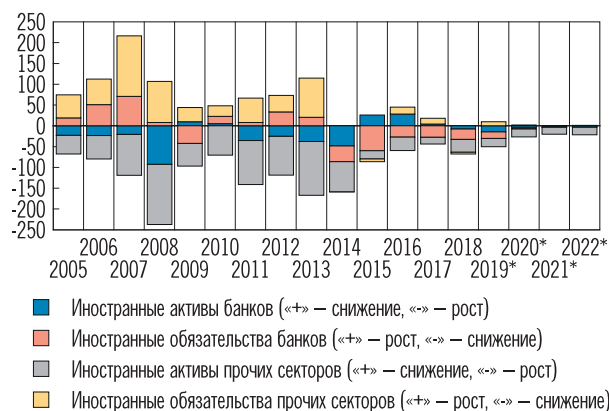
## 1.2. ФАКТОРЫ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ ПРОГНОЗА

**Внешние условия.** С начала 2019 г. снижались проинфляционные риски, связанные с отдельными внешними факторами. Так, произошедший в начале года пересмотр вниз ожидаемых траекторий процентных ставок в США и еврозоне, а также снижение в июле базовой ставки ФРС США, наряду со смягчением риторики ФРС США и ЕЦБ, уменьшают риски значительного оттока капитала из стран с формирующимися рынками.

В то же время значимыми остаются прочие внешние риски. В частности, сохраняются риски того, что наблюдающееся с середины 2018 г. замедление экономического роста в большинстве ключевых экономик мира может оказаться более продолжительным и устойчивым, чем предполагается в базовом сценарии. Неблагоприятное влияние на темпы роста мировой экономики может оказать негативное развитие событий, связанное с рядом геополитических факторов, включая параметры и последствия возможного выхода Великобритании из Европейского союза (ЕС), а также развитие ситуации со взаимными внешнеторговыми ограничениями США и их ключевых торговых партнеров (в первую очередь Китая). Так, введение новых внешнеторговых ограничений, прежде всего между Китаем и США, может оказать негативное влияние на экономики развитых стран и СФР, включая Россию, как через ухудшение перспектив экономического роста за счет снижения внешнего спроса, так и посредством снижения спроса на рискованные активы и повышения риск-премий на фоне усиления волатильности на финансовых рынках. Ухудшение ситуации на финансовых рынках СФР в краткосрочной перспективе может создавать проинфляционные риски через динамику национальных валют и курсовых ожиданий. Однако в среднесрочной перспективе замедление роста мировой экономики в случае усиления торговых противоречий может

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

Рис. 1.113



\* Прогноз.

Источник: расчеты Банка России.

носить в целом дезинфляционный характер для большинства экономик, в том числе СФР.

Источником неопределенности остается дальнейшая динамика цен на нефть. Под влиянием факторов преимущественно со стороны предложения может сохраняться их повышенная волатильность, в результате чего на прогнозном горизонте цены на нефть могут сложиться как ниже, так и выше базового сценария.

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

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

**Немонетарные факторы инфляции.** На прогнозном горизонте динамика инфляции может также находиться под воздействием немонетарных факторов, в том числе влияющих на цены продовольственных товаров и на основные виды моторного топлива. Оказывая значимое влияние на динамику инфляции, немонетарные факторы при этом находятся вне сферы действия денежно-кредитной политики.

Банк России будет учитывать особенности ценообразования на рынках отдельных товаров и услуг, а также тесно взаимодействовать на экспертном уровне с Правительством Российской Федерации с целью разработки и реализации мер по снижению чувствительности динамики цен к действию немонетарных факторов.

**Меры экономической политики Правительства Российской Федерации.** Фактором неопределенности для перспектив экономического роста на прогнозном горизонте, в основном начиная с 2020 г., является масштаб и характер влияния комплекса за-

планированных мер бюджетной и структурной политики Правительства. Они будут зависеть от скорости и эффективности реализации намеченных изменений.

Бюджетная политика может значимо воздействовать на динамику инфляции как на краткосрочном, так и на среднесрочном горизонте. Более поздняя, чем ожидалось, реализация ряда национальных проектов на фоне сезонного увеличения бюджетных расходов во втором полугодии текущего года может иметь проинфляционный эффект в конце 2019 – начале 2020 года.

Дополнительным фактором неопределенности является структура инвестирования ликвидной части средств ФНБ сверх порогового уровня 7% ВВП, установленного в Бюджетном кодексе. Достижение этого уровня, согласно базовому сценарию Банка России, произойдет в 2020 году.

Если развитие ситуации в 2020–2022 гг. будет отличаться от предположений Банка России, заложенных в базовый сценарий, и повышательное влияние наращивания государственных расходов на потребительский спрос будет существенно опережать влияние на производственный потенциал, то ускорение экономического роста может сопровождаться повышательным давлением на инфляцию.

При этом постепенное преодоление структурных ограничений в российской экономике может одновременно снизить чувствительность внутренних цен к отдельным внешним и внутренним факторам и оказать понижающее влияние на инфляцию в случае опережающего увеличения потенциальных темпов роста российской экономики. Это может произойти в результате снижения зависимости российской экономики от экспорта энергетических ресурсов, повышения уровня конкуренции, развития транспортной и логистической инфраструктуры.

Банк России продолжит уделять большое внимание оценке краткосрочных и долгосрочных эффектов планируемых налогово-бюджетных мер, уточняя масштаб и характер их влияния на экономику и инфляцию по мере их детализации и осуществления.

**Демографические тенденции.** На среднесрочную динамику инфляции и рост экономики могут оказать влияние ожидаемые демографические тенденции. Продолжение сокращения численности экономически активного населения в ближайшие годы вследствие текущей возрастной структуры населения будет оставаться фактором, ограничивающим потенциальный темп экономического роста в 2020–2022 гг., даже с учетом положительного вклада от повышения пенсионного возраста. Дефицит предложения на рынке труда может отразиться на динамике заработных плат и потребления домашних хозяйств и оказать повышательное давление на инфляцию. В то же время влияние фактора демографии на потенциальный выпуск и инфляцию может быть смягчено в случае, если

сокращение численности экономически активного населения России будет существенно компенсировано за счет повышения гибкости рынка труда, сокращения непродуцируемых рабочих мест, а также иммиграции из других стран. При этом на миграционные потоки будет влиять не только миграционная политика Правительства, но и в целом привлекательность экономики России для иностранной рабочей силы по сравнению с другими странами.

**Прочие факторы.** По оценке Банка России, умеренными на прогнозном горизонте остаются риски, связанные с динамикой заработных плат, цен на отдельные продовольственные товары, а также с возможными изменениями в потребительском поведении.

## 2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ<sup>1</sup>

В июне-августе 2019 г. продолжилось замедление годовой инфляции. В августе она составила 4,3%. Снижались также годовая базовая инфляция и медиана распределения годовых приростов потребительских цен, отражающие устойчивые тенденции в ценовой динамике. Замедление годовой инфляции происходило под влиянием сдержанного спроса, укрепления рубля, происходившего в первой половине текущего года, и разовых факторов, в первую очередь меньшей, чем годом ранее, индексации тарифов на коммунальные услуги в июле, которая в текущем году проводится в два этапа.

После снижения в июне-июле под действием временных факторов рост потребительских цен в августе (с поправкой на сезонность) вернулся к уровню 0,3% в аннуализированном выражении, соответствующему цели Банка России – вблизи 4%. Месячные темпы прироста цен на товары и услуги за исключением наиболее волатильных или регулируемых компонент (базовая инфляция, инфляция за исключением плодоовощной продукции, нефтепродуктов, жилищно-коммунальных услуг) составляли 0,2–0,3% (с поправкой на сезонность).

В июне-августе 2019 г. ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед продолжили снижаться. Профессиональные аналитики прогнозируют возвращение инфляции к уровням, соответствующим цели Банка России, к концу 2019 г. и ее последующую стабилизацию. Однако инфляционные ожидания населения на год вперед остаются на повышенном уровне.

По прогнозу Банка России, по итогам 2019 г. инфляция составит 4,0–4,5%. В дальнейшем с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция останется вблизи 4%.

<sup>1</sup> Раздел учитывает статистику по динамике цен на товары и услуги за август, опубликованную 9.09.2019 (после сентябрьского заседания Совета директоров Банка России).

Годовая инфляция в июне-августе 2019 г. продолжила снижаться после локального пика, пройденного в марте (рис. 2.1), что соответствует прогнозу Банка России<sup>2</sup>. В августе она составила 4,3%. Факторами замедления были исчерпание эффектов повышения ставки НДС в начале года, укрепление рубля в первом полугодии 2019 г., сдержанный спрос. Определенную роль сыграли также разовые факторы, такие как особенности регулирования на рынке жилищно-коммунальных услуг и нефтепродуктов, раннее поступление урожая овощей.

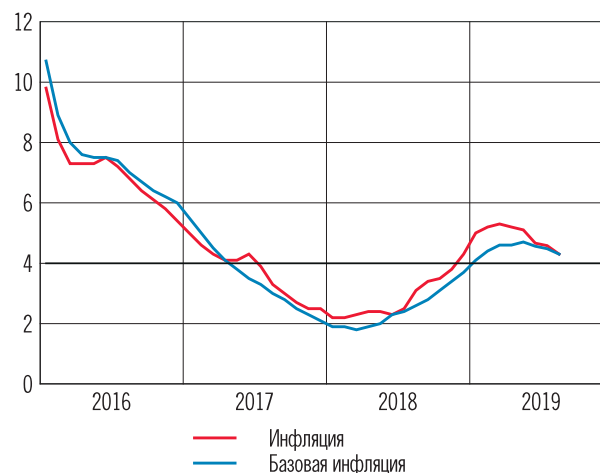
Снижались показатели, характеризующие устойчивые тенденции в динамике цен. Так, в июне-августе замедлялась годовая базовая инфляция после повышения с марта 2018 г. по май 2019 года. В августе она была равна 4,3%. Медиана распределения годовых приростов цен в августе снизилась до 4,1% (рис. 2.2).

Месячный темп прироста потребительских цен (с поправкой на сезонность, далее – SA) в июне-июле замедлился до 0,1–0,2%, что связано с действием разовых факторов, главным образом в динамике цен на плодоовощную продукцию и жилищные услуги (рис. 2.3.). В августе он вернулся к 0,3%, что в аннуализированном выражении соответствует цели Банка России – вблизи 4%. Месячные приросты цен на товары и услуги без учета наиболее волатильных или регулируемых компонент (базовая инфляция, прирост цен на товары и услуги без плодоовощной продукции, нефтепродуктов и жилищно-коммунальных услуг) оцениваются в июне-августе в диапазоне 0,2–0,3% (SA).

По прогнозу Банка России, по итогам 2019 г. инфляция составит 4,0–4,5%. В дальнейшем с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция останется вблизи 4%.

ИНФЛЯЦИЯ И БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ  
(% к соответствующему месяцу предыдущего года)

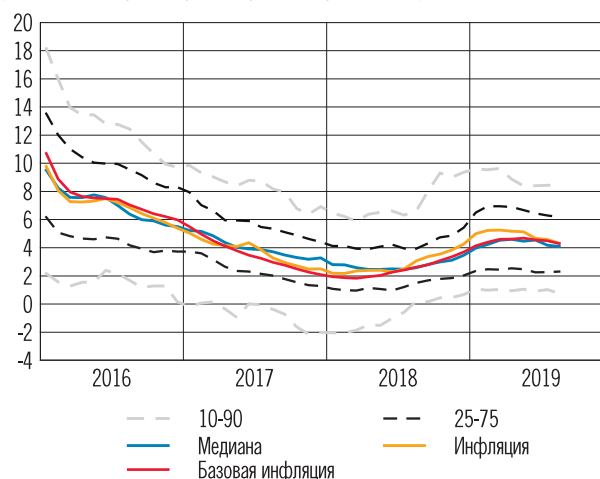
Рис. 2.1



Источник: Росстат.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИРОСТОВ ЦЕН  
НА ТОВАРЫ И УСЛУГИ  
(% к соответствующему месяцу предыдущего года)

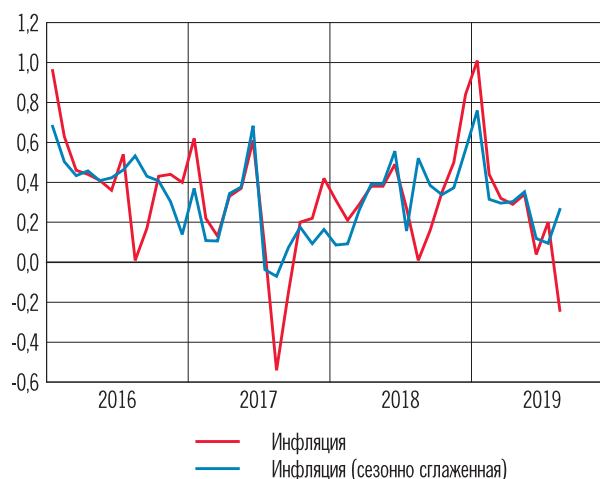
Рис. 2.2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ  
(% к предыдущему месяцу)

Рис. 2.3

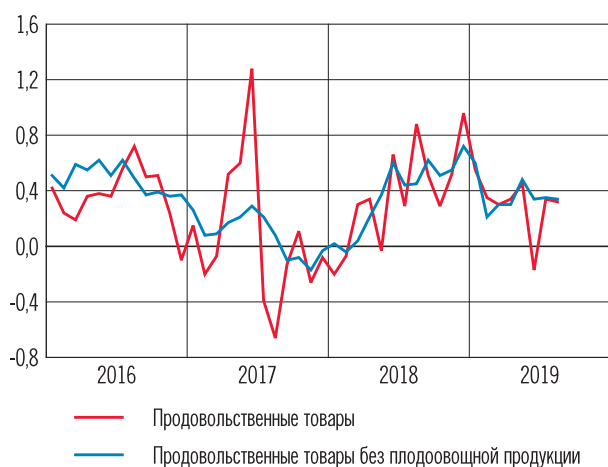


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>2</sup> ДоДКП 1/19, [www.cbr.ru/Collection/Collection/File/18969/2019\\_01\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/18969/2019_01_ddcp.pdf); ДоДКП 2/19, [www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19993/2019\\_02\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19993/2019_02_ddcp.pdf).

**ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ**  
(прирост в % к предыдущему месяцу с исключением сезонности)

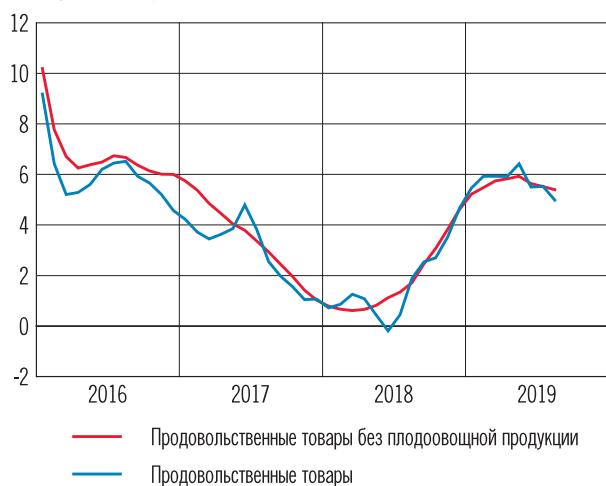
Рис. 2.4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.5



Источник: Росстат.

**ЦЕНЫ НА ПЛОДООВОЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

За июнь 2019 г. цены на продовольствие снизились (SA), компенсировав временное ускорение их удорожания в мае. В среднем в эти два месяца продовольственные товары дорожали темпом 0,1%. Главным источником волатильности являлась динамика цен на плодоовощную продукцию, тогда как темпы изменения цен на другие группы продовольствия были достаточно стабильными (рис. 2.4). В июле-августе цены на продовольствие росли на 0,3% ежемесячно (SA).

Годовая продовольственная инфляция в августе составила 5,0%, что на 1,4 п.п. ниже, чем в мае, когда был достигнут ее локальный пик (рис. 2.5).

**Плодоовощная продукция.** Цены на плодоовощную продукцию в июне снизились на 3,8% (SA) благодаря раннему поступлению нового урожая, обусловленному благоприятными погодными условиями в европейской части России. В июле удешевление овощей «борщевого набора» продолжилось, однако ускорился рост цен на помидоры и огурцы, негативное влияние на урожайность которых оказала дождливая и прохладная погода в европейской части страны. Как результат, в среднем плодоовощная продукция подорожала за месяц на 0,7% (SA). В августе ее удорожание составило 0,8% (SA), в основном за счет роста цен на капусту. Его динамика в летние месяцы формировалась под влиянием смещения на более ранние сроки поступления нового урожая.

Различия в погодных условиях и сроках поступления урожая овощей и фруктов в текущем и прошлом годах отражались на колебаниях годового темпа роста цен на них. В июне-августе он находился в диапазоне от 1,3 до 5,4% (рис. 2.6). В частности, высокая волатильность наблюдалась в динамике цен на помидоры (от их снижения на 2,8% в июне до роста на 31,3% в июле). Из-за эффекта базы годовой темп прироста цен на капусту в июне упал до 5,5% (в предыдущие месяцы года она была примерно вдвое дороже, чем в сопоставимые месяцы 2018 г.), а в июле-августе вновь возрос до 13,3%. В целом годовой

прирост цен на овощи «борщевого набора» снизился до 1,7% в августе (в мае – 29,4%).

### ПРОДОВОЛЬСТВИЕ (КРОМЕ ПЛОДООВОЩНОЙ ПРОДУКЦИИ)

Месячный прирост цен на продовольственные товары (без плодоовощной продукции) в июне-августе был устойчивым и оценивается в 0,3% (SA), как и в марте-апреле.

Годовой темп прироста цен на эту товарную группу в августе замедлился до 5,4% после локального максимума в мае (5,9%). При этом динамика цен на различные группы продуктов питания была разнонаправленной.

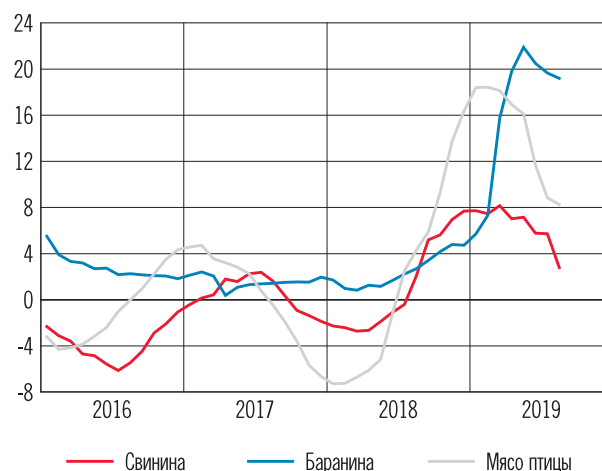
В июне-августе снизился годовой темп удорожания мясопродуктов (рис. 2.7). Особенно заметным было замедление роста цен на мясо птицы (с 16,1% в мае до 8,2% в августе), происходящее с марта и отражающее завершение подстройки предложения к спросу (ускорение ценовой динамики наблюдалось со второй половины 2018 г.). С учетом веса в потребительской корзине это внесло наибольший вклад в замедление роста цен на рассматриваемом сегменте продовольственного рынка. Необходимо отметить снижение темпа удорожания баранины, чему способствовало расширение производства (резкое повышение цен на нее происходило в марте-мае и было вызвано быстрым увеличением экспортных поставок).

Сахар в августе стал дешевле, чем в сопоставимом месяце 2018 г. (в начале текущего года прирост цен достигал 30%), что связано с ростом его производства на фоне высокого урожая сахарной свеклы.

Годовой темп роста цен на хлеб и хлебобулочные изделия остался на уровне предыдущего месяца впервые с мая 2018 г., когда началось его повышение (рис. 2.8). Основу для стабилизации динамики потребительских цен на продукты переработки зерновых создают ожидаемый высокий урожай в России и мире, сохранение тенденции к снижению мировых цен. Тем не менее годовые темпы удорожания крупы и бобовых, а также макаронных изделий в августе все еще продолжали увеличиваться, отражая отложенные эффекты повышения цен на зерно во второй

**ЦЕНЫ НА МЯСОПРОДУКТЫ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

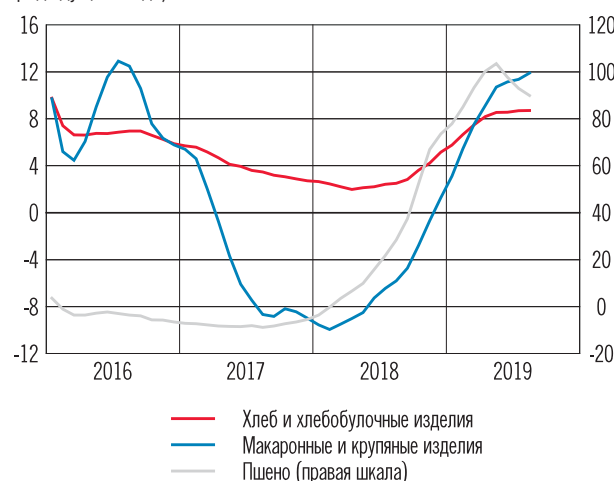
Рис. 2.7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА ПРОДУКТЫ ПЕРЕРАБОТКИ ЗЕРНОВЫХ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

Рис. 2.8



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА МОЛОЧНЫЕ ПРОДУКТЫ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

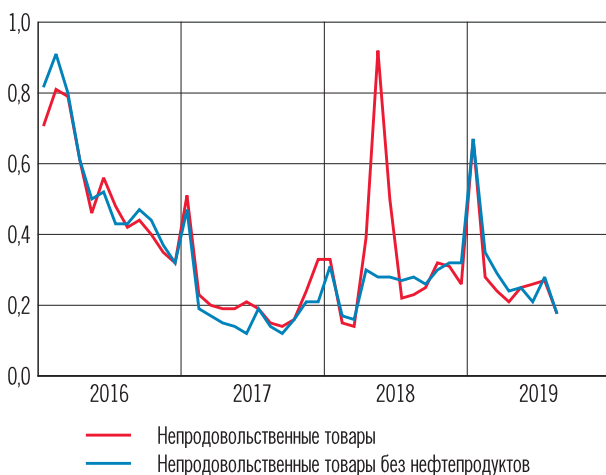
Рис. 2.9



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ**  
(прирост в % к предыдущему месяцу  
с исключением сезонности)

Рис. 2.10



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

половине 2018 года. Несколько замедлился рост цен на пшеницу, которое остается лидером удорожания не только среди продуктов питания, но и в целом среди потребительских товаров и услуг (в августе оно было почти вдвое дороже, чем годом ранее).

Минсельхоз России и независимые эксперты ожидают более высокого урожая зерновых, чем в прошлом году, хотя эксперты и понизили свои прогнозы с учетом погодных условий. Кроме того, по данным ФАО, динамику мировых цен на зерно сдерживают значительные запасы и сохраняющиеся ожидания рекордного уровня производства в мире, несмотря на снижение прогнозов урожая пшеницы в ряде стран. Все это формирует предпосылки для замедления роста цен на зерно на внутреннем рынке и потребительских цен на продукты его переработки.

Сохранилась тенденция к повышению годовых темпов роста цен на молочную продукцию (рис. 2.9). Это указывает на дальнейшую реорганизацию рынка, направленную на восстановление доходности бизнеса. Сдерживать рост цен будет ускорение роста производства товарного молока в текущем году, прогнозируемое Национальным союзом производителей молока<sup>3</sup>. Кроме того, ослабло давление на цены сливочного масла со стороны цен мирового рынка. В целом молоко и молочная продукция в августе были в среднем на 6,3% дороже, чем в августе 2018 г., сливочное масло – на 9,2%, сыр – на 6,8%.

В ближайшие месяцы отличия сроков созревания и уборки плодоовощной продукции от прошлогодних могут обуславливать колебания годовой продовольственной инфляции. Тем не менее в целом высокая обеспеченность российского рынка аграрным сырьем и продовольствием формирует условия для умеренного повышения цен на продукты питания темпами, соответствующими ценовой стабильности.

<sup>3</sup> [www.agroinvestor.ru/analytcs/news/32328-tempy-rosta-proizvodstva-tovarnogo-moloka/full/](http://www.agroinvestor.ru/analytcs/news/32328-tempy-rosta-proizvodstva-tovarnogo-moloka/full/).



## НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

В июне-августе 2019 г. месячный темп удорожания непродовольственных товаров (SA) оценивался в 0,2–0,3% (рис. 2.10).

Годовой темп прироста цен на непродовольственные товары в августе составил 3,5%, что на 0,3 п.п. ниже, чем в мае (рис. 2.11). Снижение, наблюдаемое с апреля, происходило за счет эффектов базы в динамике цен на нефтепродукты. Темпы роста цен на непродовольственные товары без нефтепродуктов находились в диапазоне 3,8–3,9%.

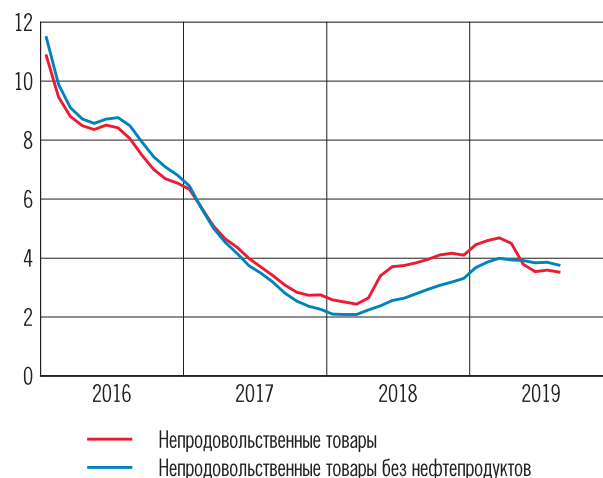
**Моторное топливо.** Повышение цен на основные виды моторного топлива (бензин, дизельное топливо) до 1 июля 2019 г. ограничивалось соглашениями между Правительством Российской Федерации и крупнейшими нефтяными компаниями. В этих условиях месячные темпы удорожания нефтепродуктов на потребительском рынке в апреле-июне заметно отставали от уровня сопоставимых месяцев прошлого года, когда произошло их ускорение, и годовые темпы снижались (рис. 2.12). Особенно заметным это отставание было в мае 2019 г. (основное удорожание моторного топлива произошло в мае 2018 г.). Годовые темпы прироста потребительских цен на нефтепродукты снизились на 5,5 п.п., до 3,0%. В июне снижение продолжилось (до 1,5%).

С июля текущего года ценообразование на рынке нефтепродуктов происходит под влиянием косвенных механизмов, включая обратный акциз с демпфирующей компонентой. Повышение потребительских цен на моторное топливо в июле-августе было умеренным – по оценке, на 0,1–0,2% (SA), чему способствовала динамика экспортного паритета (рис. 2.13). Годовой темп прироста несколько возрос (до 2,1%) за счет эффекта базы (в сопоставимые месяцы 2018 г. цены формировались под влиянием регулятивных мер).

**Прочие непродовольственные товары.** Месячный темп прироста цен на непродовольственные товары без нефтепродуктов (SA) в июне-августе оставался в диапазоне, характерном для марта-мая (0,2–0,3%). Умеренные темпы удорожания формировались под влиянием сдержанного спроса и укрепления рубля в первом полугодии 2019 года.

ЦЕНЫ НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

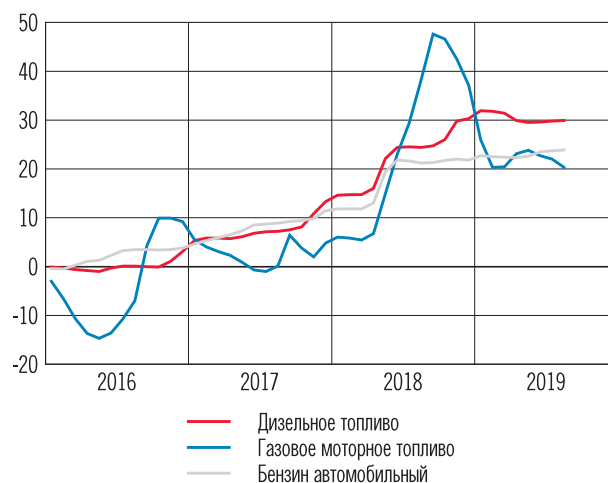
Рис. 2.11



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА НЕФТЕПРОДУКТЫ  
(прирост в % к декабрю 2015 г.)

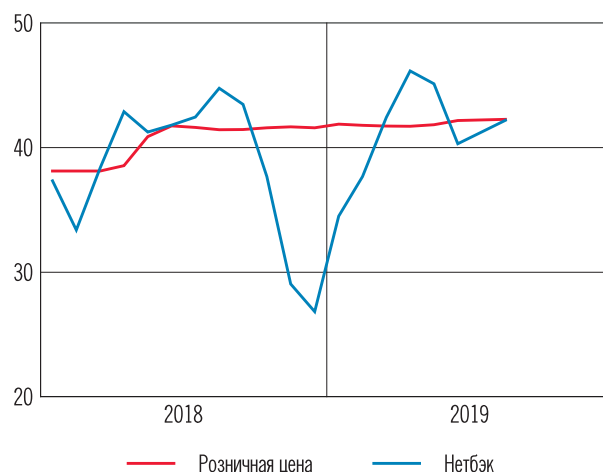
Рис. 2.12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА БЕНЗИН АИ-92  
(руб. за литр)

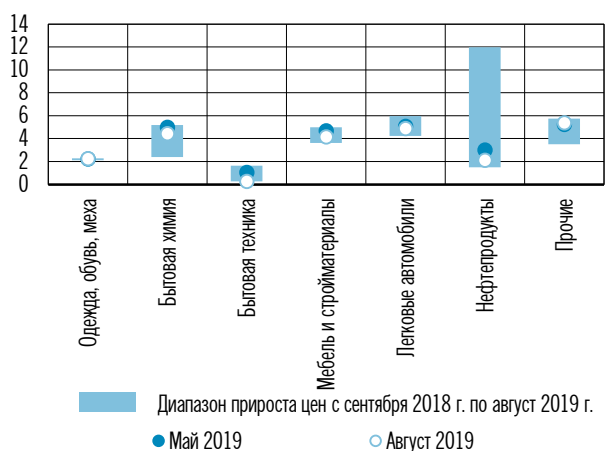
Рис. 2.13



Источники: Росстат, СПБМТСБ, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ  
НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ ТОВАРОВ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

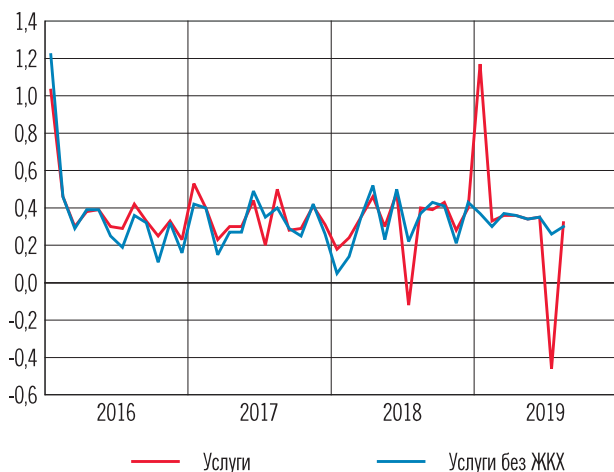
Рис. 2.14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА УСЛУГИ**  
(прирост в % к предыдущему месяцу  
с исключением сезонности)

Рис. 2.15



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ЦЕНЫ НА УСЛУГИ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

Рис. 2.16



Источники: Росстат, СП6МТСБ, расчеты Банка России.

Годовой темп прироста цен на данную группу непродовольственных товаров с апреля текущего года был устойчивым, находясь в диапазоне 3,8–3,9%.

Динамика цен на отдельные товарные группы была разнонаправленной, отражая воздействие факторов, характерных для данных рынков. Так, продолжилось снижение индексов цен на бытовую технику и электронику (кроме компьютеров). Несколько повысились годовые темпы роста цен на табачные изделия, компьютеры, обувь (рис. 2.14).

## УСЛУГИ

В июне-августе 2019 г. месячный темп прироста цен на услуги (SA) колебался в основном из-за динамики цен и тарифов в регулируемом сегменте (на транспортные, жилищно-коммунальные услуги, рис. 2.15). Годовой темп прироста цен на услуги замедлился в августе до 4,4%, преимущественно за счет меньшей, чем годом ранее, индексации тарифов на коммунальные услуги (рис. 2.16).

**Жилищно-коммунальные услуги** в июне 2019 г. подорожали на 0,4%, как и в мае (SA). В июле, по оценке, тарифы на них снизились (SA) благодаря меньшему, чем обычно, повышению тарифов на жилищно-коммунальные услуги. Тарифы на коммунальные услуги выросли на 2,5%, что соответствовало ожиданиям. Это второй этап индексации – первый проводился в январе и был связан с повышением ставки НДС.

Годовой темп удорожания жилищно-коммунальных услуг, как и ожидалось, в июле заметно снизился за счет меньшей, чем годом ранее, индексации тарифов на коммунальные услуги. Он составил 4,7%, в августе – 4,6% (на 1,3 п.п. ниже, чем в мае).

**Услуги без жилищно-коммунальных.** Месячный темп прироста цен на услуги без жилищно-коммунальных в июне-августе оценивается в 0,3–0,4%, как и в предыдущие месяцы года (SA). Годовой темп удорожания этой группы услуг составлял в летние месяцы 4,4% (в январе-мае – 4,5–4,7%).

Характер изменений цен на отдельные группы услуг был различным (рис. 2.17). В частности, в месячных и годовых темпах

роста цен на транспортные услуги отмечались колебания, традиционно обусловленные различиями в схеме повышения тарифов на железнодорожные перевозки в текущем и предыдущем годах. Заметно возросла стоимость авиабилетов, отражая отложенные эффекты удорожания топлива. Укрепление рубля, произошедшее с начала 2019 г., повлияло на замедление темпов роста цен на туристские и медицинские услуги.

## ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Инфляционные ожидания экономических субъектов в июне-августе 2019 г. не изменились или снизились после роста в начале года, связанного в том числе с повышением ставки НДС. Экономические субъекты в дальнейшем ожидают замедления инфляции.

**Инфляционные ожидания населения.** Согласно опросам ООО «инФОМ», проводимым по заказу Банка России, в июне-августе 2019 г. медианная оценка инфляции, наблюдаемой населением за последние 12 месяцев, составляла 9,9–10,2%. Ее уровень близок к значениям, сложившимся во второй половине 2018 г. (рис. 2.18).

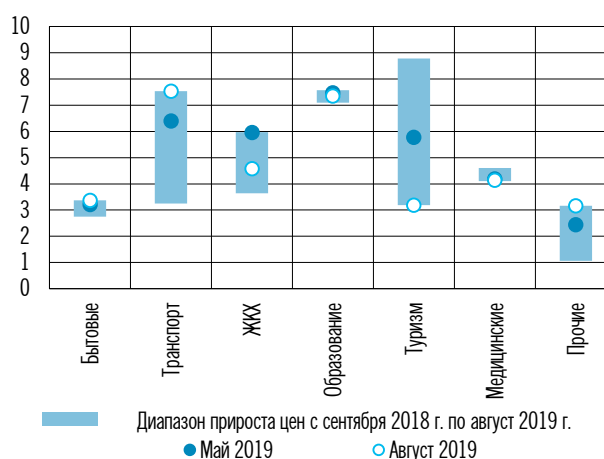
Медианная оценка инфляции, ожидаемой в ближайшие 12 месяцев, в июне-июле не менялась, а в августе – несколько снизилась. Ее уровень также остается высоким (9,1%).

На инфляционные ожидания домохозяйств заметное влияние оказывают текущая динамика цен на часто приобретаемые товары и услуги, а также новостной фон. Так, в июне возросла озабоченность респондентов возможным ростом цен на бензин в преддверии широко обсуждаемого в СМИ завершения с 1 июля действия соглашений между Правительством и крупнейшими нефтяными компаниями, касающихся ограничений на рост цен на моторное топливо. В июле-августе респонденты стали реже воспринимать как значительный рост цен на фрукты и овощи (на фоне их сезонного удешевления), однако возросла обеспокоенность ростом тарифов на жилищно-коммунальные услуги после их плановой индексации.

Высокая чувствительность к текущим событиям указывает на сохраняющуюся неза-

**ЦЕНЫ НА УСЛУГИ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

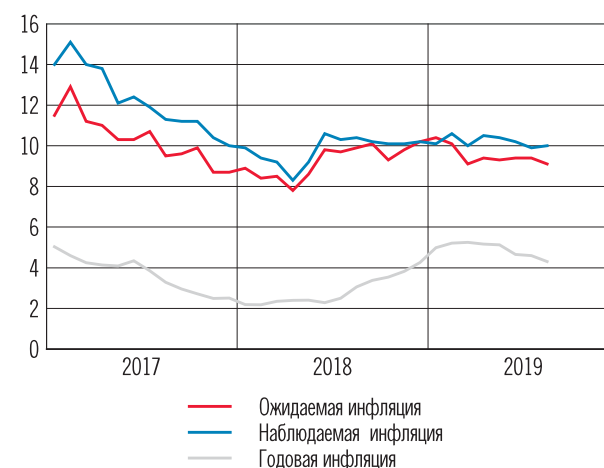
Рис. 2.17



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ  
И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ**  
(медианная оценка, %)

Рис. 2.18



Источники: Росстат, ООО «инФОМ».

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ  
(баланс ответов, п.п.)

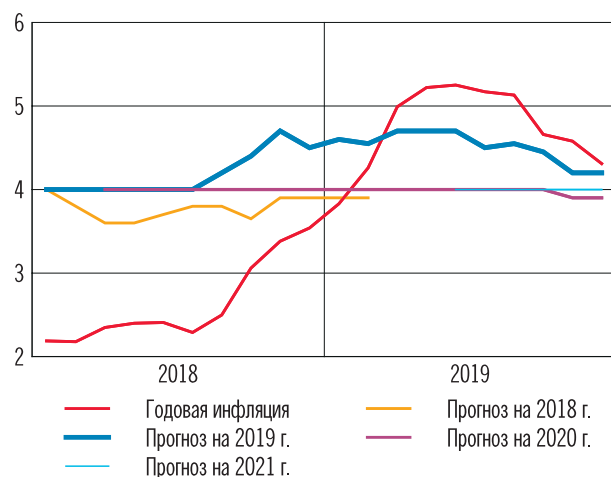
Рис. 2.19



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДИНАМИКА ПРОГНОЗОВ ИНФЛЯЦИИ  
ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ АНАЛИТИКОВ  
(в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2.20



Источники: Bloomberg, Росстат.

якоренность инфляционных ожиданий населения на цели Банка России. Не менее половины респондентов считают, что инфляция в 2019 г. и в трехлетней перспективе будет выше 4%.

**Ценовые ожидания предприятий.** По данным опросов предприятий, проводимых Банком России<sup>4</sup>, в июне-августе 2019 г. в целом сохранился тренд на снижение ценовых ожиданий предприятий на три месяца вперед. Их некоторый рост в июне, на который повлияли разовые факторы (конъюнктура мировых сырьевых рынков, изменение механизма проектного финансирования строительства), был компенсирован в июле. Снижение ожиданий затронуло все виды экономической деятельности, кроме добычи полезных ископаемых, где предприятия указывали на рост мировых цен на металлические руды и продление сделки ОПЕК+.

В августе ценовые ожидания практически не изменились. В качестве факторов предстоящей ценовой динамики респонденты отмечали слабый спрос и укрепление рубля (рис. 2.19).

**Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков.** Диапазон прогнозов инфляции на декабрь 2019 г., сделанных профессиональными аналитиками, в июле-августе несколько понизился и составляет 4,1–4,3% (рис. 2.20). Среднесрочные инфляционные ожидания профессиональных аналитиков остаются заякоренными на цели Банка России.

<sup>4</sup> Подробнее о методологии проведения опросов см. методологический комментарий «Анализ ценовых ожиданий предприятий», август 2018 г., [www.cbr.ru/Content/Document/File/62\\_829/analysis\\_18-12.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/62_829/analysis_18-12.pdf).

### 3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

*В июне-июле 2019 г. внешние условия были благоприятными для развития российской экономики. Однако в конце июля – начале августа они стали ухудшаться. Произошло снижение цены нефти. По итогам июня-августа 2019 г. сохранилась тенденция к охлаждению мировой экономики. Произошло обострение торговых противоречий между США и Китаем. Во многих странах наблюдалось смягчение монетарной политики. Инфляционные ожидания в большинстве стран (за исключением США) снизились.*

*Рубль, как и валюты большинства СФР, в июне-июле укреплялся к доллару США на фоне смягчения финансовых условий в развитых странах. Однако с начала августа валюты СФР ослабились к доллару США в условиях роста неопределенности во внешней торговле и дополнительных рисков для роста мировой экономики. В августе произошел рост страновых рисков премий во многих СФР.*

*Ситуация на российском фондовом рынке в июне-августе была стабильной: в сегменте облигаций наблюдался рост котировок, на рынке акций индексы демонстрировали небольшое снижение.*

*Краткосрочные ставки денежного рынка формировались в нижней половине процентного коридора вблизи ключевой ставки Банка России, ставки на срок более 1 дня продолжали снижаться.*

*В II квартале 2019 г. сформировалась устойчивая тенденция к снижению депозитных ставок. С мая намечилось снижение ставок по кредитам, в том числе ипотечным. В II квартале 2019 г. ускорились темпы прироста корпоративного кредитования. С мая 2019 г. наблюдается замедление роста розничного кредитования.*

*По предварительной оценке Росстата, рост ВВП в II квартале ускорился. По оценкам Банка России, основным источником роста оставался потребительский спрос. Данные по ВВП за I квартал свидетельствуют о снижении валового накопления основного капитала и экспорта. Падение импорта в I квартале внесло положительный вклад в динамику ВВП.*

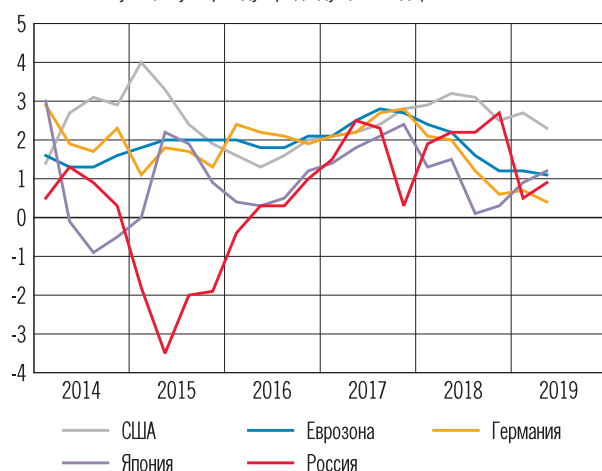
*В мае-июле темпы роста выпуска в промышленности оказались на том же уровне, что и в марте-апреле. Увеличился выпуск инвестиционных товаров. Произошло снижение выпуска потребительских товаров. Наблюдалось ухудшение деловых настроений в промышленности. В II квартале зафиксирован незначительный рост инвестиционной активности. Рост потребительского спроса в мае-июле оставался сдержанным. Безработица находилась на минимальных уровнях, наблюдалось сокращение рабочей силы. В II квартале замедлилось падение реальных располагаемых денежных доходов населения.*

*По итогам первого полугодия 2019 г. финансовый результат деятельности крупных и средних компаний находился на максимальных за последние 12 лет уровнях.*

*В мае-июле бюджетная политика продолжила сдерживать внутренний спрос за счет значительного роста нефтегазовых доходов и медленного исполнения расходов. Накопленный с начала года вклад бюджетной политики в совокупный выпуск находится в отрицательной области.*

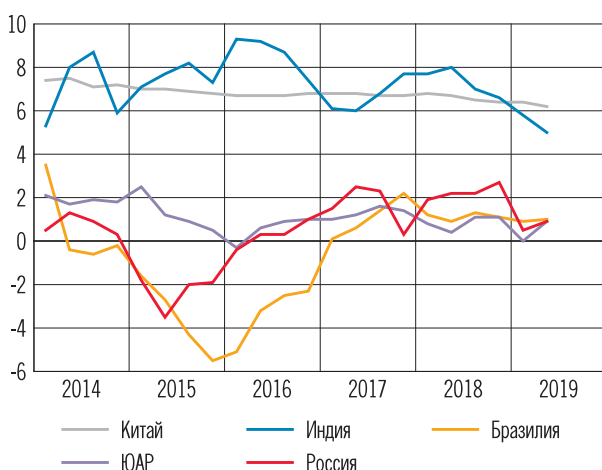
*В III–IV кварталах ожидается некоторое ускорение темпов роста ВВП за счет увеличения государственных инвестиций, обусловленного исполнением расходов на инфраструктурные национальные проекты, и сохранения неизменных темпов роста расходов на конечное потребление со стороны домохозяйств.*

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: РАЗВИТЫЕ ЭКОНОМИКИ И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ *Рис. 3.1.1*  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Bloomberg.

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: СФР И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ *Рис. 3.1.2*  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Bloomberg.

## 3.1. ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

### МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

**Экономический рост в мире.** В II квартале текущего года сохранилась тенденция к охлаждению экономической активности в основных мировых экономиках на фоне сохранения торговых противоречий при некотором смягчении монетарной политики в ряде стран (рис. 3.1.1).

В Китае в II квартале годовые темпы роста замедлились с 6,4 до 6,2%, что хотя и оказалось минимумом за 27 лет, но в целом совпало с прогнозами постепенного замедления китайской экономики.

В еврозоне годовые темпы роста составили 1,1% после 1,2% кварталом ранее на фоне их замедления в Германии с 0,9 до 0,4% (в квартальном выражении экономика Германии сократилась на 0,1%).

В США годовые темпы роста ВВП замедлились до 2,3 с 2,7%. Кроме того, пересмотр статистических данных за I квартал 2014 – I квартал 2019 г. показал, что американская экономика демонстрировала более высокие темпы роста во второй половине 2017 – первой половине 2018 г. и более низкие в конце 2018 – начале 2019 года. Пик годовых темпов роста (3,2%) теперь приходится на II квартал 2018 г., а не на I квартал 2019 года. Таким образом, максимальный эффект от фискальных стимулов пришелся на середину прошлого года, а не на начало текущего года, как предполагалось ранее.

Среди других крупных экономик (рис. 3.1.2) годовые темпы роста замедлились в Индии (до 5% после роста на 5,8% в I квартале), Мексике (до -0,8 с 1,2%), Австралии (до 1,4 с 1,7%). Можно отметить ускорение роста в Японии (до 1,2 с 1,0%), Бразилии, ЮАР и Южной Корее (до 2,1 с 1,7%). Ускорение роста в Корее обусловлено увеличением госрасходов в условиях снижения объемов экспорта.

Риски замедления мировой экономики, связанные прежде всего с торговыми разногласиями, сохраняются. США вводят новые пошлины в размере 15% на китайские товары

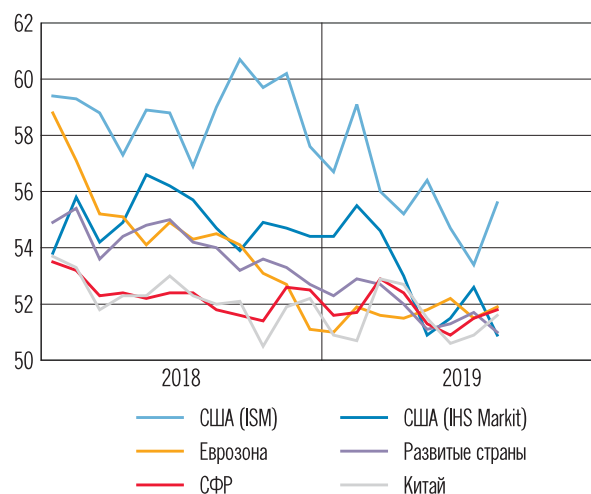
на 300 млрд долл. США поэтапно – с 1 сентября и с 15 декабря. В ответ Китай в те же даты повышает на 5–10% тарифы на товары из США стоимостью 75 млрд долл. США. Повышение с 25 до 30% уже введенных ранее пошлин на товары из Китая стоимостью 250 млрд долл. США перенесено с 1 на 15 октября. Ситуацию может улучшить новый раунд торговых переговоров, намеченный на начало октября. На фоне расширения торговых разногласий курс юаня опускался до 7,15 юаня за доллар США.

Индикаторы PMI (рис. 3.1.3) и другие статистические данные указывают на то, что в июле-августе ситуация в основных мировых экономиках оставалась неоднозначной. В Китае композитный PMI, рассчитываемый Caixin, в августе вырос до 51,6 с 50,9 пункта в июле, однако он остается вблизи минимумов 2018–2019 годов. PMI Caixin в промышленности в августе поднялся выше 50 пунктов, но аналогичный индикатор, рассчитываемый Национальным бюро статистики, остается в зоне рецессии (ниже 50 пунктов) четвертый месяц подряд. В еврозоне экономическая активность поддерживается за счет сектора услуг – композитный PMI вырос в августе до 51,9 с 51,5 пункта в июле, а промышленный PMI остается ниже 50 пунктов седьмой месяц подряд, хотя в августе замедление в промышленности стало чуть менее существенным. В Германии PMI в промышленности в июле-августе находился на уровне чуть выше 43 пунктов (это минимальный уровень с июля 2012 г.). В США, где действие фактора бюджетного стимулирования исчерпывается, в июле-августе отмечается стабилизация экономической активности. Композитный индикатор, рассчитываемый IHS Markit, опустился до 50,7 с 52,6 пункта в июле, а PMI ISM вырос до 55,6 с 53,4 пункта. Темпы создания новых рабочих мест сохраняются на высоком уровне (выше 100 тыс.), но показывают тенденцию к замедлению: 193 тыс. – в июне, 159 тыс. – в июле и 130 тыс. – в августе.

**Инфляция в мире.** Внешнее ценовое давление в июле-августе несколько повысилось, но в целом оставалось на невысоком уровне – как в ПРС, так и в большинстве СФР

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI COMPOSITE (пунктов)

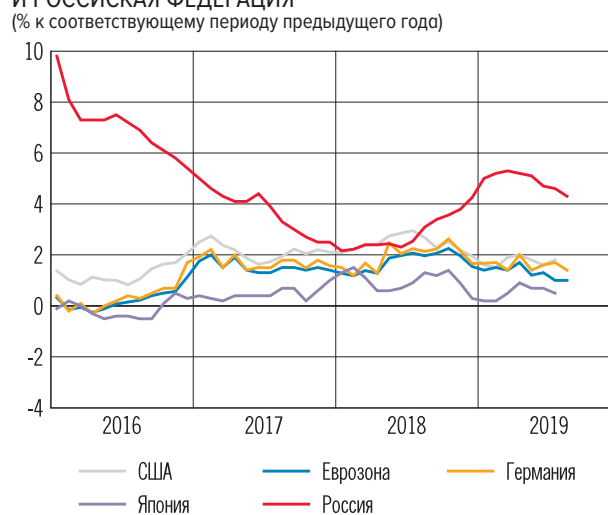
Рис. 3.1.3



Источник: Bloomberg.

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

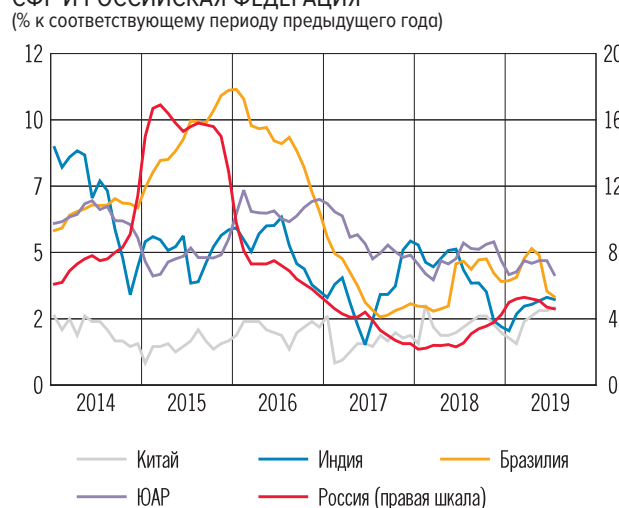
Рис. 3.1.4



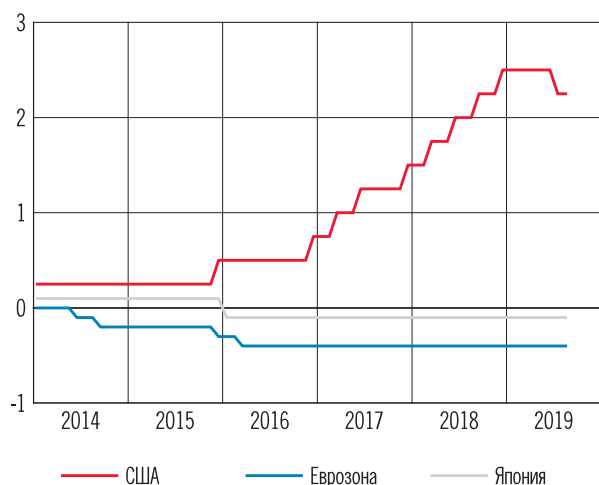
Источник: Bloomberg.

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

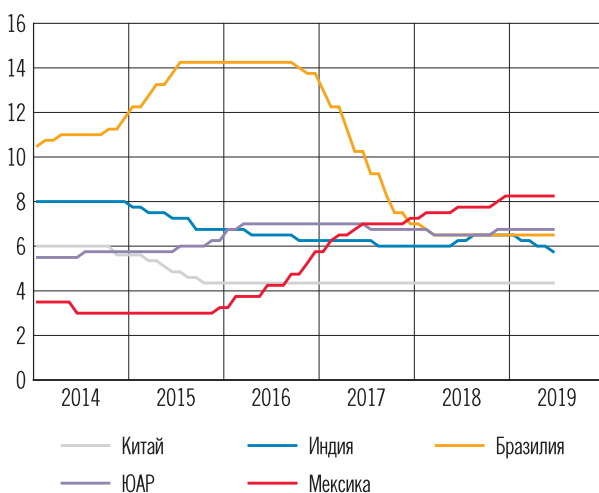
Рис. 3.1.5



Источник: Bloomberg.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ (рис. 3.1.6)  
(%)

Источник: Bloomberg.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, СФР (рис. 3.1.7)  
(%)

Источник: Bloomberg.

(рис. 3.1.4, 3.1.5). В условиях замедления темпов роста основных экономик инфляционные ожидания в большинстве стран снижаются. В США инфляция в годовом выражении в июле ускорилась до 1,8 с 1,6% в мае. При этом базовая инфляция составила 2,2% (в июне – 2,1%). Рост зарплат в августе также сохранялся на высоком уровне – 3,2% год к году и 0,4% месяц к месяцу (после 3,3 и 0,3% в июле соответственно).

В еврозоне инфляция замедлилась с 1,3% в июне до 1,0% в июле и августе. В Японии годовая инфляция в июле снизилась до 0,5 с 0,7% в мае-июне. Что касается крупных СФР, то инфляция в июле в Китае составила 2,8% (в июне – 2,7%), в Индии – 3,1% (в июне – 3,2%). В Бразилии и ЮАР годовая инфляция замедлилась до 3,2 и 4% соответственно.

### ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЗАРУБЕЖНЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

В первой половине текущего года в ответ на замедление темпов роста и снижение прогнозов роста на 2019–2020 гг. в большей части стран монетарные власти взяли паузу в нормализации денежно-кредитной политики или даже пошли на ее смягчение (рис. 3.1.6, 3.1.7).

**ДКП США и еврозоны.** ФРС США по итогам заседания 31 июля снизила ставку на 25 базисных пунктов. При этом представители ФРС США указали, что текущее снижение не является началом цикла смягчения ДКП. В то же время не менее еще одного снижения ставки в 2019 г. уже заложено в ожидания участников рынка.

С августа текущего года ФРС США досрочно прекращает программу количественного ужесточения (процесс сворачивания баланса). Ранее предполагалось, что это произойдет в сентябре, и возможно, что более раннее завершение программы оказалось связано с планами Минфина США увеличить объем заимствований на рынке в III квартале на 274 млрд долл. США, до 433 млрд долл. США.

Низкое ценовое давление в еврозоне формирует условия для более стимулирующей политики ЕЦБ, который по итогам заседа-



ния 25 июля не стал менять параметры монетарной политики, но допустил, что ставка может находиться на текущем или более низком уровне. Во второй половине года будут проведены аукционы по предоставлению банковскому сектору еврозоны долгосрочной ликвидности в рамках программы целевого льготного кредитования (TLTRO III).

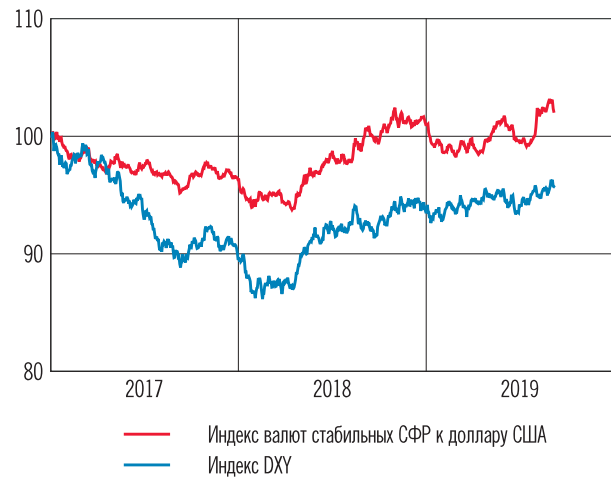
**ДКП в других странах.** В остальных регионах на фоне паузы в нормализации и некоторого смягчения ДКП в ведущих мировых экономиках многие центральные банки также пошли на смягчение монетарных условий. В частности, ключевые ставки в июне-августе были понижены в Индии (до 5,4%), Бразилии (до 6%), ЮАР (до 6,5%), Индонезии (до 5,5%), Южной Кореи (до 1,5%), Австралии (до 1,0%), Мексике (до 8%), Новой Зеландии (до 1%), Чили (до 2%). В Китае были снижены обязательные резервные требования к банкам на 50 б.п., до 13%.

## МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

**Валюты.** В июне-июле на мировом валютном рынке наблюдались разнонаправленные тенденции. Большинство валют развитых стран ослаблялись к доллару США в пределах 2% из-за роста ожиданий по смягчению ДКП в большинстве стран «Группы десяти» (рис. 3.1.8). Британский фунт ослаблялся к доллару США более существенно из-за жесткой позиции нового премьер-министра страны относительно выхода Великобритании из ЕС. При этом большая часть валют СФР укреплялась к доллару США на 1–5% в связи с ожиданиями смягчения финансовых условий в развитых странах.

С начала августа из-за обострения торговых разногласий между США и Китаем на финансовых рынках усилилась волатильность. Большинство валют развивающихся стран ослабились к доллару США на 1–6% по мере увеличения неопределенности во внешнеэкономической деятельности и дополнительных рисков для роста мировой экономики. В Аргентине рост политической неопределенности усилил опасения дефолта, привел к обесцениванию национальной валюты более чем на 20%, после чего прави-

ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА США К ВАЛЮТАМ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН (100 = 2.01.2017) *Рис. 3.1.8*



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ *Рис. 3.1.9*  
(изменение к 2.01.2017, п.п.)



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

ДОХОДНОСТИ 2-ЛЕТНИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ *Рис. 3.1.10*  
(изменение к 2.01.2017, п.п.)



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

тельство было вынуждено ввести контроль за движением капитала и обратиться за помощью к МВФ. Среди развитых стран динамика валют по отношению к доллару США была разнонаправленной: укреплялись преимущественно защитные валюты, такие как швейцарский франк и японская иена, на 1,5% укрепился британский фунт, несколько компенсируя июльское падение. В пределах 1–2% ослабились новозеландский доллар и норвежская крона.

**Ставки.** В июне-августе краткосрочные ставки по государственным долговым бумагам снижались во всех крупных развитых странах из-за сохранения невысокого инфляционного давления при ожидаемом дальнейшем замедлении экономического роста в большинстве регионов. В результате в развитых странах смягчение риторики центральных банков способствовало росту рыночных ожиданий по дальнейшему смягчению ДКП. В США снижение доходностей ценных бумаг на срок 2 года составило более 45 б.п., в Германии – более 20 б.п., в Японии – более 10 б.п., в Великобритании – более 20 б.п. (рис. 3.1.10). Даже в Италии, несмотря на обострение политического кризиса и рост доходностей в отдельные периоды, в августе доходности государственных обязательств страны на срок 2 года стали вновь отрицательными (впервые с мая 2018 г.).

Ожидаемое дальнейшее снижение ставок в большинстве регионов и вероятное возобновление количественного смягчения в еврозоне способствовали пересмотру долгосрочных ожиданий по ставкам. Это оказало понижающее воздействие и на уровень доходностей по долгосрочным обязательствам. В развитых странах за рассматриваемый период доходности 10-летних государственных облигаций снизились на 15–180 б.п., при этом максимальное снижение зафиксировано в Италии благодаря надеждам на формирование нового правительства (рис. 3.1.9).

Изменения формы кривой госдолга в развитых странах в июне-июле было разнонаправленным. Однако в августе после появления рисков введения новых торговых пошлин США форма кривой госдолга США

начала приближаться к инверсии. Спред доходностей между ценными бумагами на 2 года и 10 лет становился отрицательным впервые с 2007 г., а спред доходностей между бумагами на 3 месяца и 10 лет находится в отрицательной зоне с мая и в августе опустился ниже отметки -45 пунктов. В Германии спред на участке 3–10 лет также продолжил снижаться и остается минимальным с 2007 года.

Снижение доходностей на развитых рынках и риски замедления мировой экономики способствовали пересмотру ожиданий по ставкам центральных банков в сторону понижения в большинстве стабильных СФР.

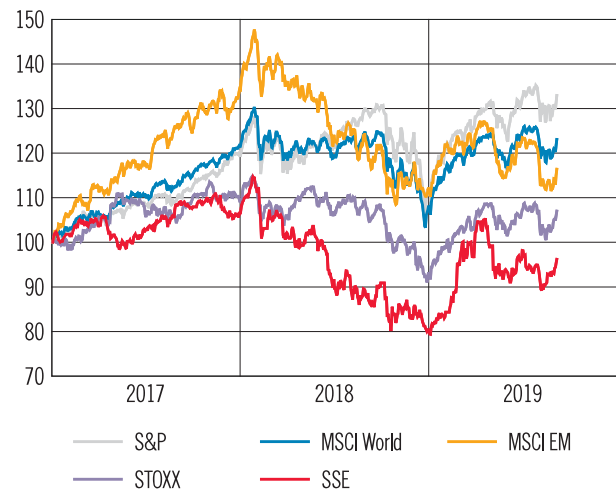
Доходности государственных обязательств на срок 10 лет крупнейших развивающихся стран снизились на 50–120 пунктов. В Турции уменьшение долгосрочных ставок составило более 330 пунктов благодаря снижению ставки центральным банком страны на 425 пунктов, что превышало ожидания аналитиков.

**Страновые риск-премии.** Изменения стоимости контрактов на рынке кредитно-дефолтных свопов в июне-августе в развитых странах были незначительными. Несколько повысилась стоимость 5-летнего контракта в Великобритании (в пределах 5 пунктов) под влиянием роста вероятности выхода страны из ЕС без соглашения. Волатильным оставался рынок страховки от дефолта по долгам Италии, однако к концу августа по мере стабилизации долгового рынка страны риск-премия опустилась ниже 150 пунктов – минимума с мая 2018 года.

В июне-июле стоимость кредитно-дефолтных свопов большинства СФР снижалась под воздействием ожидания смягчений денежно-кредитных условий (рис. 3.1.12). В августе после обострения торговых споров и роста рыночной волатильности наметился резкий рост CDS в большинстве стран. В то же время стоимость контрактов в большинстве стран оставалась ниже уровня начала лета, когда США объявили о предыдущем раунде повышения торговых пошлин. В крупнейших СФР стоимость контрактов остается на 30–180 пунктов ниже пиковых значений III–IV кварталов 2018 года

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ  
(100 = 2.01.2017)

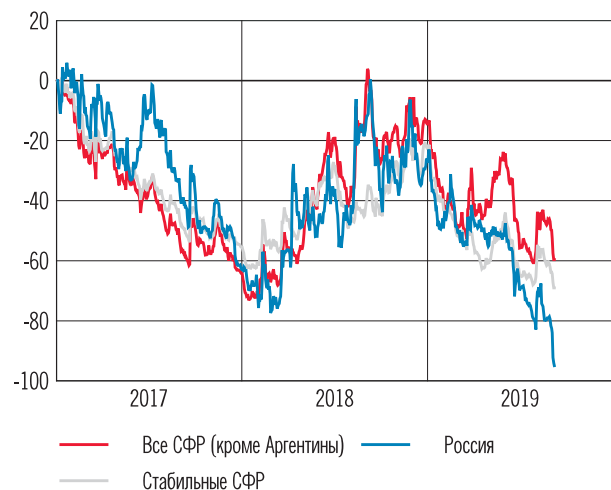
Рис. 3.1.11



Источник: Reuters.

CDS РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН  
(изменение к 2.01.2017, б.п.)

Рис. 3.1.12



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ  
(долл. США за баррель)

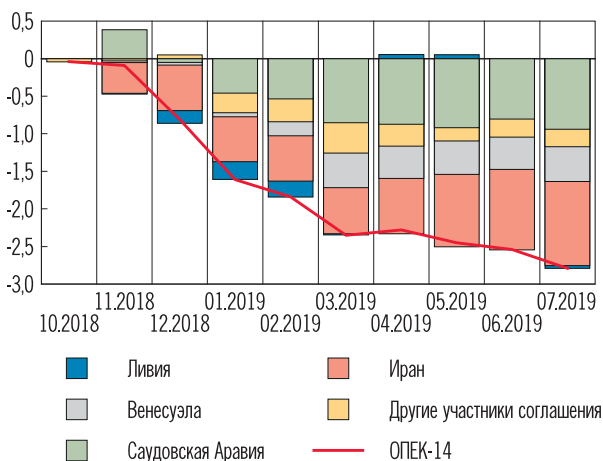
Рис. 3.1.13



Источники: Thomson Reuters, Bloomberg.

ИЗМЕНЕНИЕ ДОБЫЧИ СЫРОЙ НЕФТИ  
СТРАН ОПЕК С ОКТЯБРЯ 2018 ГОДА\*  
(млн барр. в день)

Рис. 3.1.14



\* Для Кувейта – с сентября 2018 года.

Источник: расчеты на основе данных из вторичных источников ОПЕК.

**Акции.** В июне-июле большинство фондовых площадок как ПРС, так и СФР росли в пределах 5–10% по мере роста ожиданий смягчения финансовых условий в большинстве стран и ожиданий возобновления количественного смягчения в отдельных регионах (рис. 3.1.11). Однако после объявления о новом раунде торговых пошлин США и возможной реакции на них Китая в августе на рынках произошла коррекция, исчерпавшая себя в середине месяца.

В результате за июнь-август индексы крупнейших развитых стран остались выше уровней начала лета на 2–5%, в то время как индексы СФР показали разнонаправленную динамику. Наиболее существенное снижение фондового рынка отмечается в Аргентине (более 30%) из-за долгового кризиса.

### МИРОВЫЕ ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

**Нефть.** После роста в январе-мае мировые цены на нефть – ключевой товар экспорта России – в июне-августе снизились (рис. 3.1.13). Цена нефти марки Urals упала 7 августа до 56 долл. США за баррель – минимального значения с января. В среднем в июне-августе цена нефти марки Urals составила 62 долл. США за баррель. Снижение цен было обусловлено усилением опасений о мировом спросе на фоне обострения торговых отношений США и Китая, крупнейших потребителей нефти. Сдерживало падение цен перевыполнение договоренностей ОПЕК+ и продолжившееся сокращение добычи Ирана и Венесуэлы (рис. 3.1.14).

**Нефть – мировой спрос.** По августовским оценкам МЭА, в январе-мае 2019 г. мировой спрос на нефть рос самыми медленными темпами за период с 2008 года. В среднем в 2019 г. МЭА ожидает его рост лишь на 1,1 млн барр. в день. С января августовский прогноз пересмотрен вниз на 300 тыс. барр. в день в условиях ухудшения перспектив роста мировой экономики. Летом Всемирный банк и МВФ заметно понизили прогнозы роста мирового ВВП на фоне повышения барьеров в международной торговле.

**Нефть – ОПЕК+.** Договоренности об ограничении добычи были продлены на 9 меся-

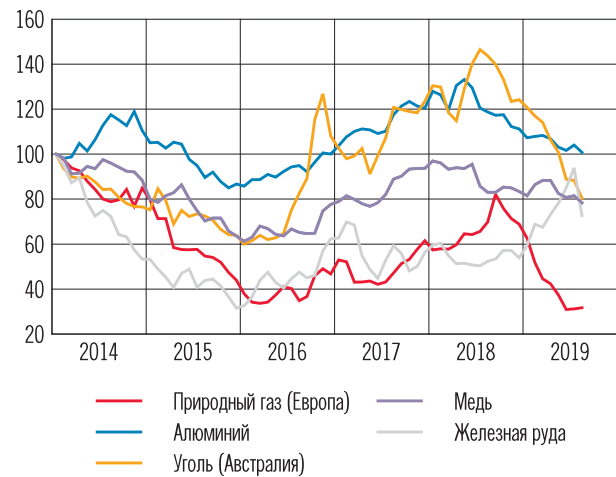
цев – до конца марта 2020 года. Для поддержания цен на нефть ряд стран продолжают перевыполнять обязательства. Наибольший вклад – у Саудовской Аравии, сократившей добычу в июле 2019 г. по сравнению с октябрём 2018 г. более чем на 900 тыс. барр. в день, то есть на 600 тыс. барр. сверх договоренностей. Значительнее, чем предполагало соглашение, уменьшили добычу также Ангола, Кувейт и другие страны. Продолжило поддерживать цену нефти и снижение производства в странах – участницах договоренностей вне ОПЕК. Россия в мае-июле перевыполнила свои обязательства. Вместе с тем возобновление поставок по нефтепроводу «Дружба» способствовало восстановлению добычи нефти в России.

**Нефть – предложение Ирана и Венесуэлы.** В Иране в июле 2019 г. добыча нефти упала до минимума за 30 лет. По данным вторичных источников ОПЕК, она снизилась на 1,1 млн барр. в день с октября и на 1,5 млн барр. в день с июля 2018 года. Это произошло на фоне падения экспорта Ирана в условиях прекращения в мае послаблений США для покупателей иранской нефти. В Венесуэле добыча тоже значительно уменьшилась – на 0,5 млн барр. в день с октября 2018 года. Это было связано с санкциями США и плохим состоянием нефтяной инфраструктуры.

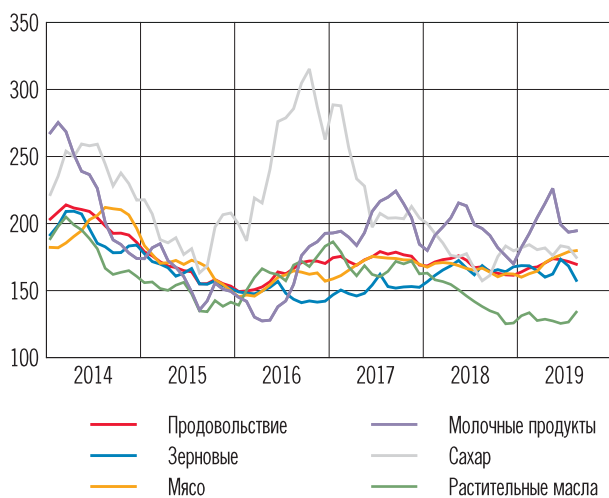
**Нефть – добыча вне ОПЕК+.** Добыча нефти в США, по данным Минэнерго США, в июле снизилась на 300 тыс. барр. в день по сравнению с июнем. Это произошло в условиях приостановки работы на платформах в Мексиканском заливе из-за шторма «Барри». Вместе с тем в конце июля – начале августа добыча нефти в США восстанавливалась. Предложение нефти и другого жидкого топлива США в июле 2019 г. увеличилось на 1,3 млн барр. в день с июля 2018 г. и более чем на 0,5 млн барр. в день с октября. В результате расширение производства стран вне ОПЕК, не участвующих в договоренностях, на 1 млн барр. в день с октября и на 1,7 млн барр. в день с июля 2018 г. отчасти компенсировало выпавшую добычу стран ОПЕК+, Ирана и Венесуэлы.

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

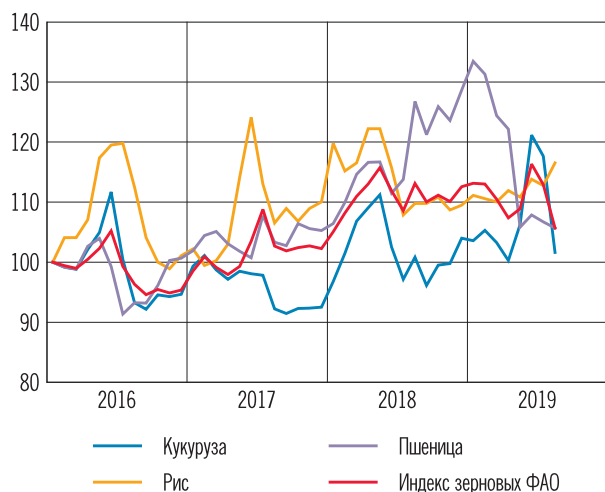
Рис. 3.1.15



Источник: Всемирный банк.

**МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ**  
(2002–2004 гг. = 100%) *Рис. 3.1.16*

Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

**МИРОВЫЕ ЦЕНЫ НА ЗЕРНОВЫЕ**  
(январь 2016 г. = 100%) *Рис. 3.1.17*

Источники: Всемирный банк, Bloomberg, Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

**Ситуация на других сырьевых рынках.** Летом мировые цены на другие энергоносители оставались вблизи многолетних минимумов (рис. 3.1.15): на природный газ в Европе – с 2003 г., на уголь – с 2016 года. Ослабление производственной активности негативно сказалось на мировых ценах на уголь. На мировых рынках металлов наблюдалась разнородная динамика. Цены на алюминий и медь в июне-августе снизились как по сравнению с аналогичным периодом 2018 г., так и с начала 2019 г. в условиях замедления роста экономики Китая – крупнейшего потребителя. В то же время мировые цены на железную руду в июле 2019 г. поднялись до максимума с 2014 г. на фоне ограничений со стороны предложения. Однако в августе железная руда подешевела в связи с эскалацией напряженности в международной торговле и увеличением экспорта Бразилии после возобновления работы на одной из крупнейших шахт страны.

**Продовольствие.** Мировые цены на продовольствие в июне-августе 2019 г. повысились на 1% относительно аналогичного периода 2018 года (рис. 3.1.16). Мясо подорожало из-за значительного импорта азиатских стран. Рост цен на сахар связан с ухудшением оценок по его производству в центральной части Бразилии – крупнейшего экспортера сахара. Мировые цены на зерновые существенно не изменились (рис. 3.1.17): в 2019 г. ожидаются хорошие урожаи. В целом мировые цены на продовольствие после роста в течение января-мая 2019 г. снизились в июне-августе по сравнению с предыдущими месяцами.

## ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

**Счет текущих операций.** По предварительной оценке, в II квартале 2019 г. положительное сальдо счета текущих операций уменьшилось на 6 млрд долл. США, до 12 млрд долл. США<sup>1</sup>. Это произошло за счет сокращения экспорта товаров и услуг на 6% на фоне снижения мировых цен на сырьевые товары и уменьшения поставок (рис. 3.1.18, 3.1.19).

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

В первой половине 2019 г. профицит текущего счета уменьшился на 2 млрд долл. США, до 46 млрд долл. США.

**Экспорт нефти.** Физический объем нефтяного экспорта снизился из-за загрязнения трубопровода «Дружба». Объем поставок российской нефти по нему сократился в мае примерно на 900 тыс. барр. в день по сравнению с I кварталом. Наибольшее выпадение поставок коснулось Беларуси, Польши и Германии. Вместе с тем его в значительной мере компенсировало расширение экспорта нефти и нефтепродуктов по другим маршрутам и направлениям. Кроме того, благодаря принятым мерам по очистке нефти и нефтепроводной системы поставки по «Дружке» постепенно восстанавливались. В июне экспорт нефти по этому трубопроводу увеличился более чем на 400 тыс. барр. в день по сравнению с маем. С июля поставки по «Дружке» возобновлены в полном объеме.

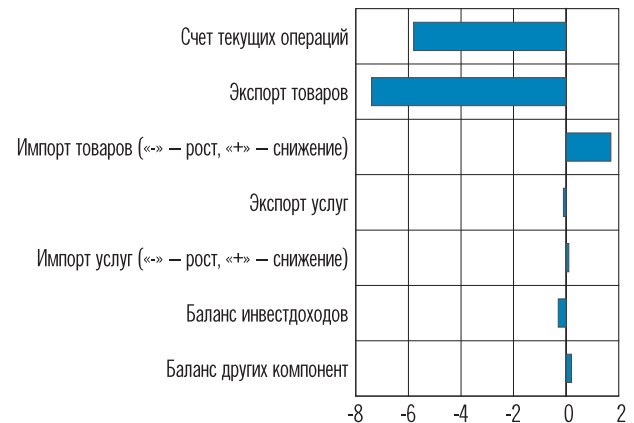
**Экспорт газа.** Поставки российского газа в газообразном состоянии тоже сокращались. Уменьшение поставок в Турцию продолжается с 2018 г. из-за сжатия потребления на фоне неблагоприятной ситуации в экономике, расширения закупок СПГ у Катара и импорта из Азербайджана. Снижение экспорта газа в Германию в 2019 г. было связано с погодным фактором. В то же время поставки российского газа в Нидерланды увеличились на фоне планов Правительства Нидерландов об ускоренном сокращении добычи на месторождении Гронинген из-за землетрясений. Кроме того, динамично развиваются поставки за рубеж российского СПГ, которые в II квартале 2019 г. выросли на 90%. Доля СПГ в стоимостном объеме экспорта в II квартале 2019 г. увеличилась в два раза, до 2%.

**Нефтегазовый экспорт товаров.** Его стоимостный объем в II квартале уменьшился на 5%. Сказалось сокращение физического объема экспорта черных металлов в Турцию на фоне слабой производственной активности и в США из-за повышения пошлин в 2018 году. Значительно уменьшились поставки российской пшеницы (в основном в Египет). Вместе с тем в ФАО ожидают, что

#### СТРУКТУРА ПРИРОСТА САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В II КВАРТАЛЕ 2019 ГОДА\*

Рис. 3.1.18

(млрд долл. США к соответствующему кварталу предыдущего года)

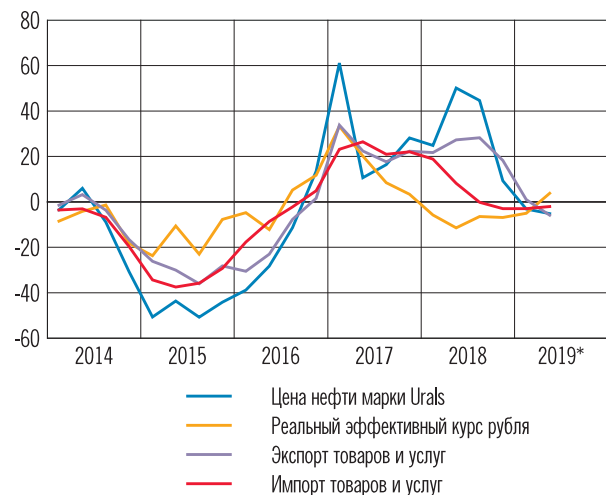


\* Оценка за II квартал 2019 года.  
Источник: Банк России.

#### ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ

Рис. 3.1.19

(в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



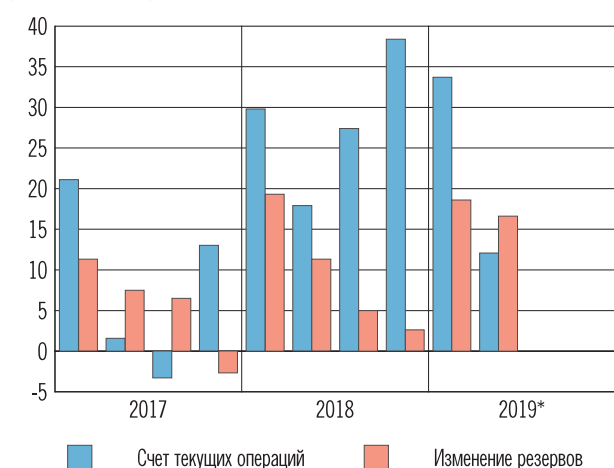
\* Оценка экспорта и импорта за II квартал 2019 года.  
Источники: Банк России, Thomson Reuters.

ДИНАМИКА ОСНОВНЫХ КОМПОНЕНТОВ  
ФИНАНСОВОГО СЧЕТА ПО ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ  
(млрд долл. США) Рис. 3.1.20



\* Оценка за II квартал 2019 года.  
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА РЕЗЕРВНЫХ АКТИВОВ И СЧЕТА  
ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ Рис. 3.1.21



\* Оценка счета текущих операций в II квартале 2019 года.  
Источник: Банк России.

в 2019/2020 г. объем поставок пшеницы из России превысит примерно на 20% средний за последние 5 лет уровень благодаря хорошим перспективам урожая и высокому спросу на российское зерно.

**Импорт.** Снижение стоимостного объема импорта товаров и услуг в II квартале замедлилось до 2 с 3% в I квартале на фоне укрепления рубля. Реальный эффективный курс рубля в II квартале повысился на 4%. Вместе с тем поддержка со стороны спроса ослабла. Рост объема розничных продаж замедлился. Наблюдалась слабая деловая активность. В результате сократился как стоимостный, так и физический объем импорта машин, промышленного и лабораторного оборудования. Снижился импорт вычислительных машин, телефонных аппаратов.

Вместе с тем на импорте отдельных товаров сказались и отраслевые факторы. Физический объем импорта тракторов в 2019 г. сократился в условиях увеличения их производства в России. Этому способствовало расширение на 60% объема субсидий для отечественных производителей сельхозтехники в 2019 г. по программе № 1432<sup>2</sup>.

**Финансовый счет – частный сектор.** Чистое кредитование частным сектором России остального мира уменьшилось, по предварительной оценке, с 24 млрд долл. США в I квартале до 3 млрд долл. США в II квартале 2019 г., что произошло за счет замедления роста иностранных активов на фоне менее значительных поступлений от внешнеэкономической деятельности (рис. 3.1.20). Вместе с тем ситуация отличается от прошлых лет, когда банки сокращали иностранные активы параллельно с погашением внешней задолженности. Это было характерно и для II квартала 2018 г., когда произошел приток частного капитала в объеме 5 млрд долл. США. Иностранные обязательства в II квартале 2019 г. банки продолжали сокращать, но менее значительно, чем в прошлом году. Прочие секторы смогли нарастить внешние обязательства существенно, чем в II квар-

<sup>2</sup> Согласно постановлению Правительства Российской Федерации от 18.01.2019 № 8 «О внесении изменений в Правила предоставления субсидий производителям сельскохозяйственной техники».



тале 2018 г., несмотря на ограниченный доступ к западному рынку капитала.

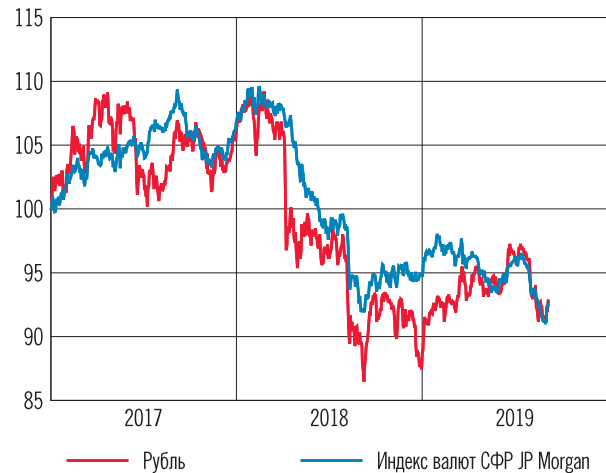
**Финансовый счет – государственный сектор.** Интерес зарубежных инвесторов усилился и к государственному долгу. В II квартале 2019 г., как и в I квартале, произошел значительный приток иностранного капитала в госсектор в размере 8 млрд долл. США. На вторичном рынке нерезиденты приобрели российских гособлигаций на сумму более 10 млрд долл. США.

**Валютные резервы.** Увеличение резервов в II квартале 2019 г. на 17 млрд долл. США обеспечивалось в основном за счет операций по покупке валюты в рамках бюджетного правила (рис. 3.1.21). В результате международные резервы России к середине 2019 г. превысили 500 млрд долл. США и стали достаточны для финансирования импорта в течение 18 месяцев.

## ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

**Курс рубля.** Основное влияние на курс рубля в июне-августе оказывали внешние факторы (рис. 3.1.22), в результате чего его динамика во многом совпадала с траекторией движения других валют СФР (за рассматриваемый период индекс валют СФР снизился на 1,7%). Во второй половине июня валюты СФР, в том числе и рубль, преимущественно укреплялись на фоне растущих ожиданий смягчения денежно-кредитной политики ФРС США. Однако участники рынка несколько переоценили скорость смягчения и после ряда заявлений представителей американского регулятора о возможно более медленном снижении ставки валюты СФР стали ослабляться. В начале августа снижение ускорилось из-за опасений эскалации торговой войны между США и Китаем. Одновременно с этим негативное влияние на курс рубля оказало введение новых антироссийских санкций, однако, согласно модельным оценкам, эффект от них был довольно сдержанным и не превышал 0,5%. Выплаты дивидендов не оказали существенного влияния на динамику курса рубля и, по оценкам, могли привести к дополнительному укреплению рубля на 1% в июне, которое в июле было компенсировано обратной конвертацией выплат.

ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США И ИНДЕКСА ВАЛЮТ СФР (100 = 2.01.2017) *Рис. 3.1.22*



Источник: Thomson Reuters.

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА  
(% годовых)

Рис. 3.2.1



\* Временная ставка по обратному валютному свопу Банка России = ставка размещения рублей – ставка заимствования валюты + LIBOR (с 19.12.2016: ключевая ставка – 1 п.п. – (LIBOR + 1,5 п.п.) + LIBOR = ключевая ставка – 2,5 п.п.).

Источник: расчеты Банка России.

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

Рис. 3.2.2

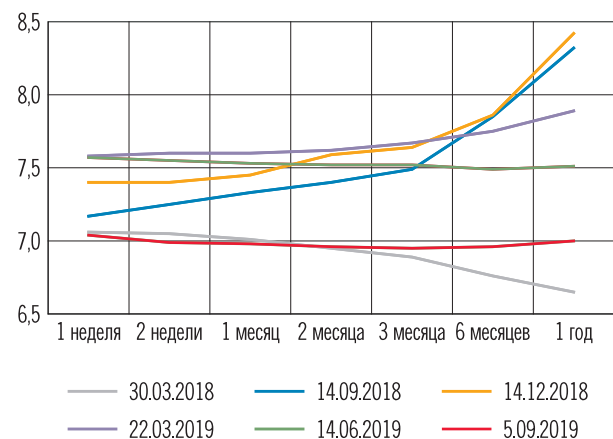


\* Временная ставка = ставка размещения рублей – ставка заимствования валюты + LIBOR (с 19.12.2016: ключевая ставка – 1 п.п. – (LIBOR + 1,5 п.п.) + LIBOR = ключевая ставка – 2,5 п.п.).

Источник: расчеты Банка России.

КРИВАЯ ROISFIX  
(% годовых)

Рис. 3.2.3



Примечание: ставка ROISFIX (RUONIA Overnight Interest Rate Swap) — индикативная ставка (фиксинг) по операциям «процентный своп» на ставку RUONIA. Она отражает ожидаемую среднюю ставку RUONIA на горизонте от одной недели до года.  
Источник: СРО НФА.

## 3.2. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

**Краткосрочные ставки.** Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного рынка формировались в нижней половине процентного коридора вблизи ключевой ставки Банка России (рис. 3.2.1). Средний спред с конца июня по 5 сентября составил -17 б.п. (в II квартале: -8 б.п.). Спред колебался в интервале от -51 до 16 б.п. (в II квартале: от -43 до 31 б.п.). Подробнее о формировании ставок МБК и ситуации с ликвидностью см. раздел 4.2 «Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики».

**Валютная ликвидность.** Спред ставок в сегментах «валютный своп» и МБК снизился, отражая некоторое увеличение стоимости валютных заимствований на российском денежном рынке (рис. 3.2.2). Средний спред краткосрочных ставок в сегментах «валютный своп» и МБК в июне-августе составил +8 б.п. (в II квартале: +23 б.п.). Сокращение спреда происходило на фоне сезонного снижения притока валюты по текущему счету платежного баланса в условиях сохранения высоких покупок валюты в рамках бюджетного правила, а также снижения цен на нефть.

**Долгосрочные ставки.** Ставки денежного рынка на срок более 1 дня продолжили снижаться (Mosprime 6 месяцев к началу сентября снизился до 7,53%, 14 июня – 8,23%) в результате снижения ожидаемой рынком траектории краткосрочных ставок денежного рынка (рис. 3.2.3, 3.2.4). Изменение ожиданий произошло в результате замедления инфляции и появления комментариев Банка России о возможности дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. В этих условиях решения о снижении ключевой ставки на июльском и сентябрьском заседаниях Совета директоров были в значительной мере уже отражены в ставках денежного рынка.

### ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Ситуация на российском фондовом рынке в июне-сентябре в целом оставалась ста-

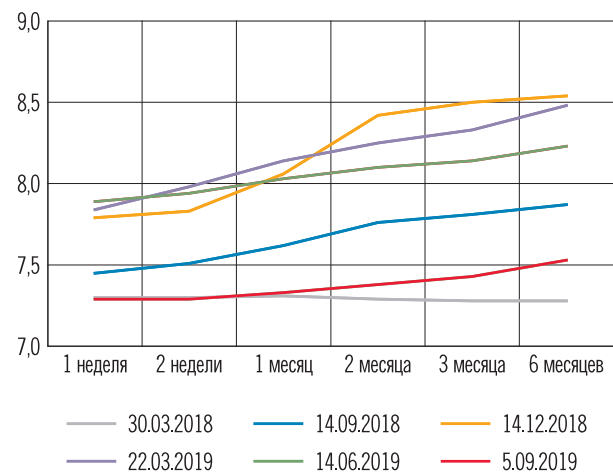
бильной, однако большую часть этого периода на мировых рынках наблюдалось снижение интереса к активам стран с формирующимися рынками, в том числе и российским, из-за опасения эскалации торговых войн и замедления мировой экономики. Однако в конце августа – начале сентября после новостей о том, что США и Китай продолжают торговые переговоры, интерес инвесторов к рисковому активам вновь возрос, что позволило рынкам отыграть часть падения.

**Рынок государственных облигаций.** В сегменте государственных облигаций ситуация была наиболее позитивной. Доходности ОФЗ снизились на 40–70 б.п. в зависимости от срока (рис. 3.2.5). Негативное влияние внешних факторов было компенсировано смягчением денежно-кредитной политики Банком России и ожиданиями дальнейшего снижения ключевой ставки. Кроме того, росту котировок облигаций способствовало сокращение предложения бумаг со стороны Минфина России. В июне на фоне перевыполнения плана размещений в I и II кварталах ведомство вернулось к проведению аукционов с лимитом предложения. В результате часть инвесторов, среди которых существенную долю составляли нерезиденты, в июне-июле активно приобретали бумаги на вторичном рынке. В августе вложения иностранных инвесторов в ОФЗ несколько снизились (на 18 млрд руб.), что было преимущественно связано с общим снижением спроса на рискованные активы на мировых рынках (рис. 3.2.6). Введение новых антироссийских санкций имело лишь краткосрочный негативный эффект. После появления первых новостей иностранные инвесторы продали бумаг на 17 млрд руб., однако, когда стало ясно, что санкции не затрагивают ОФЗ, этот объем был выкуплен обратно в течение нескольких дней, а доходности вернулись к прежнему уровню.

**Рынок корпоративных облигаций.** На рынке корпоративных облигаций продолжилось снижение доходностей вслед за рынком государственных облигаций (рис. 3.2.9). Спред между ними оставался стабильным в течение всего рассматриваемого периода, находясь в пределах 60–75 б. п. (рис. 3.2.8). По мере

КРИВАЯ MOSPRIME  
(% годовых)

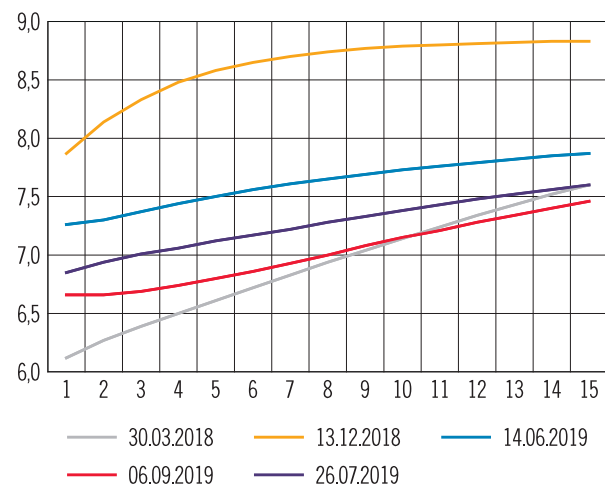
Рис. 3.2.4



Источник: СРО НФА.

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ  
(% годовых)

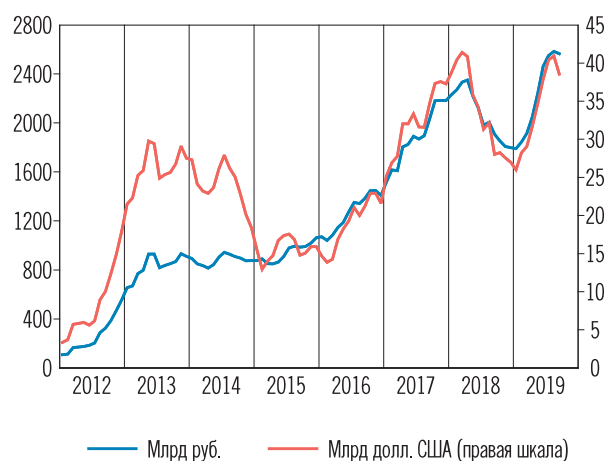
Рис. 3.2.5



Источник: Московская Биржа.

НОМИНАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ОФЗ,  
ПРИНАДЛЕЖАЩИХ НЕРЕЗИДЕНТАМ

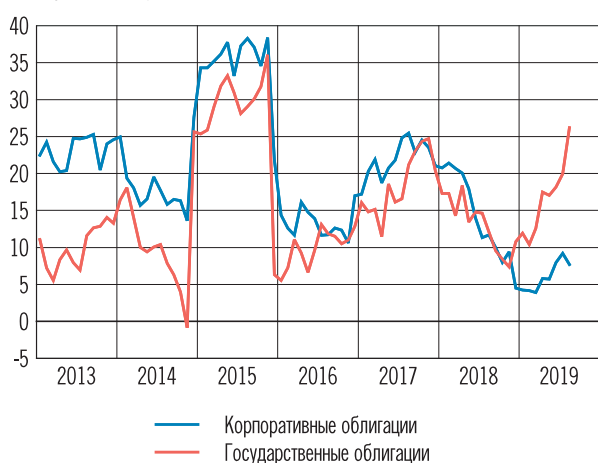
Рис. 3.2.6



Источник: Национальный расчетный депозитарий.

**ПОРТФЕЛЬ КОРПОРАТИВНЫХ  
И ГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ**  
(прирост в % к соответствующему периоду  
предыдущего года)

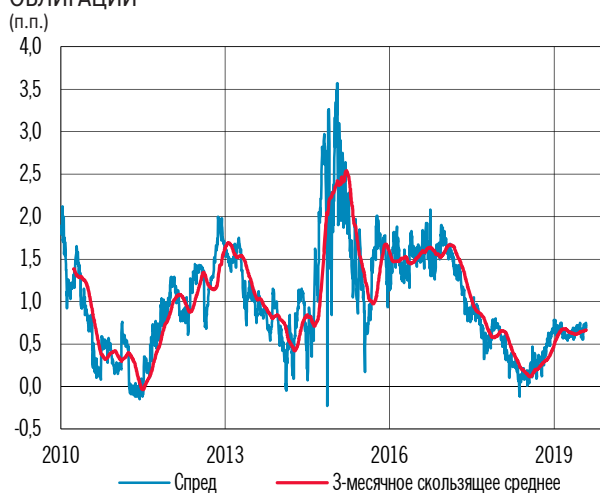
Рис. 3.2.7



Источник: ООО «Сбондс.ру».

**СПРЕД МЕЖДУ ДОХОДНОСТЬЮ  
КОРПОРАТИВНЫХ И ГОСУДАРСТВЕННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ**

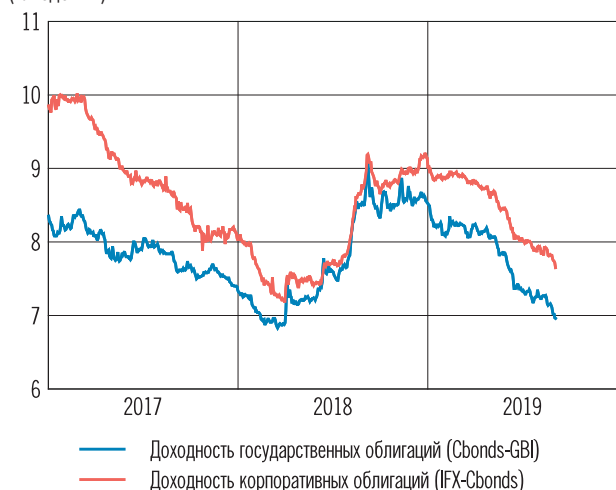
Рис. 3.2.8



Источник: ООО «Сбондс.ру».

**ИНДЕКСЫ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ  
И ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ**  
(% годовых)

Рис. 3.2.9



Источник: ООО «Сбондс.ру».

снижения доходностей возросла эмиссионная активность компаний и годовые темпы прироста портфеля обращающихся корпоративных облигаций восстановились до 8% (рис. 3.2.7). За июнь-август было размещено облигаций на 560 млрд руб. из которых 413 млрд руб. были рыночными (согласно данным [Cbonds.ru](http://Cbonds.ru)), то есть размещались среди широкого круга инвесторов. Это сопоставимо с аналогичным периодом 2017 г., когда было размещено бумаг на 688 млрд руб., из которых на рыночные пришлось 266 млрд руб. (в 2018 г. объем эмиссии был значительно ниже из-за опасений ужесточения санкций). Спрос на корпоративные бумаги наблюдался со стороны всех групп локальных инвесторов, в частности 42% выкупили банки, 25% – коллективные инвесторы, 16% – физические лица, 13% – небанковские организации, а остальное – нерезиденты.

**Рынок акций.** Российский рынок акций, как и валютный рынок, во многом повторял динамику рынков других СФР. Индекс МосБиржи, обновив исторический максимум на фоне общего роста спроса на риск, затем стал постепенно снижаться (рис. 3.2.10). Дополнительное негативное влияние оказывали ситуация на рынке нефти и завершение дивидендного периода. В конце августа – начале сентября на фоне восстановления спроса на рискованные активы на мировых рынках российский рынок отыграл часть падения, а индекс МосБиржи по итогам рассматриваемого периода прибавил 2%.

## ДЕПОЗИТНО-КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

**Депозитные ставки.** В II квартале 2019 г. сформировалась устойчивая тенденция к снижению депозитных ставок. Понижение ключевой ставки, а также ожидания этого понижения, проявляющиеся в динамике доходности облигаций, отражались в изменении ставок по депозитам. В июне ставки как по краткосрочным, так и по долгосрочным депозитам снизились на 0,3 п.п. по сравнению с мартом (рис. 3.2.11). В июле-августе банки – крупнейшие участники депозитного рынка продолжали снижать ставки по депозитам. По мере возвращения инфляции к целевому уровню и соответствующей коррекции

долгосрочных ставок денежного рынка и доходностей облигаций в краткосрочной перспективе можно ожидать дальнейшего понижения среднерыночных депозитных ставок.

**Депозитные операции.** Снижение депозитных ставок в апреле-июне было сопоставимым со снижением инфляции. Реальные ставки по депозитам оставались положительными и сохраняли привлекательность для вкладчиков. В этих условиях сохранялся приток средств населения на депозиты. На начало августа годовой прирост депозитов населения<sup>3</sup> составил 7,1% против 6,8% на начало мая.

В притоке средств населения на банковские депозиты по-прежнему преобладали рублевые операции, преимущественно долгосрочные (рис. 3.2.12). Стремление вкладчиков зафиксировать текущую доходность по вкладам на фоне снижающихся депозитных ставок способствовало росту привлекательности долгосрочных рублевых депозитов. Годовые темпы прироста портфеля рублевых депозитов сроком до 1 года к началу августа снизились до 1,8%, тогда как аналогичный показатель для депозитов сроком свыше 1 года возрос до 14,9%.

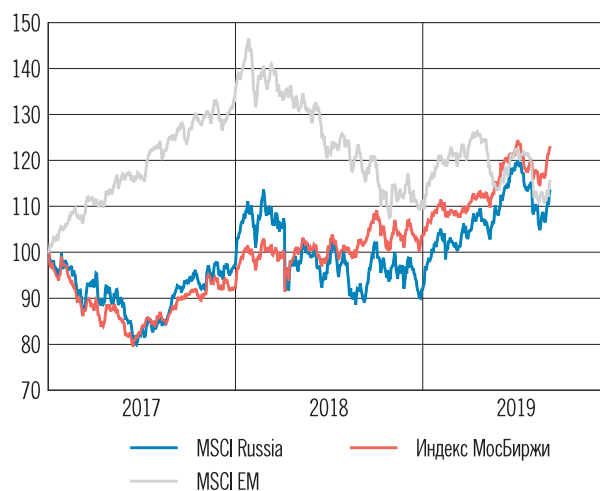
Приток средств на валютные депозиты в мае-июле был меньше, чем в первые месяцы года, но оставался положительным. В результате вклад валютных депозитов в общий годовой прирост депозитов населения продолжал увеличиваться.

**Кредитные ставки.** Тенденция к росту кредитных ставок, сложившаяся во второй половине 2018 г., к апрелю приостановилась (рис. 3.2.11). На ипотечном сегменте рынка, где в первой половине 2018 г. ставки росли опережающими темпами, с мая наметилось снижение ставок. В июле 2019 г. среднерыночная ставка по новым ипотечным креди-

<sup>3</sup> Здесь и далее приросты балансовых показателей банков рассчитаны по данным отчетности действующих кредитных организаций, внесенных в Книгу государственной регистрации на соответствующую отчетную дату. Приросты валютных требований и обязательств рассчитаны в долларовом эквиваленте. Для целей анализа потоков средств между банками и их клиентами при расчете приростов балансовых показателей, включающих валютную и рублевую составляющие, прирост валютной составляющей пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу.

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ  
(100 = 3.01.2017)

Рис. 3.2.10



Источник: Bloomberg.

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

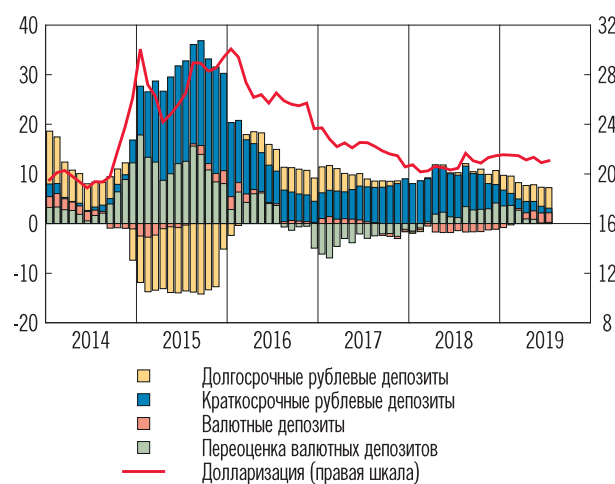
Рис. 3.2.11



Источник: Банк России.

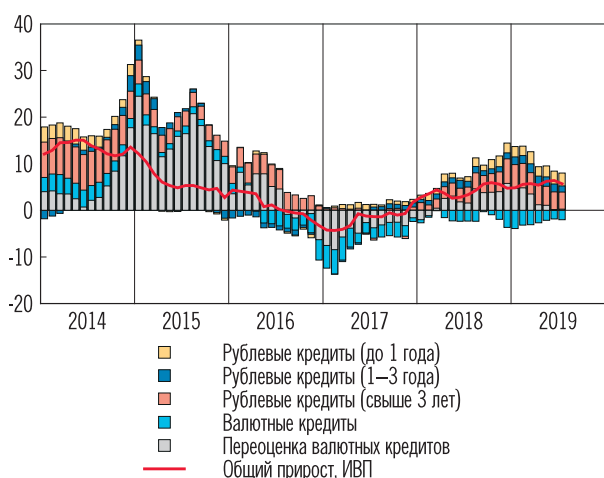
ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ  
(вклад отдельных элементов, п.п.)

Рис. 3.2.12



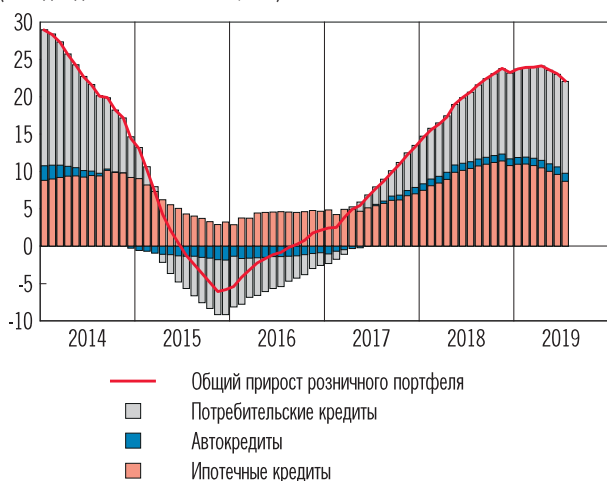
Источник: Банк России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ КОРПОРАТИВНОГО  
КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ  
(вклад отдельных элементов, п.п.) *Рис. 3.2.13*



Источник: Банк России.

ГОДОВОЙ ПРИРОСТ РОЗНИЧНОГО  
КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ  
(вклад отдельных элементов, п.п.) *Рис. 3.2.14*



Источник: Банк России.

там составила 10,2% годовых, снизившись на 0,3 п.п. по сравнению с локальным максимумом апреля. В июле-августе ряд крупнейших участников рынка понизил ставки по ипотечным продуктам, что будет способствовать дальнейшему снижению среднерыночных ставок. В других сегментах рынка динамика кредитных ставок была менее выраженной и только к июню снижение ставок приняло устойчивый характер.

По мере снижения стоимости банковского фондирования и уменьшения доходности альтернативных финансовых инструментов до конца 2019 г. можно ожидать формирования устойчивой тенденции к снижению кредитных ставок, поддерживаемой конкуренцией между банками за качественных заемщиков.

**Корпоративное кредитование.** В середине 2019 г. темпы прироста корпоративного кредитования несколько ускорились, составив 5,7% на начало августа против 5,4% тремя месяцами ранее. Наблюдавшаяся в последние годы тенденция к девальютизации корпоративных кредитов сохранялась (рис. 3.2.13): к началу августа годовой прирост рублевых кредитов нефинансовым организациям составил 10,7%, годовое сокращение валютных кредитов – 7,1%.

В краткосрочной перспективе сохраняются условия для дальнейшего плавного роста объемов корпоративного кредитования при продолжающейся девальютизации этого сегмента рынка.

**Розничное кредитование.** Ускорение прироста розничного кредитования, наблюдавшееся с начала 2016 г., прекратилось к маю 2019 года. Годовой прирост кредитования населения к началу августа составил 21,9% против 23,8% на начало мая. Замедлению способствовали как исчерпание потенциала восстановительного роста кредитной розницы, так и меры Банка России, направленные на сдерживание чрезмерного роста отдельных сегментов розничного кредитного рынка. Прирост ипотечного кредитования замедлился в большей степени, чем потребительского (рис. 3.2.14). На это могли повлиять в том числе опережающий рост ипотечных ставок в конце 2018 – начале 2019 г.

и повышенная чувствительность ипотечных кредитов к уровню ставок. В связи с наметившейся тенденцией к снижению ипотечных ставок и более жестким регулированием потребительского кредитования до конца года можно ожидать возобновления роста доли ипотеки в розничном кредитном портфеле на фоне дальнейшего замедления роста кредитования населения.

### 3.3. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ

#### ВАЛОВОЙ ВНУТРЕННИЙ ПРОДУКТ

В II квартале 2019 г. годовой темп прироста ВВП повысился до 0,9%<sup>4</sup> (I квартал 2019 г. – 0,5%) (рис. 3.3.1). По оценкам, основным источником роста оставался потребительский спрос. При этом увеличение прироста ВВП произошло за счет меньшего сокращения валового накопления основного капитала (ВНОК) по сравнению с предыдущим кварталом 2019 г. (табл. 3.3.1).

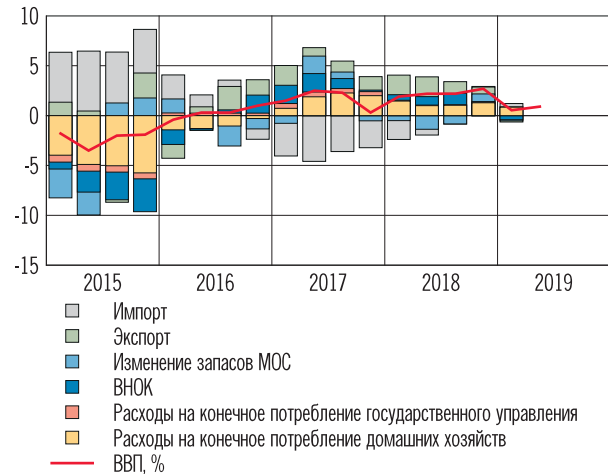
ВНОК, по оценкам Банка России, в годовом сопоставлении сократилось на 0,5–1,0%. Меньшее снижение показателя по сравнению с предыдущим кварталом может быть вызвано динамикой тех компонентов ВНОК, которые не входят в расчет показателя инвестиций в основной капитал. Именно вложения в эти нефинансовые активы заметно снизились в I квартале 2019 года. В II квартале 2019 г. сдерживающее влияние динамики этих компонентов на прирост ВНОК, по оценкам, уменьшилось.

Годовые приросты других компонентов ВВП, по оценкам Банка России, значительно не изменились по сравнению с I кварталом 2019 г. (табл. 3.3.1).

Реализация национальных проектов и увеличение государственных инвестиций, по оценкам, приведет к повышению темпа прироста ВНОК в III квартале 2019 г. до 0,5–1,0%. Темп прироста расходов на ко-

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ГОДОВОГО  
ТЕМПА ПРИРОСТА ВВП  
(п.п.)

Рис. 3.3.1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ТЕМП ПРИРОСТА КОМПОНЕНТОВ ВВП  
ПО ИСПОЛЬЗОВАНИЮ

Табл. 3.3.1

(% к соответствующему кварталу предыдущего года)

	2018	I квартал 2019 г.	II квартал 2019 г.
ВВП	2,3	0,5	0,9
Расходы на конечное потребление	1,8	1,2	1,0–1,5*
– домашних хозяйств	2,3	1,6	1,5–2,0*
Валовое накопление	0,8	-3,1	-(0,0–0,5)*
– основного капитала	2,9	-2,6	-(0,5–1,0)*
Экспорт	5,5	-0,4	-(0,3–0,8)*
Импорт	2,7	-1,6	-(1,0–1,5)*

\* Оценка Банка России.

Источники: Росстат, оценки Банка России.

<sup>4</sup> Статистика по производству ВВП в II квартале 2019 г., опубликованная 9.09.2019 (после сентябрьского заседания Совета директоров Банка России), подтвердила предварительную оценку Росстата по годовому темпу прироста ВВП.

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

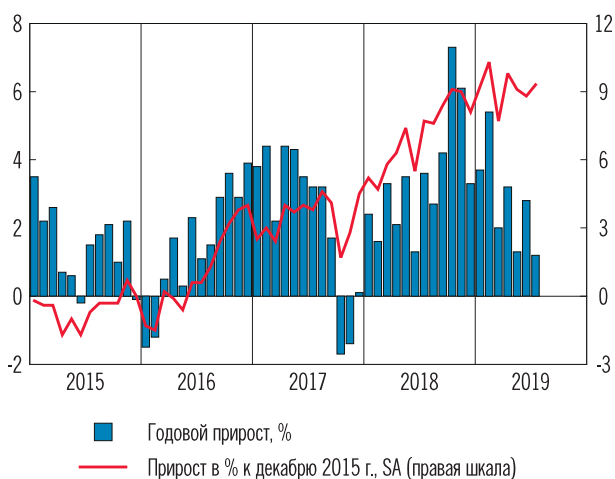
Рис. 3.3.2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ПРОИЗВОДСТВО СЫРЬЯ И ПРОМЕЖУТОЧНЫХ  
ТОВАРОВ**

Рис. 3.3.3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

нечное потребление домашних хозяйств останется невысоким и составит 1,2–1,7%. На фоне повышения инвестиционной активности темп экономического роста ускорится до 0,8–1,3%. В целом в 2019 г. темп прироста ВВП составит 0,8–1,3% (см. раздел 1 и табл. 1).

**ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ АКТИВНОСТЬ**

В мае-июле 2019 г. годовые темпы прироста промышленного производства остались близки к уровням марта-апреля и составили в среднем за период 2,3% (рис. 3.3.2). Динамика выпуска была неоднородной по товарным группам. Увеличение промышленного производства в июне 2019 г. в основном было обеспечено значительным ростом выпуска машиностроительной продукции, что могло быть связано с выполнением крупных заказов, в том числе экспортных. В июле 2019 г. частичная коррекция выпуска машиностроительной продукции привела к сокращению промышленного производства в месячном сопоставлении (SA). Несмотря на волатильность, тенденция к постепенному росту промышленного производства сохраняется.

**Производство сырья.** В мае-июле наблюдался слабый рост (SA) в добыче полезных ископаемых (рис. 3.3.3). Добыча нефти сдерживалась в первую очередь сокращением экспорта нефти вследствие загрязнения нефтепровода «Дружба», а также выполнением соглашений между странами – экспортерами нефти. Добыча газа колебалась вблизи средних уровней марта-апреля (SA) на фоне высокого уровня заполнения газохранилищ в Европе. Заметно возросло производство сжиженного газа. При этом спрос со стороны европейских потребителей продолжал переключаться с угля на газовое топливо. Это оказывало поддержку экспорту газа и вносило отрицательный вклад в динамику добычи каменного угля.

**Производство промежуточных товаров.** Выпуск промежуточных товаров в мае-июле 2019 г. сократился по отношению к марту-апрелю (SA). Основной вклад в снижение внесло сокращение выпуска нефтепродуктов, произошедшее в том числе в связи с приостановкой деятельности Антипинско-



го НПЗ в апреле 2019 г., а также плановыми ремонтами на других НПЗ. Отчасти это также повлияло на прекращение роста выпуска в нефтехимии и в производстве пластмассовых изделий. Выпуск в металлургии остался на низком уровне, что связано со сжатием внешнего спроса на российские металлы. В этих условиях в мае-июле сокращались экспорт и производство цветных металлов.

#### Производство инвестиционных товаров.

В мае-июле 2019 г. выпуск инвестиционных товаров заметно вырос по отношению к марту-апрелю (SA) (рис. 3.3.4). Его уровень в июне 2019 г. достиг максимального значения за всю историю наблюдений. Это произошло в основном за счет производства машиностроительной продукции, что могло быть связано с выполнением крупных заказов, в том числе экспортных. Такие заказы могут носить разовый характер, поэтому рост выпуска инвестиционных товаров пока остается неустойчивым. В июле 2019 г. их выпуск ожидаемо скорректировался вниз.

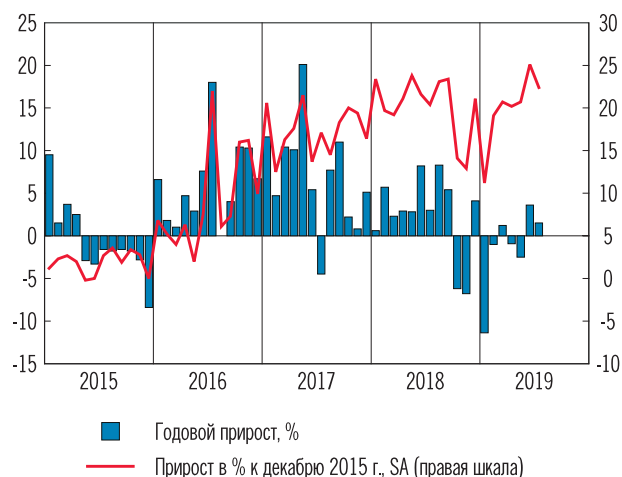
#### Производство потребительских товаров.

Выпуск потребительских товаров в мае-июле 2019 г. сократился (по отношению к марту-апрелю SA, рис. 3.3.5). Выпуск продовольственных товаров не изменился, однако был волатильным, что было связано с окончанием цикла переработки растительного сырья урожая 2018 г. и началом переработки урожая нового сельскохозяйственного года. Мясо-молочная промышленность демонстрировала умеренный рост выпуска. Заметным был рост производства продукции рыбопереработки, связанный с рекордным выловом тихоокеанского лосося в июле. Сокращение выпуска непродовольственных товаров происходило за счет продукции легкой промышленности (изделия из кожи), а также мебели и прочих готовых изделий. Динамика выпуска отдельных потребительских товаров длительного пользования, включая легковые автомобили и бытовую технику, была нестабильной в условиях медленного роста потребительского спроса (см. пункт «Потребление» подраздела 3.3).

**Опросы предприятий.** В мае-июле наблюдалось существенное ухудшение деловых

### ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТОВАРЫ

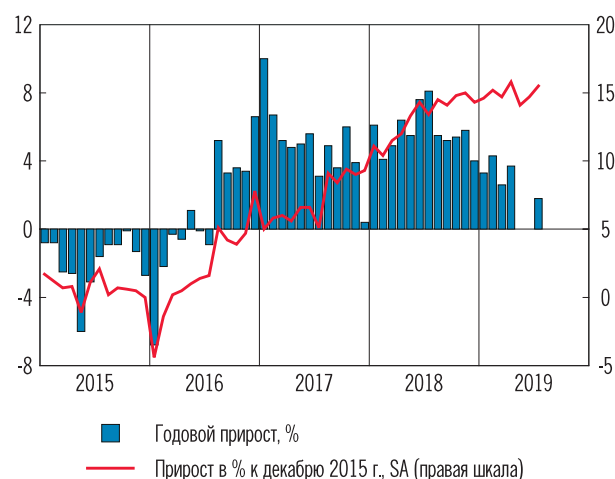
Рис. 3.3.4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ТОВАРЫ

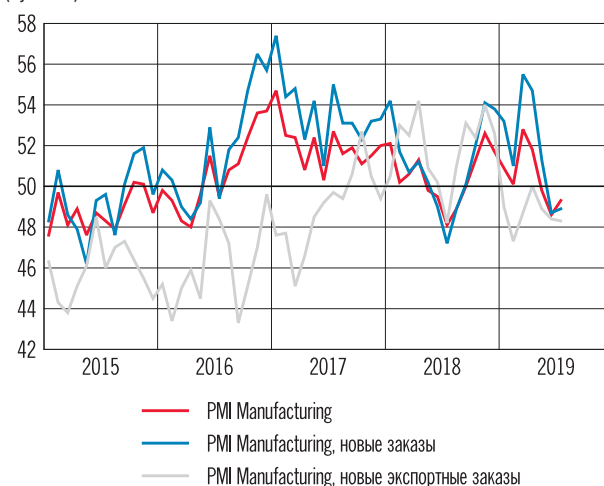
Рис. 3.3.5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ СПРОСА НА СВОЮ ПРОДУКЦИЮ (SA) (пунктов)

Рис. 3.3.6

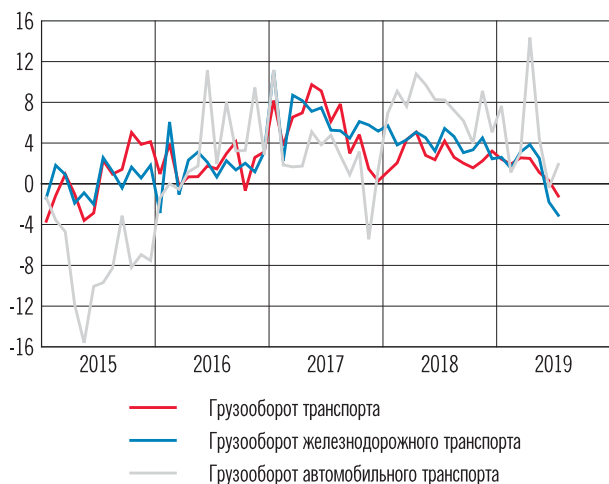


Источник: IHS Markit.

## ГРУЗОБОРОТ ТРАНСПОРТА

(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

Рис. 3.3.7



Источник: Росстат.

вых настроений в промышленности. Индекс IHS Markit PMI находился ниже значения в 50 пунктов, указывая на ухудшение конъюнктуры все три месяца (рис. 3.3.6). Заметно сократились новые заказы, как экспортные, так и внутренние. На фоне замедления темпа экономического роста в странах – торговых партнерах предприятия пересмотрели вниз планы по выпуску готовой продукции. При этом сокращение спроса наблюдалось преимущественно в отраслях, производящих продукцию промежуточного и инвестиционного спроса.

**Транспорт.** Рост грузооборота железнодорожного транспорта в II квартале 2019 г. замедлился до 1,6% в годовом выражении (I квартал – 2,4%). В июле показатель снизился на 3,1% (рис. 3.3.7). Основной вклад в снижение перевозок грузов железнодорожным транспортом в годовом сопоставлении внесло сокращение экспортных поставок угля и черных металлов (из-за слабого внешнего спроса). При этом увеличились перевозки строительных материалов. Заметно сократился грузооборот трубопроводного транспорта, что было связано с сокращением экспортных поставок нефтепродуктов из-за инцидента на трубопроводе «Дружба». В результате годовой темп прироста грузооборота транспорта в целом замедлился до 1,3% в II квартале, а в июле 2019 г. сократился на 1,2% (минимальный прирост показателя с июля 2015 г.).

**Сельское хозяйство.** Годовой темп роста производства продукции сельского хозяйства в II квартале 2019 г. остался на уровне предыдущего квартала и составил 1,2%. Увеличивалось производство продукции животноводства и растениеводства. В июле 2019 г. рост выпуска в сельском хозяйстве ускорился до 5,9% (май-июнь – 1%). Существенный вклад в годовой прирост производства сельскохозяйственной продукции, по оценкам, внес сдвиг сроков уборки урожая 2019 г.: сбор зерновых и зернобобовых культур на большей части территории страны начался раньше по сравнению с предыдущим годом, и к 1 августа было собрано зерна на 17% больше, чем на аналогичную дату предыдущего года. При этом уже к середине

августа, по оперативным данным Минсельхоза России, намоток зерна практически вернулся к объему соответствующего периода предыдущего года. По оценкам, в ближайшие месяцы рост выпуска сельского хозяйства замедлится.

### ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

Годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в II квартале 2019 г. составил 0,6% (I квартал 2019 г. – 0,5%) (рис. 3.3.8). Это существенно превысило предыдущую оценку Банка России, согласно которой инвестиции в основной капитал в II квартале снизились на 1,3–1,8%<sup>5</sup>. Данная оценка во многом основывалась на динамике импорта машиностроительной продукции, который в рассматриваемый период заметно сократился. Вероятно, инвестиционный спрос в II квартале во многом удовлетворялся за счет отечественной продукции.

Вместе с тем рост инвестиционной активности оставался невысоким, что во многом было обусловлено снижением государственных инвестиций. Годовой темп сокращения капитальных расходов бюджетной системы в номинальном выражении в II квартале 2019 г. составил 6,5%. В этих условиях отрицательный вклад государственных инвестиций в годовой прирост вложений в основной капитал в II квартале 2019 г. составил 0,8 п.п. (рис. 3.3.9). Инвестиции частного сектора также сокращались. Инвестиционную активность предприятий сдерживали как общая макроэкономическая неопределенность, так и замедление роста потребительского спроса, в том числе на фоне роста НДС. Уровень инвестиций в основной капитал частного сектора (SA) вернулся к уровню начала 2018 г. (рис. 3.3.10).

В то же время в II квартале 2019 г. ускорился рост инвестиций в инфраструктуру. Поддержку им оказывала реализация крупных проектов в области добычи и разработки месторождений природного газа, а также транспортной инфраструктуры, включая модернизацию Байкало-Амурской и Трансси-

### ИНДИКАТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

Рис. 3.3.8

(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)

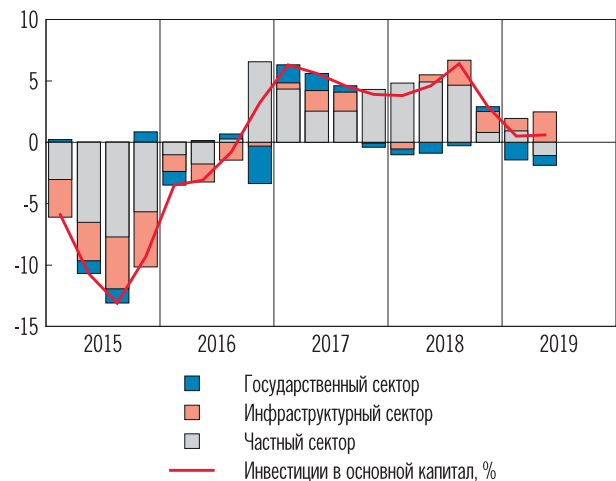


Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

### ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

Рис. 3.3.9

(вклад в годовой прирост, п.п.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

Рис. 3.3.10

(прирост в % к IV кварталу 2015 г. SA)

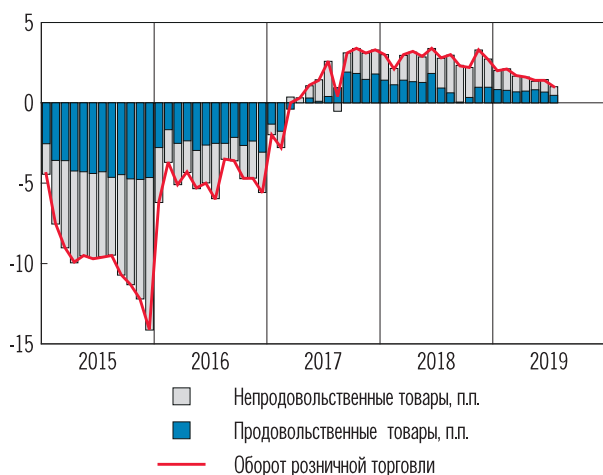


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>5</sup> См. информационно-аналитический комментарий «Экономика» № 6 (42), июнь 2019 года.

**ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ**  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)

Рис. 3.3.11



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ**  
(прирост в % к декабрю 2015 г. с устранением сезонности)

Рис. 3.3.12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

бирской магистралей. Вклад инфраструктурных инвестиций в годовой прирост вложений в основной капитал в II квартале 2019 г. составил 2,5 п.п. (рис. 3.3.9).

В июле 2019 г. показатели инвестиционной активности увеличились (рис. 3.3.8). В годовом сопоставлении выросло производство и импорт инвестиционных товаров. При этом темп прироста объема строительных работ в январе-июле 2019 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года оставался близким к нулю, что может быть связано с особенностями статистики<sup>6</sup>.

## ПОТРЕБЛЕНИЕ

**Оборот розничной торговли.** Рост потребительского спроса в мае-июле оставался сдержанным. Во многом это было вызвано стагнацией реальных располагаемых доходов населения. Годовой темп прироста оборота розничной торговли составлял 1–1,4% – минимальное значение с сентября 2017 г. (рис. 3.3.11). При этом среднемесячный оборот розничной торговли (SA) в мае-июле 2019 г. был все же выше значений марта-апреля (рис. 3.3.12). Увеличились розничные продажи продовольственных и непродовольственных товаров, в том числе товаров длительного пользования. Так, продажи стиральных машин в июле 2019 г. повысились на 9,0% в годовом сопоставлении, мебели – на 8,5%.

**Потребительские настроения.** На спросе домашних хозяйств на товары и услуги в мае-июне 2019 г. благоприятно сказалось некоторое улучшение потребительских настроений. Так, по данным Росстата, индекс потребительской уверенности в II квартале 2019 г. продолжил расти. Возможно, это было вызвано замедлением инфляции после ее временного повышения в начале года, вызванного ростом ставки НДС. Вместе с тем

<sup>6</sup> Первоначальные данные Росстата об объеме строительных работ могут существенно расходиться с их итоговой оценкой, что обусловлено практикой предоставления компаниями-подрядчиками неверной (чаще заниженной) статистики с последующими корректировками в течение календарного года. В дальнейшем при оценке помесечной динамики инвестиций вместо объема строительных работ будут использоваться данные по производству и железнодорожным перевозкам строительных материалов.

индекс потребительских настроений ООО «инФОМ»<sup>7</sup> сократился, в основном за счет ухудшения оценки респондентами перспектив развития страны. В этих условиях говорить об устойчивом восстановлении потребительского спроса пока преждевременно.

**Норма сбережений.** В II квартале 2019 г. норма сбережений (SA) выросла (рис. 3.3.13), что отчасти было связано с высокой привлекательностью депозитов (см. пункт «Депозитно-кредитный рынок» подраздела 3.2). В то же время она продолжала находиться ниже средних уровней 2015–2017 годов. Таким образом, население компенсировало сокращение доходов повышением склонности к потреблению, в том числе за счет роста спроса на кредитование.

В сложившихся условиях в III квартале 2019 г. годовой темп прироста оборота розничной торговли прогнозируется в интервале 1,2–1,7%.

## РЫНОК ТРУДА И ДОХОДЫ

**Уровень безработицы.** В мае-июле 2019 г. уровень безработицы находился вблизи минимальных значений за всю историю наблюдений (4,6% SA, рис. 3.3.14). Это сопровождалось сокращением рабочей силы (в годовом сопоставлении), во многом вызванным демографическими факторами. Дополнительный прирост рабочей силы за счет лиц, подпавших под действие пенсионной реформы, по оценкам, недостаточен для компенсации снижения объема трудовых ресурсов. В 2019 г. рабочая сила в целом уменьшится, по оценкам, на 1–1,5%, что может сдерживать рост экономической активности.

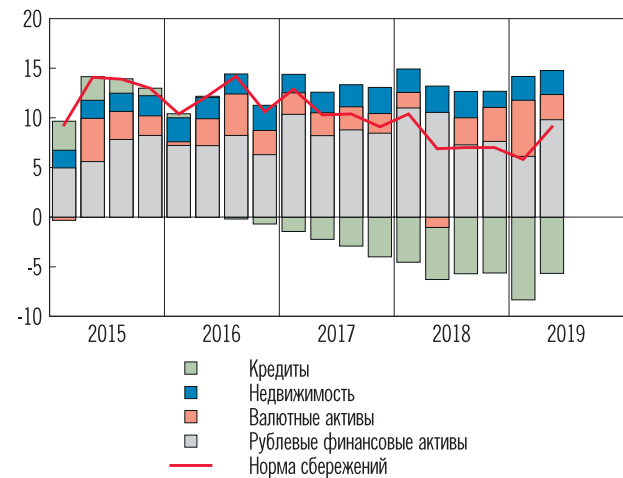
**Заработная плата.** В мае-июле 2019 г. годовой темп прироста номинальной заработной платы сохранялся вблизи значений марта-апреля, составив 6,8–8,2% (рис. 3.3.15). При этом в указанный период динамика трудовых компенсаций была волатильной, что было вызвано переносом сроков разовых выплат в нефтегазовом секторе.

В условиях снижения годовой инфляции реальная заработная плата также увеличива-

### НОРМА СБЕРЕЖЕНИЙ

(в % от располагаемых доходов населения SA)

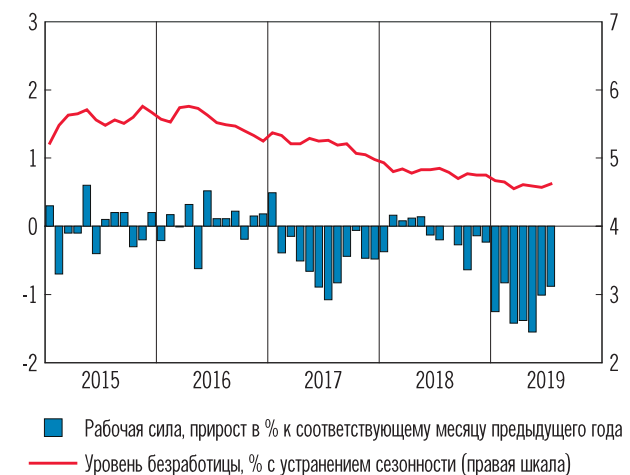
Рис. 3.3.13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### БЕЗРАБОТИЦА И РАБОЧАЯ СИЛА

Рис. 3.3.14

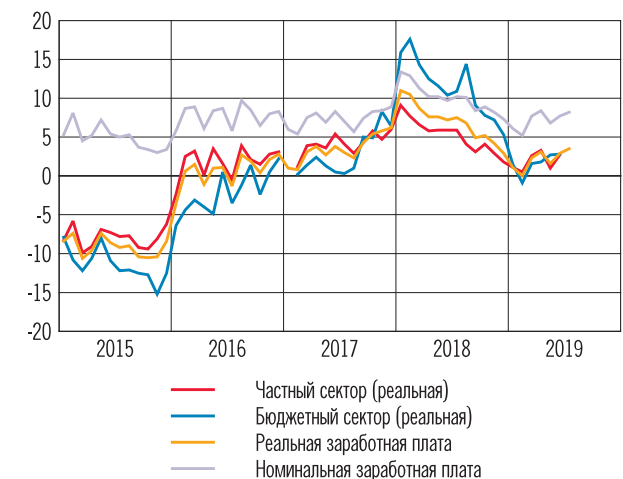


\* Статистика по годовому приросту рабочей силы за 2015 г. в целях сопоставимости приведена без учета Республики Крым и города Севастополя.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА

(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

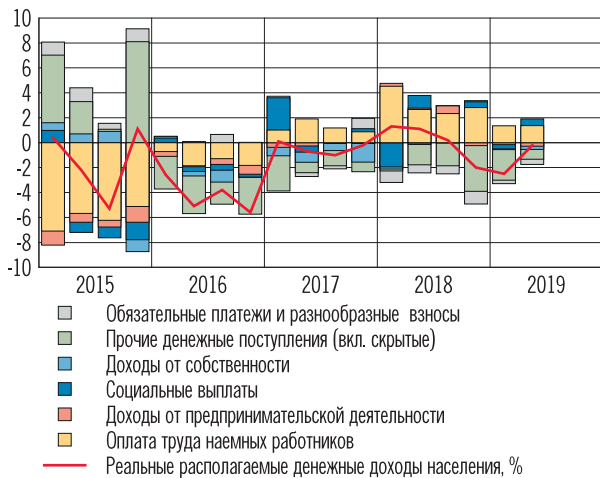
Рис. 3.3.15



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

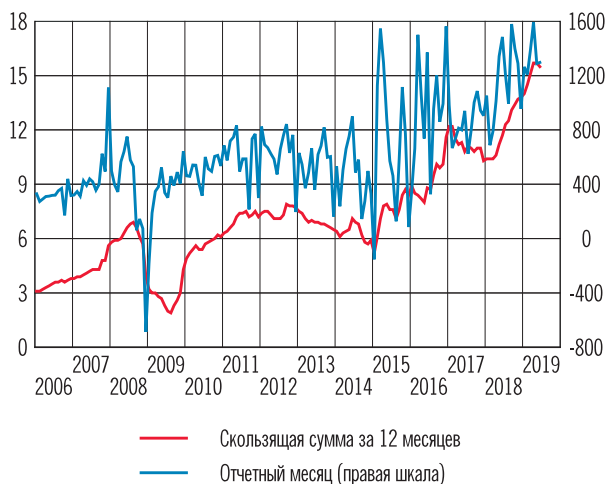
<sup>7</sup> См. информационно-аналитические комментарии «Инфляционные ожидания и потребительские настроения».

**РЕАЛЬНЫЕ РАСПОЛАГАЕМЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ДОХОДЫ НАСЕЛЕНИЯ** *Рис. 3.3.16*  
(вклад в годовой прирост, п.п.)



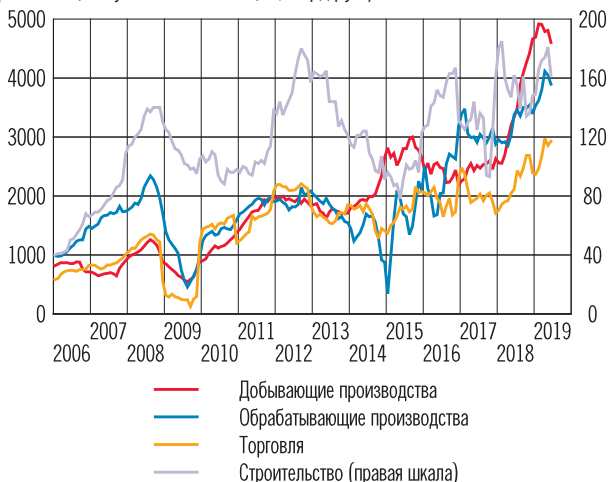
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**САЛЬДИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ В ЭКОНОМИКЕ** *Рис. 3.3.17*  
(трлн руб. / млрд руб.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**САЛЬДИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ПО ВИДАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ** *Рис. 3.3.18*  
(скользящая сумма за 12 месяцев, млрд руб.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

лась. В II квартале ее прирост составил 2,6%, что несколько превысило оценки Банка России<sup>8</sup>. Во втором полугодии 2019 г. рост реальной заработной платы продолжится и в годовом сопоставлении составит 3–3,5%.

**Доходы населения.** В II квартале 2019 г. годовой темп сокращения реальных располагаемых денежных доходов населения замедлился до 0,2% (I квартал – 2,5%, рис. 3.3.16). Это было связано с доведением пенсий до региональных прожиточных минимумов, в результате чего вклад социальных выплат в годовой прирост доходов стал положительным. Другим значимым фактором улучшения динамики доходов стало замедление сокращения прочих денежных поступлений.

### ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИЙ

**Финансовый результат.** По оперативным данным Росстата, сальдированный финансовый результат крупных и средних организаций за первое полугодие 2019 г. находился на исторических максимумах за последние 12 лет. Однако в мае произошло снижение этого показателя за скользящий год на 0,3%, до 15,7 трлн руб. (рис. 3.3.17), снижение месяц к месяцу составило 19%, до 1289 млрд рублей. В июне снижение финансового результата за скользящий год продолжилось, составив 1,2% к маю. Сокращение сальдо прибылей и убытков за скользящий год в июне по сравнению с маем наблюдалось в добыче полезных ископаемых, обрабатывающих производствах и строительстве (рис. 3.3.18), а в сфере торговли в июне был зафиксирован рост этого показателя.

Темп прироста сальдированного финансового результата в первом полугодии 2019 г. к аналогичному периоду прошлого года составил 23,2%. При этом в строительстве показатель увеличился в 2,2 раза. Высокие темпы роста сальдо прибылей и убытков отмечаются в обрабатывающих производствах на фоне благоприятной динамики промышленного производства (22,0%), а также в торговле (62,1%). Финансовый результат в добыче полезных ископаемых снизился на 11,2%,

<sup>8</sup> В ДоДКП 2/19 прогнозировался рост показателя около 2%.

что было обусловлено преимущественно снижением добычи нефти в рамках соглашения со странами ОПЕК (см. подраздел 3.1) и проблемами с нефтепроводом «Дружба». Суммарный убыток организаций, по оперативным данным Росстата, за первое полугодие 2019 г. составил 1,2 трлн руб., сократившись на 11,1% к аналогичному периоду прошлого года. Масштаб сегмента убыточных компаний не претерпел существенных изменений.

**Долг.** По оценкам Банка России, объем требований банковского сектора к юридическим лицам, включая финансовые организации, в рублях и иностранной валюте за II квартал 2019 г. вырос на 0,2% (после роста на 1,4% кварталом ранее), рост требований за год составил 6,8% (в II квартале 2018 г. – 7,5%). Замедление темпов роста произошло за счет динамики требований в иностранной валюте, которые за апрель-июнь 2019 г. снизились на 5,9% в рублевом выражении в том числе вследствие укрепления курса рубля (рис. 3.3.19, 3.3.20). Требования в рублях в указанный период продемонстрировали рост на 1,4% (в I квартале 2019 г. – 3,2%). При этом уровень долговой нагрузки<sup>9</sup> практически не изменился на фоне сопоставимых квартальных темпов роста требований и доходов (номинального ВВП).

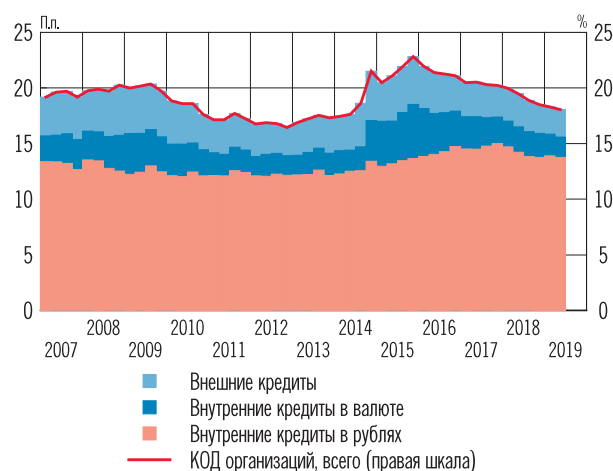
### 3.4. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ<sup>10</sup>

Профицит бюджета расширенного правительства<sup>11</sup> за 7 месяцев 2019 г. увеличился на 1,1 трлн руб. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Его формирование было обусловлено опережающим ростом до-

#### ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОРГАНИЗАЦИЙ

(коэффициент обслуживания долга и его компоненты, % к ВВП)

Рис. 3.3.19

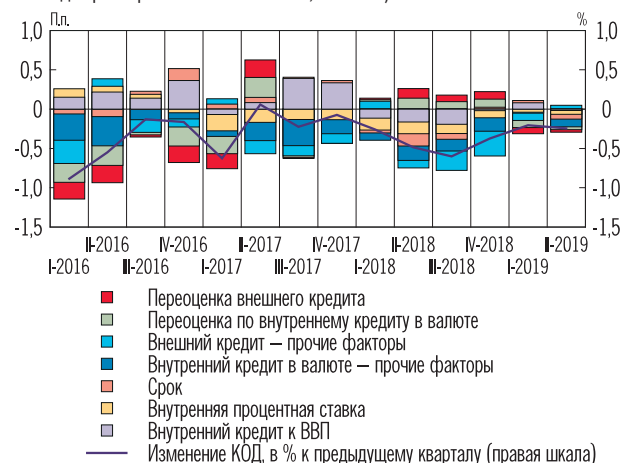


Источник: расчеты Банка России.

#### ДЕКОМПОЗИЦИЯ ИЗМЕНЕНИЯ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ОРГАНИЗАЦИЙ

(коэффициент обслуживания долга и вклады факторов в его изменение, % к ВВП)

Рис. 3.3.20



Источник: расчеты Банка России.

<sup>9</sup> Коэффициент обслуживания долга рассчитан в соответствии с методологией, описанной в работе Донец С.А., Пономаренко А.А. Индикаторы долговой нагрузки. Деньги и кредит, № 4, 2017. Значение за I квартал 2019 г. рассчитано исходя из прогноза ВВП Банка России.

<sup>10</sup> Раздел учитывает статистику по бюджетной системе за июль и пересмотр данных по расходам федерального бюджета, опубликованные 6.09.2019 (после сентябрьского заседания Совета директоров Банка России).

<sup>11</sup> Здесь и далее в понятие расширенного правительства включается консолидированный бюджет федерального центра, субъектов Российской Федерации и государственных внебюджетных фондов.

ПАРАМЕТРЫ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ  
(12-месячная скользящая сумма, % ВВП)

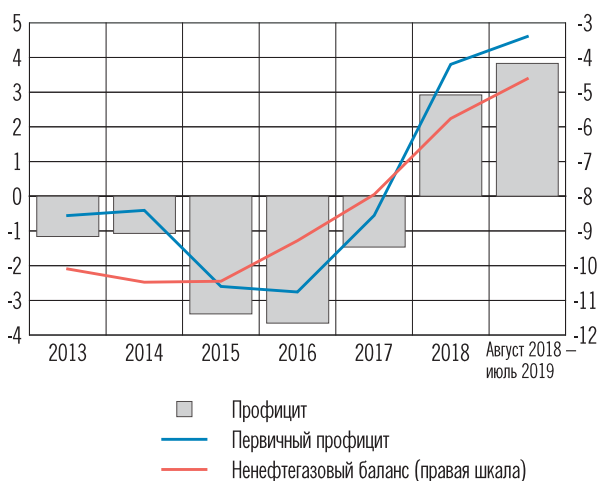
Табл. 3.4.1

	2017 г.	2018 г.	Июнь 2019 г.	Июль 2019 г.
<b>Консолидированный бюджет</b>				
Доходы	33,7	35,9	36,4	36,5
Расходы	35,2	33,0	32,5	32,7
Сальдо	-1,5	2,9	3,9	3,8
<b>Федеральный бюджет</b>				
Доходы	16,4	18,7	18,9	18,9
Нефтегазовые доходы	6,5	8,7	8,6	8,4
Дополнительные нефтегазовые доходы (сверхдоходы)	0,9	4,1	3,9	3,8
Ненефтегазовые доходы	9,9	10,0	10,4	10,5
Расходы	17,8	16,1	15,7	15,7
Сальдо	-1,4	2,6	3,2	3,2

Источники: Росказна, расчеты Банка России.

ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ  
(% ВВП)

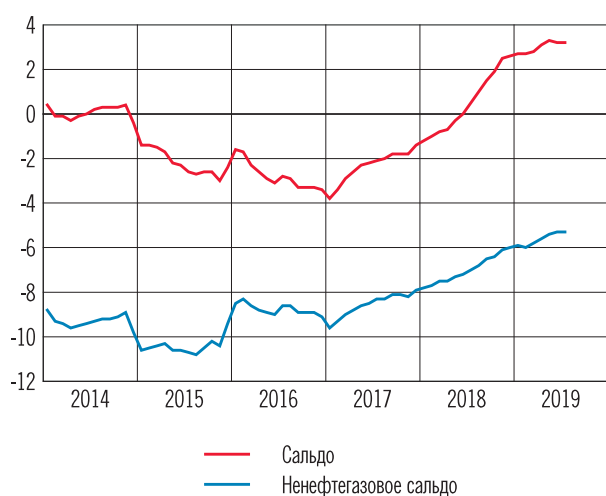
Рис. 3.4.1



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

САЛЬДО ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА  
(скользящая сумма за 12 месяцев, % ВВП)

Рис. 3.4.2



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

ходов (на 10,3% относительно аналогичного периода прошлого года) по сравнению с увеличением расходов (на 5,6%). Происходило существенное увеличение (на 12,7%) нефтегазовых доходов в связи с ростом базовой ставки НДС и высокой прибылью коммерческих организаций. Отмечался небольшой (на 2,1%) рост нефтегазовых доходов. Двенадцатимесячный скользящий нефтегазовый дефицит в июле 2019 г. сократился до 4,6% ВВП (по итогам 2018 г. – 5,8%) (рис. 3.4.1).

**Макроэкономические эффекты бюджетной политики.** Бюджетная политика в январе-июле 2019 г. вносила отрицательный вклад в динамику выпуска. Инвестиционные расходы<sup>12</sup> расширенного правительства в январе-июле 2019 г. сократились в номинальном выражении на 0,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В оставшиеся до конца 2019 г. месяцы ожидается смягчение бюджетной политики, обусловленное сезонностью исполнения расходов бюджета. По оценкам Банка России, в 2020 г. бюджетный импульс перейдет в положительную область в том числе за счет более активной реализации национальных проектов.

**Федеральный бюджет.** Данные об исполнении федерального бюджета по итогам 7 месяцев 2019 г.<sup>13</sup> свидетельствуют о замедлении роста профицита за скользящий год и продолжающемся сокращении нефтегазового дефицита (рис. 3.4.2). Профицит федерального бюджета за скользящий год на конец июля 2019 г. составил 3,2% ВВП (по итогам 2018 г. – 2,6% ВВП) (табл. 3.4.1). Рост профицита происходил за счет как более медленного исполнения расходов, так и увеличения доходов. Рост доходов (на 9,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года) происходил в основном за счет нефтегазовой составляющей (+15,1%): поступления по НДС в январе-июле 2019 г. увеличились на 17,6%, до 6,7% ВВП (по итогам 2018 г. –

<sup>12</sup> Капитальные вложения в объекты государственной (муниципальной) собственности.

<sup>13</sup> См. отчет Федерального казначейства «Об исполнении федерального бюджета» на 1.08.2019.

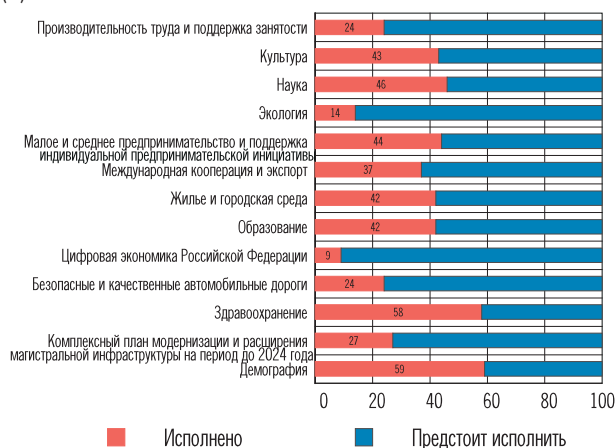


6,1% ВВП) (рис. 3.4.4). Рост расходов в январе-июле (на 3,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года) был ниже инфляции, при этом непроцентные расходы увеличивались близкими к росту цен темпами (на 4,2%). Исполнение расходов по состоянию на 1 августа 2019 г. находилось на минимальном за последние годы уровне и составило 49% от суммы в сводной бюджетной росписи. Исполнение расходов по национальным проектам находилось на низком уровне. Наиболее высокий процент исполнения наблюдался по проектам «Демография» (59%), «Здравоохранение» (58%), «Наука» (46%). Самый низкий – по проектам «Цифровая экономика» (9%) и «Экология» (14%) (рис. 3.4.3). В июне-июле ускорилось исполнение расходов по инфраструктурным проектам «Безопасные и качественные автомобильные дороги» и «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 года». По состоянию на 1 августа 2019 г. исполнение по этим национальным проектам составило 24 и 27% соответственно.

#### Бюджет расширенного правительства.

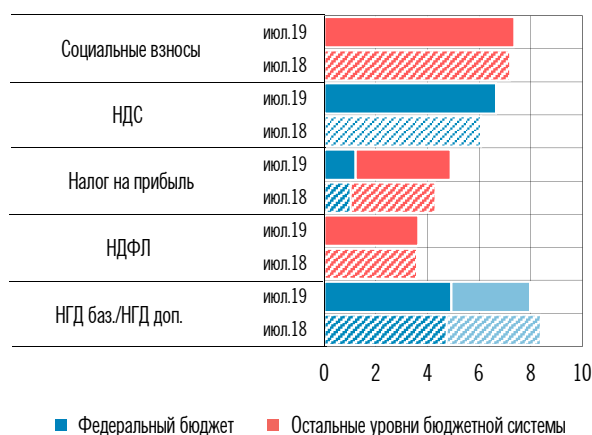
По данным Федерального казначейства<sup>14</sup>, в январе-июле 2019 г. увеличился профицит бюджетной системы за скользящий год, составив 3,8% ВВП (по итогам 2018 г. – 2,9% ВВП) (рис. 3.4.1). Рост профицита происходил за счет снижения доли расходов бюджетов всех уровней в ВВП на 0,3 п.п. и увеличения доходов на 0,6 п.п., в том числе нефтегазовых на 0,9 п.п. (табл. 3.4.1). В частности, в январе-июле наблюдался рост поступлений по налогу на прибыль (на 22,0%) и страховым взносам на обязательное социальное страхование (на 9,7%) по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. В итоге в январе-июле доля доходов от этих налогов в ВВП увеличилась до 4,9 и 7,4% соответственно по сравнению с 4,3 и 7,2% в январе-

ИСПОЛНЕНИЕ РАСХОДОВ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА НА РЕАЛИЗАЦИЮ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ В ЯНВАРЕ-ИЮЛЕ 2019 ГОДА (рис. 3.4.3)



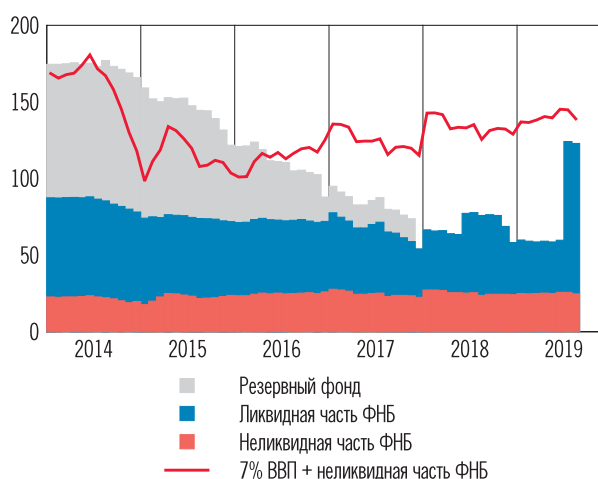
Источники: Росказна, Минфин России, расчеты Банка России.

ДОХОДЫ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ ПО ОСНОВНЫМ ВИДАМ НАЛОГОВ (январь-июль % ВВП) (рис. 3.4.4)



Источники: Росказна, Минфин России, расчеты Банка России.

ОБЪЕМ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ (млрд долл. США) (рис. 3.4.5)



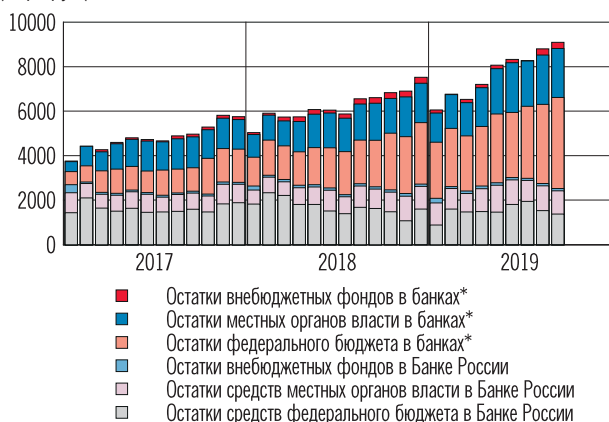
Источники: Минфин России, расчеты Банка России.

<sup>14</sup> См. ежемесячный отчет Федерального казначейства «Об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов» на 1.08.2019.

### ОСТАТКИ СРЕДСТВ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ НА РУБЛЕВЫХ СЧЕТАХ В БАНКАХ И БАНКЕ РОССИИ

Рис. 3.4.6

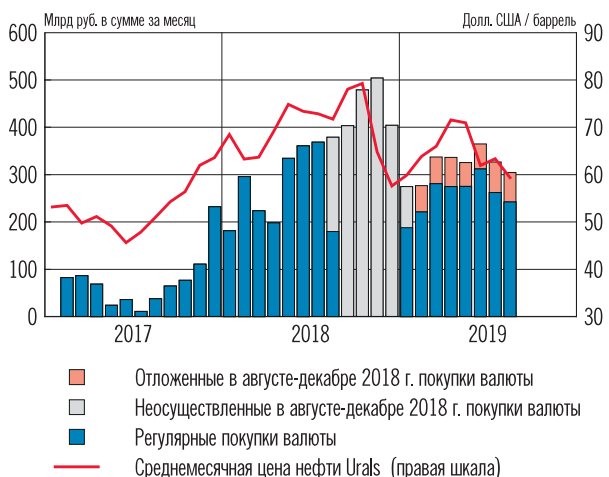
(млрд руб.)



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

### ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ В ЦЕЛЯХ ПОПОЛНЕНИЯ ФНБ

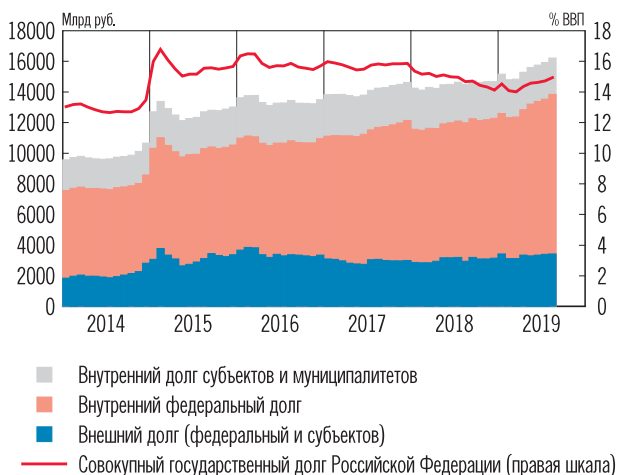
Рис. 3.4.7



Источники: Минфин России, Банк России.

### ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Рис. 3.4.8



Источник: Минфин России.

июле 2018 г. (рис.3.4.4). По итогам 7 месяцев 2019 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года расходы по статье «Национальная экономика» выросли на 6%, расходы по статье «Национальная оборона» стали ниже на 4,7% в номинальном выражении.

**Остатки средств на счетах в банковской системе.** В условиях опережающего роста доходов бюджетной системы по сравнению с расходами остатки средств бюджетов в банковской системе увеличились (рис. 3.4.6). В июне-августе Федеральное казначейство увеличило срочность своих операций по размещению временно свободных бюджетных средств на банковские депозиты, а также количество аукционов, проводимых по фиксированной ставке. Наряду с возобновлением проведения операций «валютный своп», это позволило Федеральному казначейству существенно нарастить объем средств, размещенных в банковском секторе (см. подраздел 4.2).

**Фонд национального благосостояния.** В июле 2019 г. произошло перечисление в ФНБ полученных за 2018 г. дополнительных нефтегазовых доходов в размере 65,2 млрд долл. США. В результате объем средств ФНБ на 1.09.2019 составил 122,9 млрд долл. США (7,5% ВВП), в том числе ликвидная часть – 98,1 млрд долл. США (6,0% ВВП) (рис. 3.4.5). Из-за снижения цены на нефть объем операций по покупке иностранной валюты для Минфина России в рамках бюджетного правила сокращался в июле-августе 2019 г. (рис. 3.4.7).

**Государственный долг.** По данным Минфина России, объем совокупного государственного и муниципального долга Российской Федерации на 01.08.2019 составил 14,9% ВВП, что на 0,2 п.п. выше уровня, сформировавшегося год назад (рис. 3.4.8).

Рост совокупного государственного и муниципального долга в номинальном выражении произошел за счет внутреннего федерального долга. Благоприятная рыночная конъюнктура и новый формат проведения аукционов по размещению ОФЗ (без заранее объявленного объема размещения) позволили разместить облигации федерального займа ускоренными темпами. В первом

полугодии 2019 г. Минфин разместил ОФЗ на 1,4 трлн рублей, превысив на 31% запланированный на этот период объем.

В конце июля состоялся закрытый аукцион для Внешэкономбанка по размещению ОФЗ,

в результате чего выручка Минфина России составила 39,2 млрд рублей. На III квартал 2019 г. Минфин России запланировал размещение ОФЗ на 300 млрд рублей.

## 4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ

### 4.1. РЕШЕНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

**Принятые решения по ключевой ставке.** Совет директоров Банка России 26 июля и 6 сентября принял решение снизить ключевую ставку – в совокупности на 50 б.п. – до 7,00% годовых.

В период с момента заседания Совета директоров 14 июня продолжилось замедление годовой инфляции, а устойчивые тенденции свидетельствовали о формировании инфляции вблизи 4%. Замедление годовой инфляции создавало условия для снижения инфляционных ожиданий, которые в июле-августе оставались на повышенном уровне. При этом на краткосрочном горизонте оставались значимыми дезинфляционные риски, что было связано прежде всего с динамикой внутреннего и внешнего спроса. В этих условиях и с учетом проводимой денежно-кредитной политики Банк России снизил в сентябре прогноз годовой инфляции по итогам 2019 г. до 4,0–4,5%.

В июле-августе продолжилось смягчение денежно-кредитных условий, чему в том числе способствовали принятые Советом директоров решения о снижении ключевой ставки в июне и июле, а также сигналы о будущей направленности денежно-кредитной политики.

Темпы роста российской экономики в период с июньского заседания Совета директоров продолжили складываться ниже ожиданий Банка России, что преимущественно было связано со снижением внешнего спроса на товары российского экспорта в условиях замедления мировой экономики, а также со слабой динамикой внутреннего спроса, в том числе вследствие более медленной, чем ожидалось, реализации ряда запланированных Правительством национальных проектов. При этом усилились риски существенного замедления мировой экономики вследствие дальнейшего усиления международных торговых противоречий. В этих условиях в сентябре Банк Рос-

сии снизил прогноз темпов роста российской экономики в 2019–2021 годах.

Ухудшение перспектив роста мировой экономики также сопровождалось в августе повышением волатильности на мировых товарных и финансовых рынках, что несколько усилило проинфляционные риски. В целом проинфляционные и дезинфляционные риски до конца 2019 г., по оценкам Банка России, сбалансированы.

**Денежно-кредитная политика на среднесрочном горизонте.** С учетом принятого Советом директоров 6 сентября решения ключевая ставка достигла верхней границы оцениваемого Банком России диапазона значений нейтральной ставки: 2–3% годовых – в реальном выражении, 6–7% годовых – в номинальном выражении (то есть с учетом цели по инфляции – вблизи 4%). Принимая во внимание, что нейтральная ставка в экономике зависит от широкого набора как внутренних, так и внешних факторов, а также от трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, ее оценка может меняться под действием данных факторов. В дальнейшем Банку России может потребоваться время для того, чтобы определить границы нейтрального диапазона и убедиться в том, что они соответствуют текущим оценкам.

При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки. Банк России будет принимать решения по ключевой ставке с учетом фактической и ожидаемой динамики инфляции относительно цели, развития экономики на прогнозном горизонте, а также оценивая риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков. На всем прогнозном горизонте Банк России будет проводить денежно-кредитную политику таким образом, чтобы обеспечить закрепление инфляции вблизи 4%.

**Влияние принятых решений на ожидания по ключевой ставке.** С момента публикации ДоДКП 2/19 ожидания рынка по ключевой ставке в основном корректировались в сторону снижения. После июньского заседания Совета директоров аналитики и участники финансовых рынков в основном ожидали небольшого снижения ключевой ставки (на 25 б.п. – согласно консенсус-прогнозам аналитиков) в III квартале 2019 года. После того как по итогам заседания Совета директоров 26 июля Банк России допустил в своем сигнале возможность дальнейшего снижения ключевой ставки и указал на преобладание дезинфляционных рисков над проинфляционными на краткосрочном горизонте, ожидания продолжили постепенно корректироваться вниз. Так, в конце июля и в августе большинство аналитиков ожидали снижения ключевой ставки до 7,00% к концу III квартала и ее сохранения на этом уровне до конца 2019 года. Эти ожидания укрепились по мере выхода новых данных по динамике инфляции и экономической активности. Также увеличилась доля экспертов и участников рынка, ожидающих продолжения смягчения денежно-кредитной политики в 2020 году. Пересмотр вниз ожиданий участников финансового рынка относительно траектории ключевой ставки Банка России нашел отражение в динамике ставок денежного и фондового рынков, включая ОФЗ и корпоративные облигации (подробнее – см. подраздел 3.2).

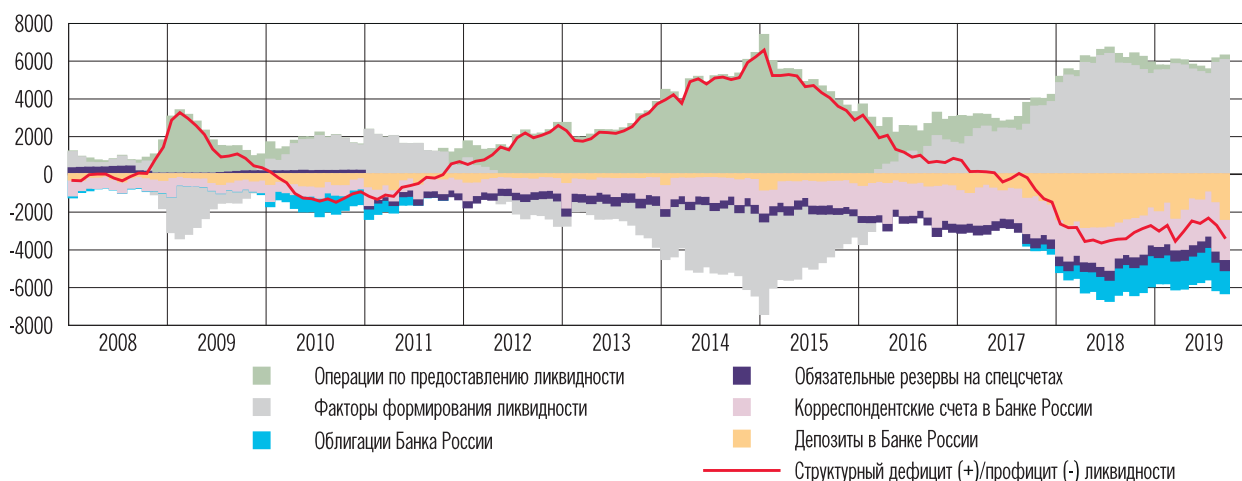
## 4.2. ПРИМЕНЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНСТРУМЕНТОВ И ИНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

**Ликвидность банковского сектора.** Структурный профицит ликвидности в июне-августе 2019 г. увеличился с 2,6 до 3,3 трлн рублей. Значительный приток средств сформировался в результате роста задолженности банков по операциям Федерального казначейства. Кроме того, увеличились размещения в банковские депозиты средств внебюджетных фондов (в частности, Фонда социального страхования). Дополнительно в банковский сектор поступили средства в результате реализации мер по повышению финансовой устойчивости отдельных кредитных организаций. Несколько компенсировали сформировавшиеся притоки ликвидности перечисление дивидендов крупных государственных компаний на бюджетные счета в Банке России, проведение банками налоговых платежей клиентов и дальнейшее размещение ОФЗ Минфином России на фоне сезонно невысоких бюджетных расходов.

Объем наличных денег в обращении увеличился на 0,2 трлн руб., что несколько меньше, чем за аналогичный период прошлого года. В целом с начала года снижение темпов роста данного показателя связано в первую очередь с распространением безналичных расчетов

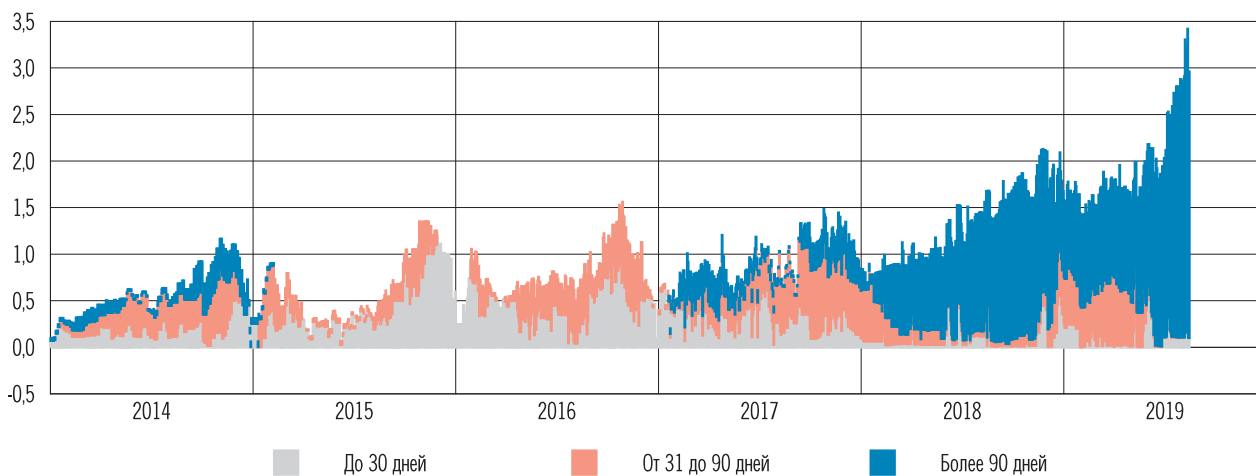
БАЛАНС БАНКА РОССИИ  
(по состоянию на начало дня, млрд руб.)

Рис. 4.2.1



ЗАДОЛЖЕННОСТЬ БАНКОВ ПО ДЕПОЗИТАМ, РЕПО И СВОПАМ ФЕДЕРАЛЬНОГО КАЗНАЧЕЙСТВА  
(трлн руб.)

Рис. 4.2.2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

и постепенным сокращением запасов средств в кассах кредитных организаций.

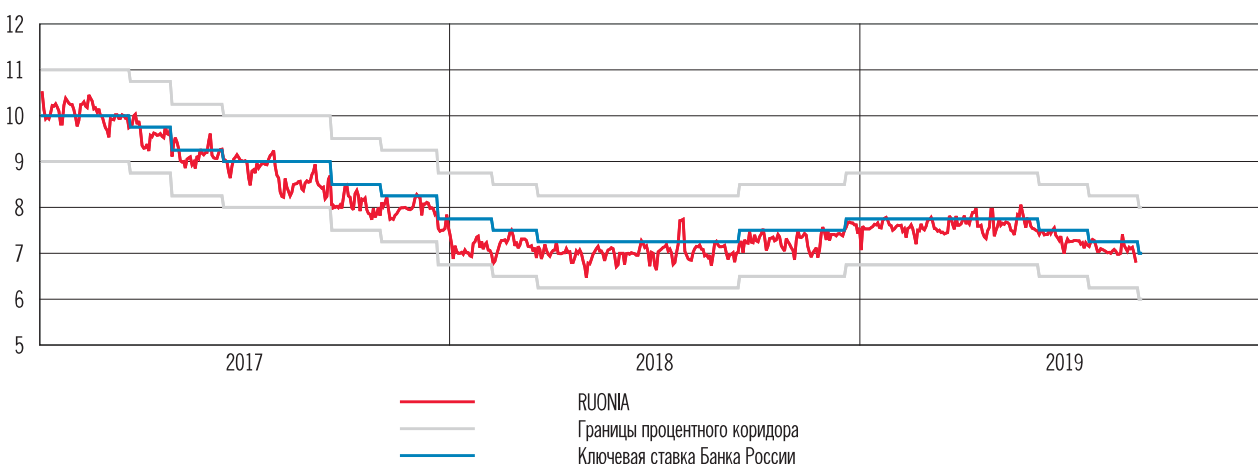
С июля 2019 г. вступило в силу решение Банка России о повышении на 1 п.п. нормативов обязательных резервов по обязательствам перед физическими лицами в иностранной валюте для банков с универсальной лицензией, банков с базовой лицензией и небанковских кредитных организаций – до 8,00%. Данное решение было принято с целью дестимулирования роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных организаций. В результате совокупный объем обязательных резервов кредитных организаций (включая средства на специализированных счетах для

хранения обязательных резервов) увеличился на 35 млрд рублей.

В июне-августе 2019 г. структурный профицит ликвидности сформировался выше прогноза Банка России в связи ростом спроса банков на депозиты Федерального казначейства. Ожидая меньшей потребности в абсорбировании устойчивой части избытка ликвидности, Банк России с июля 2019 г. сокращал объем размещения купонных облигаций (КОБР) и повышал лимиты на депозитных аукционах. Однако с октября 2019 г. планируется постепенное увеличение объема размещения КОБР пропорционально росту профицита ликвидности. Прогноз структурного профицита ликвидности

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ  
(% годовых)

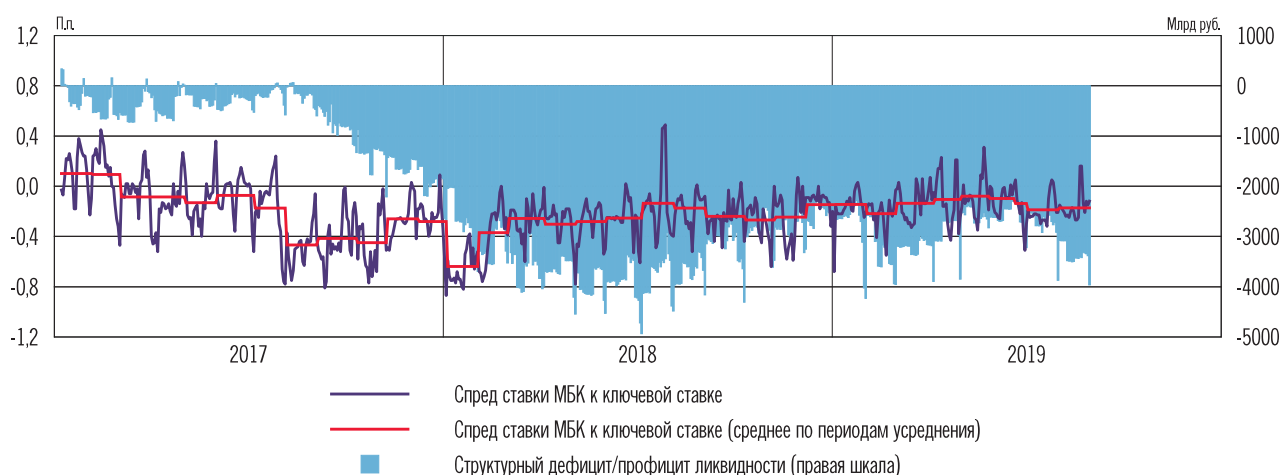
Рис. 4.2.3



Источник: Банк России.

## СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рис. 4.2.4



Источник: расчеты Банка России.

на конец 2019 г. составляет 3,4–3,7 трлн рублей. В 2020–2021 гг., как и ранее, ожидается некоторый его рост, связанный с дальнейшим проведением отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила.

**Операции Федерального казначейства по управлению временно свободными бюджетными средствами.** В июне-августе 2019 г. банки привлекли с помощью операций Федерального казначейства около 1,2 трлн рублей. Основной объем средств размещался в банки на длительные сроки (от 90 дней), а в их структуре увеличился объем операций по фиксированным процентным ставкам.

Снижение временно свободных остатков средств на едином счете федерального бюджета в Банке России и увеличение размещения средств в кредитные организации способствуют сглаживанию влияния бюджетных потоков на потребность банковского сектора в ликвидности. Так, если в течение года Федеральное казначейство поддерживает высокий объем размещения средств в банковских депозитах, то в конце года может забрать их у банков для проведения бюджетных расходов. В целом для ликвидности банковского сектора эти операции будут иметь нейтральный эффект. Однако рост задолженности банков по операциям Федерального казначейства при умеренных бюджетных расходах, как было

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ  
(трлн руб.)

Табл. 4.2.1

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

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

Источник: расчеты Банка России.

в июне-августе, приводит к увеличению профицита ликвидности.

**Достижение операционной цели денежно-кредитной политики.** Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного рынка формировались в нижней половине процентного коридора вблизи ключевой ставки Банка России. Средний спред с конца июня по 5 сентября составил -17 б.п. (в II квартале: -8 б.п.); спред колебался в интервале от -51 до 16 б.п. (в II квартале: от -43 до 31 б.п.).

Расширение спреда в отдельные периоды было связано в том числе с ожиданиями участниками рынка снижения ключевой ставки. Так, перед заседаниями Совета директоров Банка России в июне и июле банки стремились отложить выполнение усреднения обязательных резервов на вторую половину периодов

усреднения. В связи с этим банки формировали высокое предложение средств на депозитных аукционах Банка России в первой половине периодов усреднения, снижая по возможности остатки средств на своих корсчетах в Банке России. После решения по ставке банки, напротив, увеличивали остатки средств на корсчетах и снижали объем депозитов в Банке России. Это несколько сдерживало перераспределение средств между банками на денежном рынке, в том числе поступивших по операциям с Федеральным казначейством и в результате реализации мер по повышению финансовой устойчивости отдельных кредитных организаций. В дальнейшем ситуация нормализовалась и рыночные ставки сблизилась с ключевой ставкой Банка России.



## ВРЕЗКИ

### ОБ ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТА ПЕРЕНОСА ОБМЕННОГО КУРСА В ИНФЛЯЦИЮ<sup>1</sup>

В последние годы заметно изменились условия, в которых происходит перенос динамики обменного курса рубля в ценовую динамику.

Переход к таргетированию инфляции в 2015 г. сопровождался переходом к режиму свободного курсообразования и изменением механизмов подстройки экономики к курсовым колебаниям. Кроме того, снижение цен на товары российского экспорта, введение финансово-экономических санкций в отношении России привели в 2014–2016 гг. к заметному ослаблению рубля. Оно ускорило адаптацию экономических субъектов к новым институциональным условиям и, в частности, способствовало развитию импортозамещения как одного из способов снижения чувствительности экономики к внешним шокам.

Другим важным механизмом смягчения влияния на российскую экономику (в частности, на валютный рынок) колебаний конъюнктуры ключевого для России мирового рынка – рынка нефти – стало применение с 2018 г. нового бюджетного правила.

Изменения валютного курса переносятся в инфляцию через цены на импортируемые и экспортируемые товары. Так, ослабление рубля формирует проинфляционное влияние. Риски ускорения инфляции усиливаются асимметрией переноса курсовой динамики в цены в краткосрочном периоде (то есть большей реакцией цен на ослабление, чем на укрепление), в основе которой лежат номинальные жесткости (в первую очередь – заработной платы, цен на товары и услуги естественных монополий).

Следует также отметить, что перенос может быть нелинейным, поскольку масштабы ослабления (или укрепления) валюты могут влиять на поведение производителей и потребителей. Под нелинейностью понимается такая реакция цен на курсовые колебания, когда цены меняются непропорционально изменению курса.

Для уточнения оценок краткосрочной эластичности потребительских цен по курсовой динамике построена модель, включающая в качестве факторов следующие переменные: изменение курса рубля, показатели экономической активности и инфляционных ожиданий, очищенные от курсовых эффектов. Предполагается, что эффект переноса может быть асимметричным и изменяющимся во времени. Рассматривается только воздействие курсовых колебаний на цены, которое проявляется в краткосрочном периоде; зависимость с длинным лагом не учитывается в расчетах. Факторы экономической активности (и инфляционных ожиданий) строятся по принципу динамических факторных моделей, позволяющему выделить общую динамику, характерную для различных показателей экономической активности (инфляционных ожиданий), которая при этом не связана с курсовыми колебаниями.

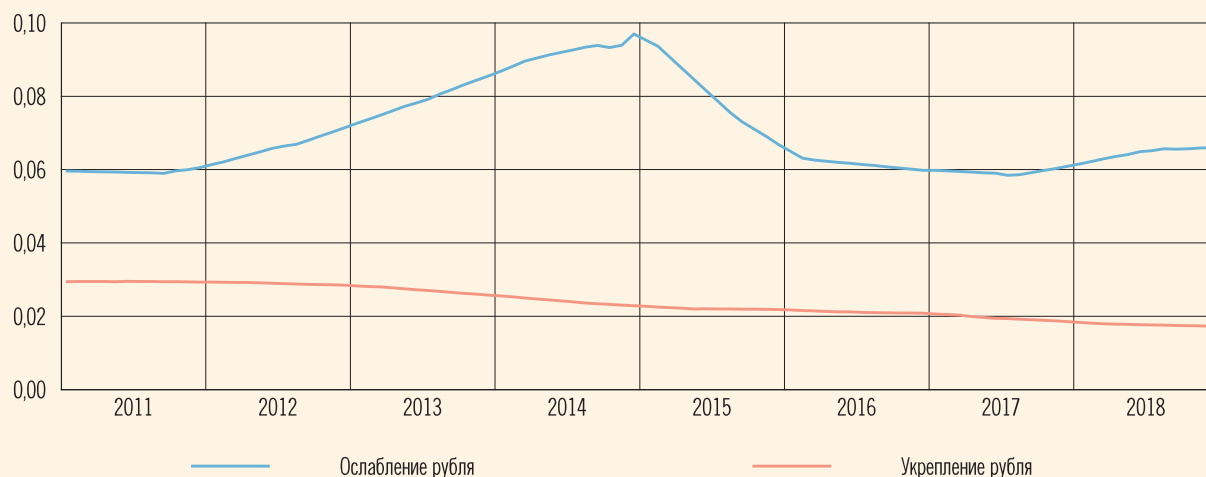
Вопрос об использовании того или иного показателя курсовой динамики (номинального эффективного обменного курса рубля или курса доллара США) в моделях для краткосрочного прогнозирования инфляции является дискуссионным, учитывая возможные несовпадения между валютой импортного контракта (сделки) и валютой платежа по нему, действие различных механизмов формирования цены импортируемой продукции на внутреннем рынке. Проведенный анализ показал, что различия в оценках эффекта переноса, сделанных с использованием различных показателей курсовой динамики, являются статистически незначимыми. Это верно в отношении как инфляции в целом, так и ее основных компонент.

Результаты моделирования подтвердили асимметрию эффекта переноса в краткосрочном периоде – чувствительность потребительских цен к укреплению рубля слабее, чем к ослаблению (рис. 1).

<sup>1</sup> Подробнее см.: *Исследование асимметрии и нелинейности переноса динамики обменного курса. Серия докладов об экономических исследованиях. А. Андреев. № 45. Сентябрь 2019; [www.cbr.ru/Content/Document/File/79935/wp\\_45.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/79935/wp_45.pdf).*

ПОЛУЭЛАСТИЧНОСТЬ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН ПО ОБМЕННОМУ КУРСУ В КРАТКОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ  
(п.п.)

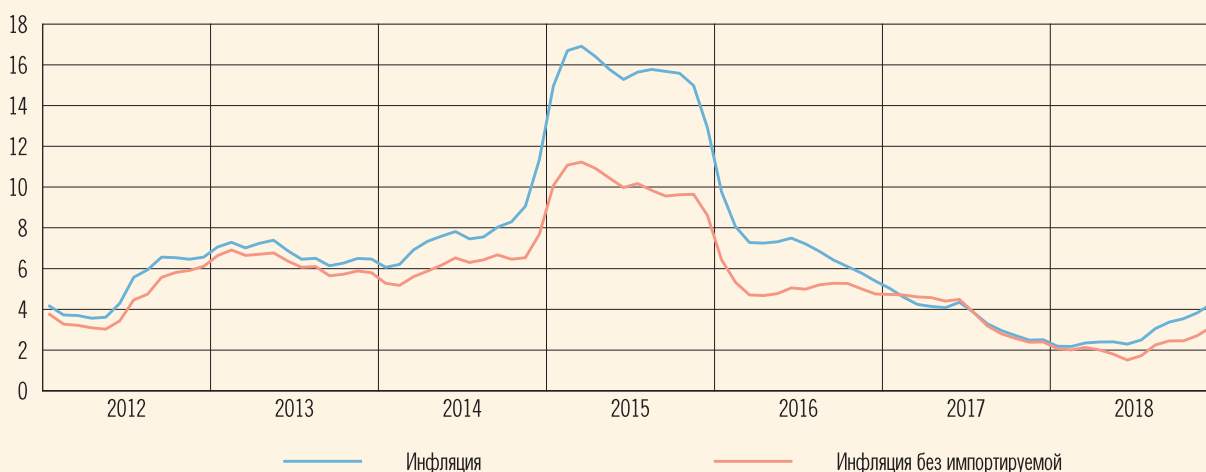
Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

ГОДОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИЯ С ИСКЛЮЧЕНИЕМ КУРСОВЫХ ЭФФЕКТОВ  
(прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)

Рис. 2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

При этом асимметрия переноса обменного курса в краткосрочном периоде не означает асимметрию в долгосрочном периоде. Так, если предположить наличие асимметрии эффекта переноса в краткосрочном периоде и ее отсутствие – в долгосрочном, оценка динамики и масштаба влияния курсового переноса на инфляцию в краткосрочном периоде остается сопоставимой с изначальными расчетами.

Максимальная (по абсолютному значению) краткосрочная полуэластичность<sup>2</sup> инфляции по снижению курса рубля наблюдалась в конце 2014 – начале 2015 г., в период усиления курсовой волатильности, что соответствует опубликованным ранее оценкам<sup>3</sup>. В 2016–2018 гг., по мере адаптации экономики к новым условиям, чувствительность инфляции к ослаблению рубля значительно снизилась.

<sup>2</sup> Полуэластичность показывает, на сколько процентных пунктов изменится инфляция при изменении курса рубля на 1%.

<sup>3</sup> ДокДП 1/16, [www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7839/2016\\_01\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7839/2016_01_ddcp.pdf).

Однако со второй половины 2017 г. эластичность цен по изменению курса несколько возросла, что может быть связано с ростом санкционного давления и общим повышением внешнеэкономической неопределенности.

Отметим, что оценка эффекта переноса в модели инфляции дает возможность оценить показатель инфляции, который соответствует неизменной курсовой динамике. Он может использоваться в наборе показателей базисной инфляции, то есть инфляции, очищенной от не релевантных для денежно-кредитной политики шоков. Годовая инфляция без влияния импортируемых цен в 2018 г. ниже, чем фактическая: курсовая динамика в 2018 г. имела проинфляционный характер (рис. 2).

### О ФАКТОРАХ РЕГИОНАЛЬНОЙ НЕОДНОРОДНОСТИ И СТРУКТУРНЫХ УРОВНЯХ ИНФЛЯЦИИ В РЕГИОНАХ РОССИИ

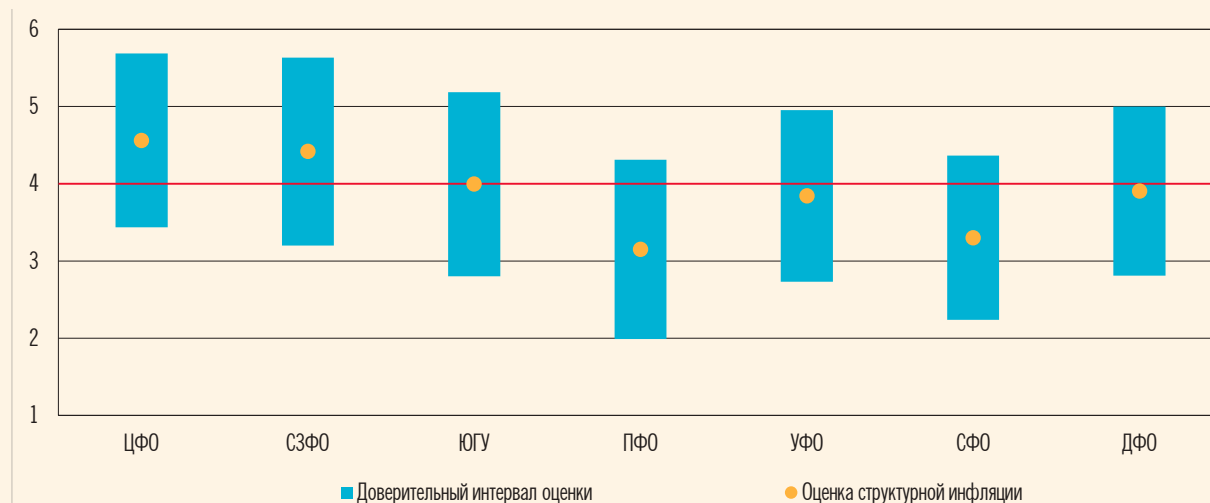
При подготовке решений по денежно-кредитной политике в Банке России активно используются региональные данные и анализ ситуации на местах. С точки зрения региональной дезагрегации общероссийская инфляция является средневзвешенной по регионам: при достижении цели по общероссийской инфляции всегда будут регионы, темпы роста цен в которых ниже или выше таргета.

Исследования по анализу региональной неоднородности цен в настоящий момент являются весьма актуальным направлением в академической литературе. Различия региональной инфляции объясняются как временными, так и структурными факторами экономики региона. При этом в большинстве работ в качестве факторов региональной инфляции выделяются конвергенция цен, структурные особенности регионов, а также различия в условиях торговли, валютных курсах и доходах. Что касается отечественных исследований, аналогичные оценки по регионам не обнаружены, однако существует значительное количество работ, посвященных эффектам конвергенции региональных цен и выделения факторов региональной неоднородности инфляции.

В ходе работы по оценке структурных уровней инфляции по регионам<sup>1</sup> проводился статистический анализ динамики региональной инфляции, выделялись факторы неоднородности и рассчитыва-

ОЦЕНКА «СТРУКТУРНОЙ» ИНФЛЯЦИИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ\*  
(%)

Рис. 1



\* ЮГУ – Южное главное управление Банка России, охватывающее регионы Южного и Северо-Кавказского федеральных округов.

Источник: Жемков М.И. Региональные эффекты таргетирования инфляции в России: факторы неоднородности и структурные уровни инфляции. Вопросы экономики. №9. 2019. С. 70-89.

<sup>1</sup> Жемков М.И. Региональные эффекты таргетирования инфляции в России: факторы неоднородности и структурные уровни инфляции. Вопросы экономики. № 9. 2019. С. 70-89.

лись темпы инфляции в регионах при достижении цели по инфляции в России. Исторически в России наблюдался высокий разброс региональной инфляции, однако с 2014 г. он заметно снизился. При этом были выявлены как регионы, так и целые федеральные округа, инфляция в которых с 2014 г. была устойчиво выше или ниже общероссийской, что, вероятнее всего, может объясняться наличием структурных особенностей региональных экономик, неоднородной реакцией на происходящие шоки и отличиями в региональной структуре потребительской корзины.

Эконометрический подход в исследовании основывался на концепции Балассы – Самуэльсона и последующих работах, из которых выводилась зависимость различий в темпах роста цен по регионам от таких факторов, как разность производительности в торгуемом и неторгуемом секторах, динамика валютного курса, и прочих<sup>2</sup>. На основе полученных оценок и при условии достижения таргета по России (4%) была рассчитана «структурная» инфляция по каждому федеральному округу, а также построен доверительный интервал.

Результаты показали, что структурные особенности регионов, относительное обесценение эффективных валютных курсов, динамика доходов и запасов продукции могут определять устойчивые отклонения региональной инфляции от среднероссийской. Кроме того, отклонения в структуре потребительской корзины по регионам могут вносить вклад в региональную неоднородность инфляции. Особо выделяются регионы с высокой инфляцией (ЦФО, СЗФО), что может объясняться высокими средними доходами и высокоплатежным спросом. В то же время в ПФО, УФО и СФО инфляция с 2014 г. традиционно наблюдается ниже среднероссийской. Значение «структурной» инфляции в южных регионах европейской части России на уровне 4% с симметричным отклонением в обе стороны может объясняться высокой степенью реакции на шоки предложения сельскохозяйственной продукции, которые могут приводить как к существенному ускорению инфляции в макрорегионе (лето 2017 г.), так и к существенному замедлению (хороший урожай и замедление продовольственной инфляции в 2018 г.).

<sup>2</sup> Жемков М.И. Региональные эффекты таргетирования инфляции в России: факторы неоднородности и структурные уровни инфляции. Вопросы экономики. №9. 2019. С. 70-89.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В РЕГИОНАХ РОССИИ

В июне-июле в большинстве регионов продолжалось замедление инфляции, сопровождавшееся некоторым ростом ее неоднородности. Основной вклад в увеличение регионального разброса динамики цен внесла прошедшая индексация регулируемых тарифов на жилищно-коммунальные услуги, масштабы которой в регионах значительно различались, и разнородная инфляция услуг воздушного транспорта. Динамика экономической активности в июле вернулась в положительную область в большинстве регионов после некоторого ухудшения в мае-июне. Ее региональный разброс остается на низком уровне при близких к нулю показателях экономической динамики во всех федеральных округах. В мае-июле в большинстве регионов наблюдался некоторый рост потребительской активности и реальных зарплат на фоне замедления инфляции.

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭКОНОМИКИ И ИНФЛЯЦИИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ (%)

Табл. 1

	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО
Инфляция (июль)	4,7	4,5	4,8	4,4	4,3	4,1	5,1	4,9
Индикатор экономической активности (г/г, июль)	-1,3	-0,8	-1,2	0,9	1,5	-1,9	-0,3	3,3
Промышленное производство (г/г, июль)	4,5	5,4	0,7	0	4,6	0	0,5	7,1
Оборот розничной торговли (г/г, июль)	1,2	1,3	0,8	6,2	-0,3	0,6	1,1	2,5
Объем платных услуг (г/г, июль)	-4,9	-2,7	-0,1	1,4	-1,7	1,2	-1,5	-3,6
Объем работ в строительстве (г/г, июль)	-8,9	-24,3	-23,0	-5,2	-0,8	-20,1	-0,4	27,6
Прирост задолженности по кредитам физическим лицам (г/г, июль)	24,2	23,1	22,8	21,5	20,3	18,5	18,5	19,6
Прирост задолженности по кредитам юридическим лицам (г/г, июль)	4,0	8,7	0,8	6,1	-2,4	4,7	7,8	17,4
Реальная заработная плата (г/г, июль)	4,7	-0,1	1,1	2,4	2,7	1,8	2,2	2,5
Уровень безработицы (II квартал)	2,9	3,5	5,3	11,1	4,2	4,3	5,8	6,0

Источники: Росстат, Банк России.

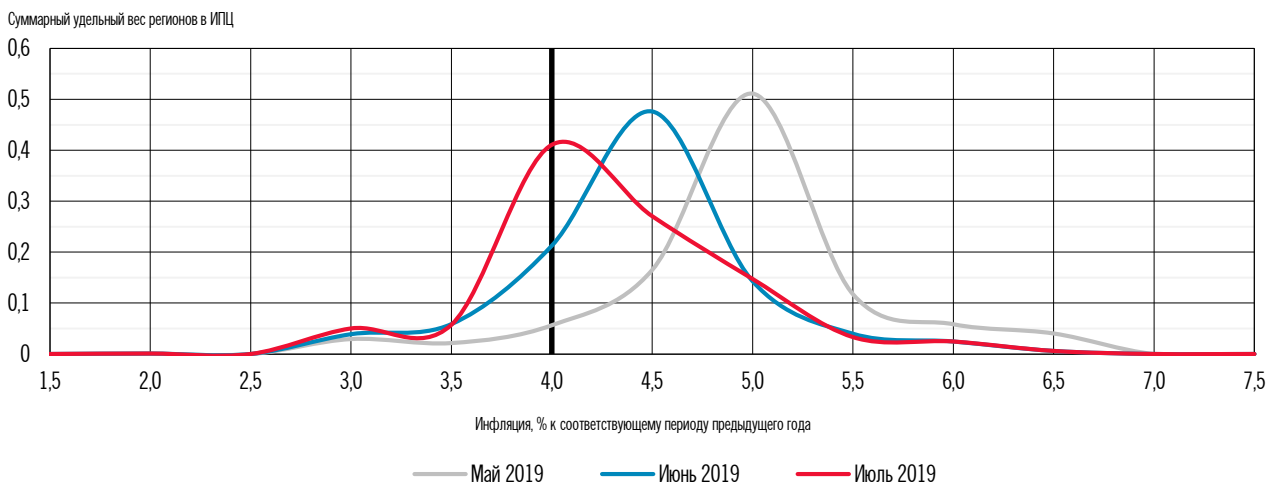
### ИНФЛЯЦИЯ И ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ

#### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО УРОВНЯМ ИНФЛЯЦИИ

Динамика региональной инфляции в июне-июле была достаточно однонаправленной: ее замедление наблюдалось в большинстве регионов (77 из 85). Сильнее всего инфляция замедлилась в субъектах европейской части России, в первую очередь – в Южном и Центральном округах, при этом ускорение роста цен происходило в некоторых сибирских и дальневосточных регионах (Республика Саха (Якутия), Забайкальский край, Сахалинская и Иркутская области). В целом происходившее замедление инфляции в регионах не было однородным: разброс ее значений в июне-июле увеличился из-за различий в индексации регулируемых тарифов на жилищно-коммунальные услуги и услуги пассажирского транспорта, а также – в динамике цен плодоовощной продукции. Значения годовой инфляции в регионах в июле находились в интервале от 1,1 до 6,6% при среднероссийском значении 4,6%. Несмотря на некоторый рост неоднородности, региональное распределение инфляции в целом сохранило свою форму, основной пик распределения в июле сдвинулся к отметке 4% (рис. 1). При этом сохраняется значительная группа регионов с инфляцией выше 5%, которую составляют главным образом регионы Центральной России и Сибири. В группу регионов с наиболее низкой инфляцией (1–3,5%)

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО УРОВНЯМ ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ

Рис. 1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

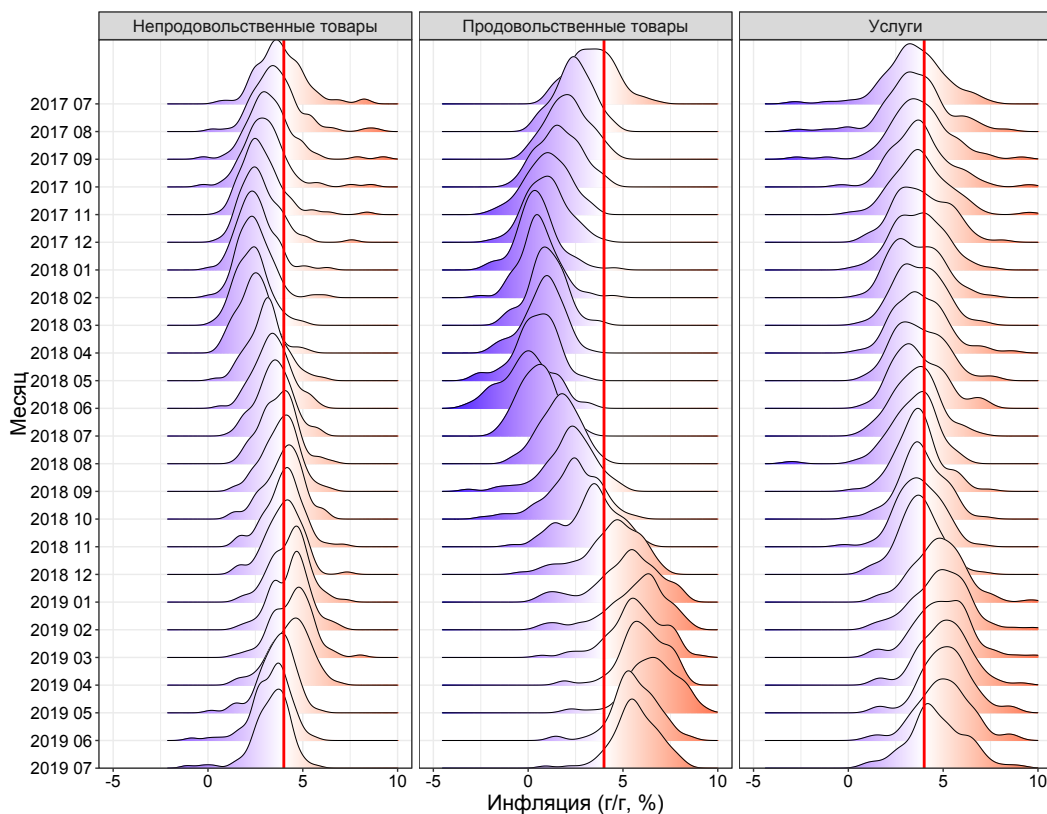
с начала года входят Ханты-Мансийский и Ямало-Ненецкий автономные округа (АО), республики Алтай и Ингушетия, в июне-июле в эту группу также вошли Удмуртская Республика, Кировская область и Камчатский край (рис. 3).

## ПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Региональная неоднородность инфляции продовольственных товаров при общестрановом замедлении роста цен в июне-июле заметно уменьшилась (рис. 2). Значения продоволь-

## РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ ТОВАРОВ И УСЛУГ

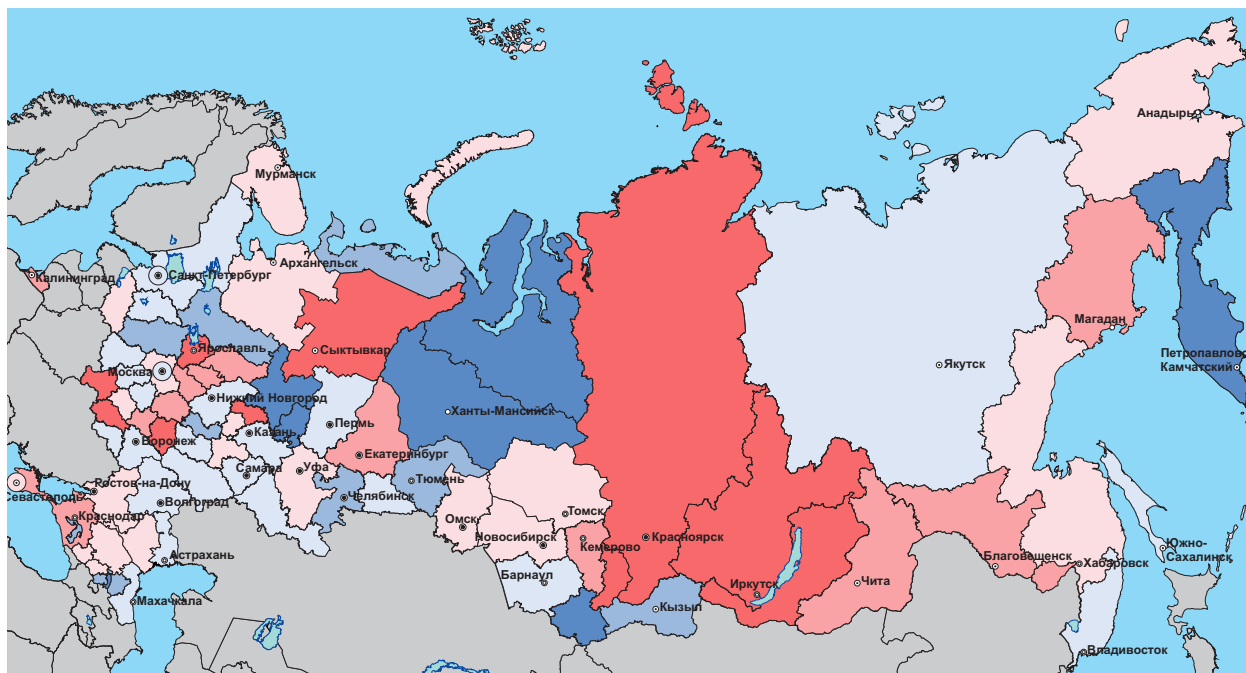
Рис. 2



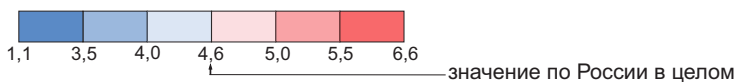
Примечание: по горизонтальной оси приведен уровень инфляции (в годовом выражении, %), по вертикальной — сумма регионов.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНФЛЯЦИЯ В РЕГИОНАХ В ИЮЛЕ 2019 ГОДА

Рис. 3



Инфляция, %



Источники: Росстат, Банк России.

ственной инфляции в регионах в июле находились в интервале от 0,9% (Ямало-Ненецкий АО) до 8,2% (Иркутская область), при этом значения основной группы регионов (72 из 85 субъектов) расположены в диапазоне от 4% (Вологодская область) до 7,5% (Чукотский АО). Изменения продовольственной инфляции в регионах в июне-июле определялись главным образом динамикой цен плодоовощной продукции. Она, традиционно оставаясь волатильной, в июне внесла основной вклад в замедление продовольственной инфляции в большинстве регионов, а в июле – в ее ускорение в более чем половине субъектов. Замедление инфляции плодоовощной продукции в июне в большинстве субъектов было вызвано более ранним в сравнении с прошлым годом началом сбора нового урожая овощей открытого грунта в основных регионах-производителях на юге страны. В июле во многих регионах рост цен на плодоовощи ускорился на фоне установившейся на значительной части европейской территории России холодной и дождливой погоды, неблагоприятной для формирования урожая. Однако это ускорение в регионах, как правило, было незначительным, и в целом по итогам июня-июля в большинстве субъектов годовая инфляция плодоовощной продукции снизилась. Ускорение продовольственной инфляции в июне-июле происходило во многих удаленных регионах Дальнего Востока, где оно было связано с замедленной из-за особенностей завоза продукции реакцией на ускорение динамики цен в крупных регионах – производителях продовольствия в предыдущие месяцы. В то же время в большинстве регионов наблюдалось замедление инфляции мясopодуKтов при продолжающемся росте предложения отечественного мяса, а также после окончания действия отдельных немонетарных факторов на рынках баранины и птицы в регионах Северного Кавказа<sup>1</sup>. Одновременно с этим происходило и снижение региональной неоднородности

<sup>1</sup> Подробнее см. приложение «Экономическая ситуация в регионах России» в ДокП 2/19, [www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19993/2019\\_02\\_ddcp.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19993/2019_02_ddcp.pdf).

## ИНФЛЯЦИЯ В ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОКРУГАХ ПО ОТДЕЛЬНЫМ СУБКОМПОНЕНТАМ

Табл. 2

	Вес в ИПЦ								Инфляция (% , июль)							
	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО
<b>Все товары и услуги</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	4,7	4,5	4,8	4,4	4,3	4,1	5,1	4,9
<b>Продовольственные товары</b>	36,2	37,2	40,4	45,2	37,4	36,5	37,8	37,4	5,8	5,4	6,0	5,4	4,9	5,0	5,9	6,3
– без плодоовощной продукции	32,5	32,9	35,6	38,8	33,8	32,8	34,0	33,1	5,9	5,0	6,1	5,5	5,1	4,6	6,3	5,9
Мясопродукты	10,1	8,5	10,0	12,8	8,9	8,5	9,3	8,5	7,2	6,3	7,2	7,7	6,1	5,2	8,2	8,6
Молоко и молочная продукция	2,9	3,5	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	3,1	6,1	5,9	6,5	6,2	4,2	6,7	7,0	5,5
Плодоовощи	3,6	4,3	4,7	6,5	3,5	3,8	3,8	4,3	5,1	8,4	5,6	5,2	3,3	8,7	3,1	9,4
Хлеб, макароны и крупы	2,2	2,4	2,9	3,4	2,7	2,4	2,6	2,3	12,1	6,4	11,4	6,2	11,9	9,1	11,0	9,4
Рыбопродукты	2,8	1,7	2,1	2,1	1,8	1,7	1,9	1,8	4,6	5,4	4,5	4,8	5,9	4,5	4,6	0,8
Масло и жиры	1,0	1,1	1,4	2,2	1,2	1,0	1,2	1,0	5,3	4,4	5,8	8,2	6,0	3,3	4,4	4,8
Яйца	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	10,1	7,2	8,2	9,4	6,5	6,3	15,9	12,7
Сахар	0,3	0,3	0,5	1,3	0,5	0,4	0,6	0,4	0,0	-1,1	-1,5	4,1	-2,2	-1,2	-0,8	3,9
Прочие	11,0	12,6	11,9	9,4	12,7	12,5	12,0	12,8	3,6	3,3	4,0	3,0	2,9	2,9	4,4	4,1
<b>Непродовольственные товары</b>	34,4	34,0	34,9	32,9	35,6	35,1	36,7	34,2	4,1	3,5	3,3	2,3	3,7	2,9	3,8	3,0
– без бензина	30,0	29,5	31,1	28,6	31,3	30,4	32,0	29,8	4,5	3,6	3,6	2,8	3,8	3,0	3,9	3,0
Одежда, обувь, меха	7,4	6,7	7,3	8,1	7,5	6,3	6,9	7,3	2,6	2,3	2,0	1,5	2,1	1,2	1,8	1,9
Легковые автомобили	6,3	5,6	5,3	2,5	6,4	7,6	6,2	4,4	6,1	4,7	4,3	3,9	5,1	4,2	4,3	2,2
Нефтепродукты	4,4	4,5	3,7	4,3	4,3	4,7	4,7	4,4	1,2	2,7	1,2	-1,1	2,7	2,1	2,5	2,9
Бытовая техника	2,7	2,4	3,3	2,7	2,8	2,5	2,6	2,6	1,3	-1,8	1,4	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,1
Мебель и стройматериалы	2,8	2,5	3,3	3,2	3,3	2,5	2,9	2,9	4,9	4,2	3,4	4,0	4,6	3,5	4,8	3,3
Бытовая химия	0,7	0,8	0,9	1,1	0,9	0,7	0,9	0,9	6,5	6,0	4,1	5,5	4,7	2,6	4,8	7,7
Прочие	10,1	11,5	11,0	10,9	10,6	10,7	12,5	11,7	5,6	4,9	5,0	3,7	4,9	4,0	5,6	4,2
<b>Услуги</b>	29,4	28,8	24,8	21,9	27,0	28,4	25,5	28,4	4,0	4,4	5,0	5,5	4,4	4,5	5,6	5,6
– без ЖКХ	19,7	18,9	14,4	12,6	16,9	18,0	16,0	17,0	3,6	4,7	4,9	5,6	4,4	5,2	5,3	6,5
ЖКХ	9,8	9,9	10,4	9,3	10,1	10,4	9,5	11,4	4,9	4,0	5,1	5,4	4,4	3,4	6,0	4,2
Бытовые услуги	3,5	3,8	3,3	2,8	3,1	3,1	2,7	3,2	2,8	3,6	4,2	3,4	3,6	2,8	4,1	4,0
Пассажирский транспорт	2,5	3,0	1,8	1,9	2,1	2,2	2,4	3,1	4,5	7,9	8,9	12,4	5,0	9,5	10,7	11,2
Услуги в сфере туризма	3,3	2,2	0,7	0,4	1,5	2,9	0,9	1,1	3,3	5,7	4,1	5,7	4,5	6,5	6,1	8,2
Услуги в системе образования	2,3	1,7	2,1	1,3	2,1	1,8	1,7	2,1	7,5	7,0	6,3	7,1	6,9	6,3	7,0	13,9
Медицинские услуги	1,7	1,5	1,4	1,2	1,6	1,4	1,2	1,4	3,1	4,3	4,0	4,3	5,4	4,1	5,3	5,0
Прочие	6,8	7,5	5,5	5,1	6,9	6,8	7,3	6,4	2,4	3,4	3,5	4,4	2,8	3,6	3,7	2,7

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

– минимальные значения по каждой субкомпоненте

Источники: Росстат, Банк России.

инфляции мясопродуктов, что внесло основной вклад в снижение неоднородности всей продовольственной инфляции.

## НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Инфляция непродовольственных товаров в июле в региональном разрезе оставалась наиболее однородной в сравнении с инфляцией продовольственных товаров и услуг: значения показателя для основной группы регионов (76 субъектов с суммарным весом в общестрановом ИПЦ более 95%) находились в интервале от 2% (Сахалинская область) до 4,8% (Тамбовская область). При некотором замедлении на общестрановом уровне в регионах в июне-июле динамика непродовольственной инфляции была разнонаправленной. Региональные различия в значительной степени были обусловлены динамикой цен на моторное топливо, связанной с эффектом базы: в июле 2018 г. началась реализация административных мер по сдерживанию цен нефтепродуктов. В то же время в ряде регионов эффект базы был менее выражен и замедление роста цен на моторное топливо продолжилось, что в основном связано с преобладанием в этих регионах независимых АЗС, менее подверженных влиянию мер по стабилизации цен на бензин в 2018 году. В некоторых таких регионах (республики Ингушетия, Дагестан,



Крым, Алтай, Чеченская Республика; Брянская, Орловская, Курская области; город Севастополь) в июле на рынке моторного топлива в годовом сопоставлении наблюдалась дефляция. В целом изменение динамики цен непродовольственных товаров в июне-июле в большинстве регионов было незначительным (в 64 регионах ускорение или замедление составило менее 0,5 п.п.) и вносило ограниченный вклад в общую динамику инфляции.

## ИНФЛЯЦИЯ В СФЕРЕ УСЛУГ

Инфляция услуг в июле вносила основной вклад в увеличение региональной неоднородности динамики цен. Значения инфляции услуг в регионах находились в интервале от 0,9% (Камчатский край) до 9% (Республика Коми), для основной группы регионов (75 субъектов с суммарным весом в общестрановом ИПЦ более 95%) – от 2,5% (Республика Калмыкия) до 6,8% (республики Дагестан, Марий Эл). Рост неоднородности динамики цен на услуги в июне-июле был связан в основном с инфляцией услуг пассажирского транспорта. В ряде северных и сибирских регионов наблюдалось ее значительное (более чем на 6–7 п.п.) ускорение, вызванное отложенным повышением цен на авиаперевозки по итогам убыточного 2018 г. и переносом в стоимость авиабилетов произошедшего в прошлом году подорожания топлива. В тех субъектах, где наблюдалось значительное замедление инфляции услуг пассажирского транспорта (в Мордовии, Астраханской, Магаданской, Новгородской областях, ХМАО, ЯНАО – более чем на 8 п.п.), оно было связано с переносом на более поздний срок повышения тарифов городского транспорта и топливных сборов, входящих в стоимость авиабилетов, некоторыми авиакомпаниями. В июле в большинстве регионов наблюдалось замедление инфляции услуг, наиболее значительный вклад в которое внесла динамика тарифов на жилищно-коммунальные услуги: их индексация в июле оказалась ниже, чем годом ранее, так как в 2019 г. она проводилась в два этапа.

## ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ

Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед в июле-августе стабилизировались в большинстве федеральных округов, оставаясь в среднем на уровнях предыдущих месяцев (рис. 4). На наиболее низких уровнях с мая находятся ценовые ожидания на Северном Кавказе, главным образом за счет оценок предприятий обрабатывающих производств и транспортировки и хранения. На ожидания последних могла повлиять динамика цен моторного топлива, которая в июне-июле в СКФО наиболее сильно замедлилась в сравнении с другими ФО, а в отдельных регионах округа наблюдалась дефляция в этой товарной группе. В отраслевом разрезе в большинстве регионов в июле происходило снижение ожиданий в строительстве. Повышенные ожидания у предприятий этой отрасли в начале года сохранялись накануне перехода к новым правилам долевого строительства жилья и ввода эскроу-счетов, произошедшего с 1 июля. В августе в большинстве федеральных округов увеличились ценовые ожидания в сельском хозяйстве. Этот рост объясняется некоторыми корректировками ожиданий урожая (прежде всего зерна) в сторону снижения.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

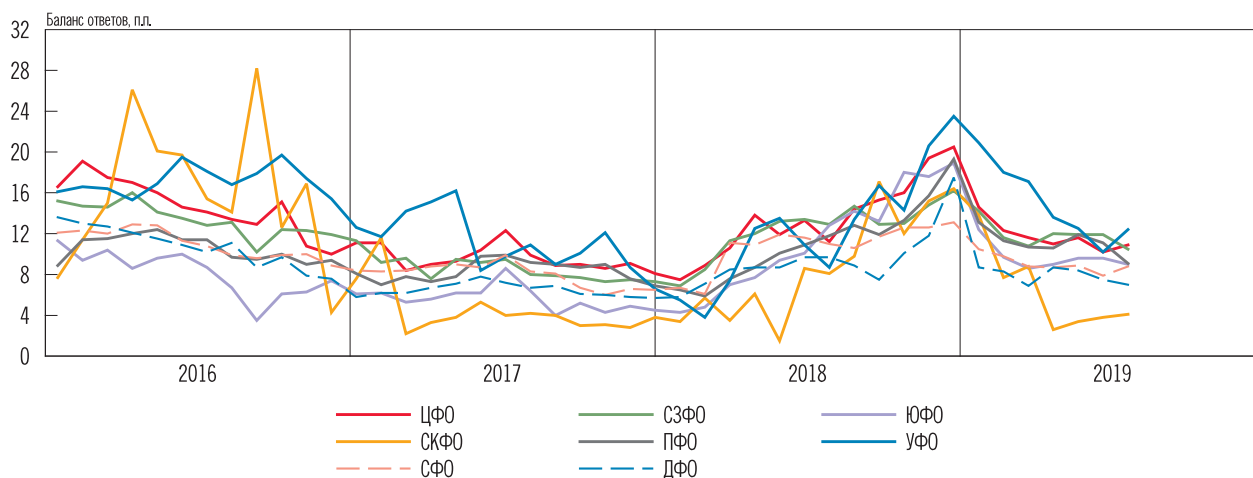
### КРЕДИТОВАНИЕ НАСЕЛЕНИЯ

В II квартале 2019 г. во всех федеральных округах наблюдалось значительное смягчение условий банковского кредитования населения<sup>2</sup> (рис. 5). Смягчение ценовых условий, отмечаемое респондентами впервые за последние три квартала, происходило на фоне уменьшения инфля-

<sup>2</sup> Согласно данным ежеквартального обследования крупнейших банков. УБК оцениваются на основе диффузного индекса, отражающего баланс ответов кредитных организаций, оценивающих изменение условий как ужесточение или смягчение.

## ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

Рис. 4



Источник: Банк России.

ционных ожиданий, замедления инфляции и снижения ключевой ставки Банка России. Изменение оценок неценовых условий кредитования физических лиц было незначительным, хотя во всех округах наблюдалось их некоторое смягчение. В целом оценки условий кредитования населения в половине регионов оставались в зоне нейтральных значений (в 34 регионах из 68, в которых проводился опрос), как жесткие они оценивались в 13 регионах, как мягкие – в 21. В то же время, несмотря на смягчение УБК, темпы роста розничного кредитования в мае-июле замедлялись во всех федеральных округах, наиболее значительно – в Приволжском, Уральском и Сибирском ФО. Рост кредитования населения сдерживается высокой кредитной нагрузкой, которая в 75% регионов уже превысила пик 2013–2014 годов. На уровне отдельных регионов показатели прироста кредитного портфеля физических лиц (в годовом сопоставлении) в июле в большинстве субъектов находились в диапазоне от 15% (Вологодская область) до 27–28% (Чукотский АО, республики Тыва, Дагестан, Ленинградская область). В Крыму и Севастополе, несмотря на заметное (в сравнении с показателями марта-апреля) замедление, темпы прироста остаются значительно выше (65 и 81% соответственно), что обусловлено догоняющим характером роста потребительского кредитования в этих регионах.

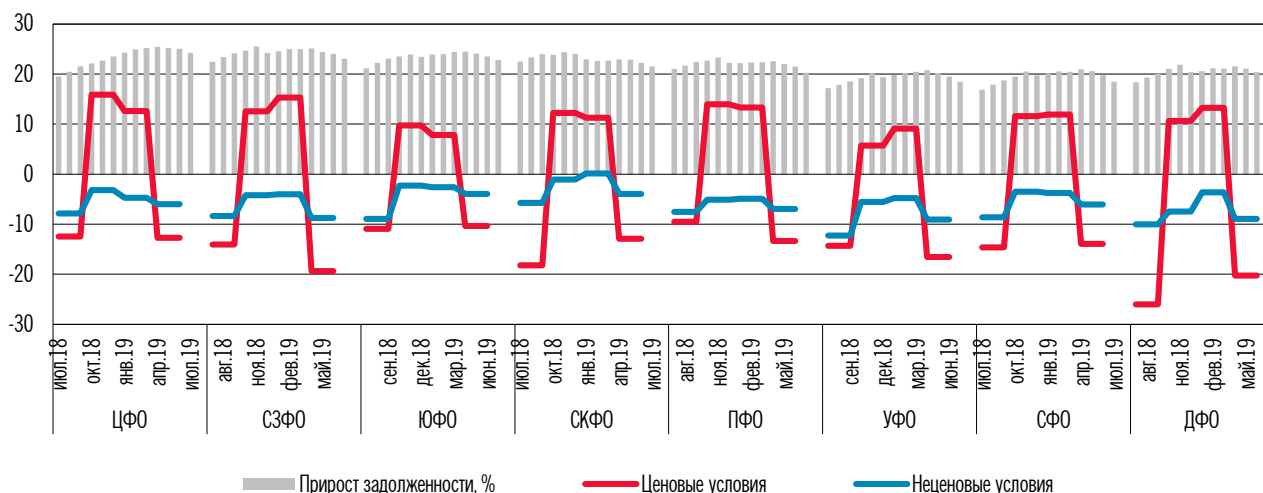
## КРЕДИТОВАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

Условия банковского кредитования корпоративных заемщиков в II квартале 2019 г. также смягчались во всех федеральных округах (рис. 6). Тем не менее оценки УБК юридических лиц оставались жесткими во всех округах, за исключением Уральского, где они находятся в зоне нейтральных значений. На фоне смягчения условий кредитования темпы прироста кредитного портфеля предприятий в мае-июне ускорились в большинстве регионов и федеральных округов. Наиболее высокие темпы роста наблюдались в регионах Дальнего Востока, где уровень долговой нагрузки<sup>3</sup> предприятий (19%) остается заметно ниже среднероссийских значений (29%) при также невысоких показателях доли просроченной задолженности (5,7% в сравнении с 7,4% по Российской Федерации). Сокращение кредитного портфеля корпоративных заемщиков происходило только в Приволжском ФО, где отрицательная динамика корпоративного кредитования сохраняется с ноября 2018 года. Здесь уменьшалась задолженность предприятий промышленности, строительства и торговли. В пяти федеральных округах (Центральном, Юж-

<sup>3</sup> Долговая нагрузка корпоративных заемщиков по региону (ФО) рассчитывалась как отношение задолженности по кредитам юридическим лицам к объему отгруженных товаров, выполненных работ и услуг (скользящая сумма за 12 месяцев).

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

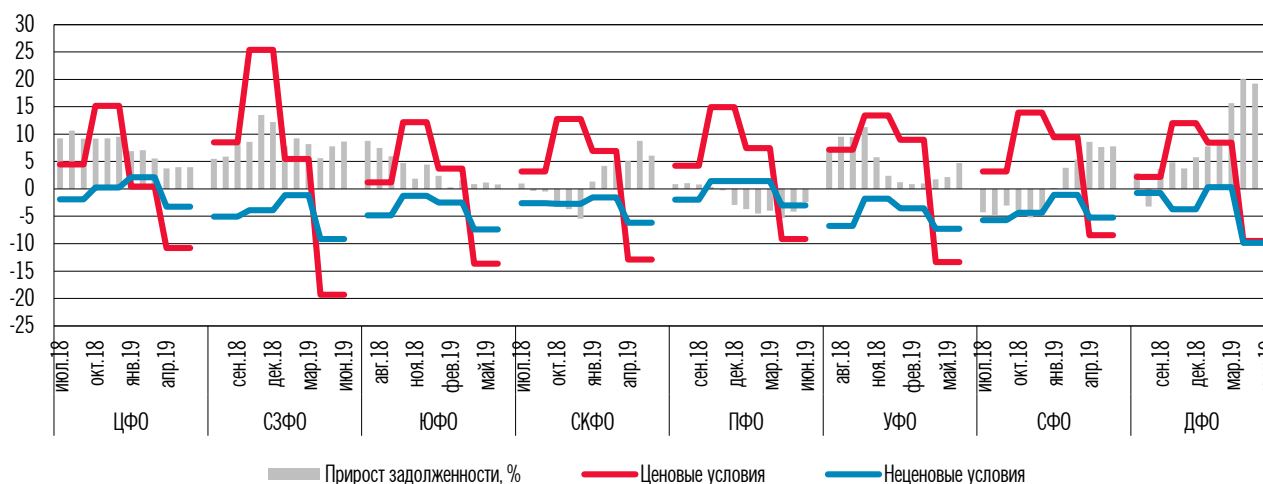
Рис. 5



Источник: Банк России.

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

Рис. 6



Источник: Банк России.

ном, Северо-Кавказском, Приволжском и Уральском) в мае-июне наблюдался рост доли просроченной задолженности корпоративных заемщиков.

## ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

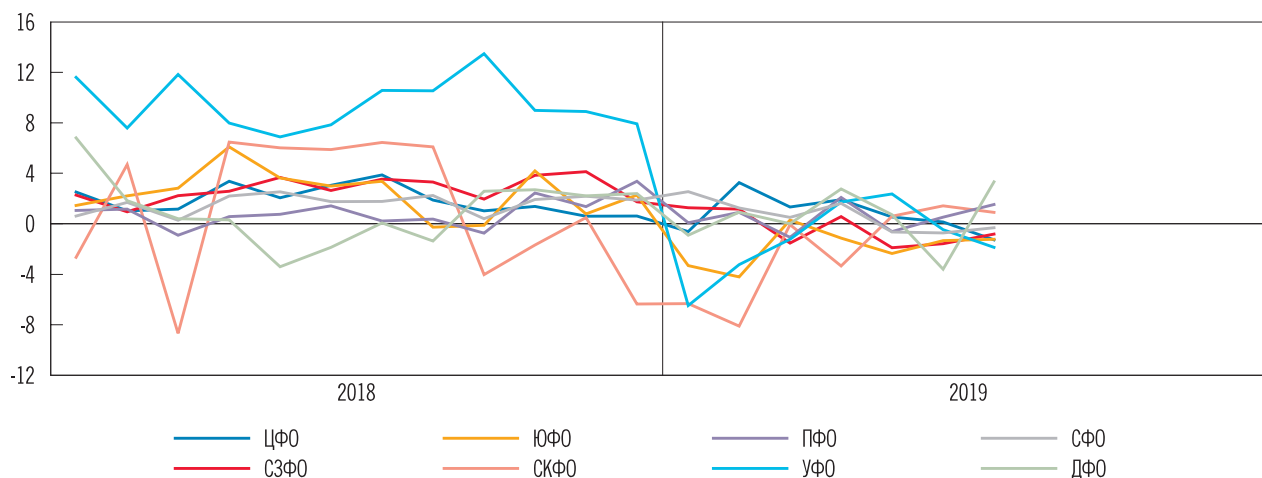
### ИНДИКАТОР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ

Региональная неоднородность динамики экономической активности в мае-июле оставалась сравнительно низкой, значения индикатора экономической активности (ИЭА)<sup>4</sup> для всех федеральных округов находились в небольшом диапазоне около нулевого уровня (рис. 7). Число

<sup>4</sup> Индикатор экономической активности рассчитывается как средневзвешенный темп основных видов экономической деятельности: добывающей и обрабатывающей промышленности, обеспечения электроэнергией, газом и паром, водоснабжения, водоотведения, организации сбора и утилизации отходов, сельского хозяйства, строительства, предоставления платных услуг населению, торговли. В качестве весов для расчета средней используются веса соответствующих видов экономической деятельности в структуре валового регионального продукта. ИЭА является аналогом Индекса выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности, публикуемого Росстатом, на уровне регионов.

ИНДИКАТОР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ (ЯНВАРЬ 2018 – ИЮЛЬ 2019 Г.)  
(в годовом сопоставлении, %)

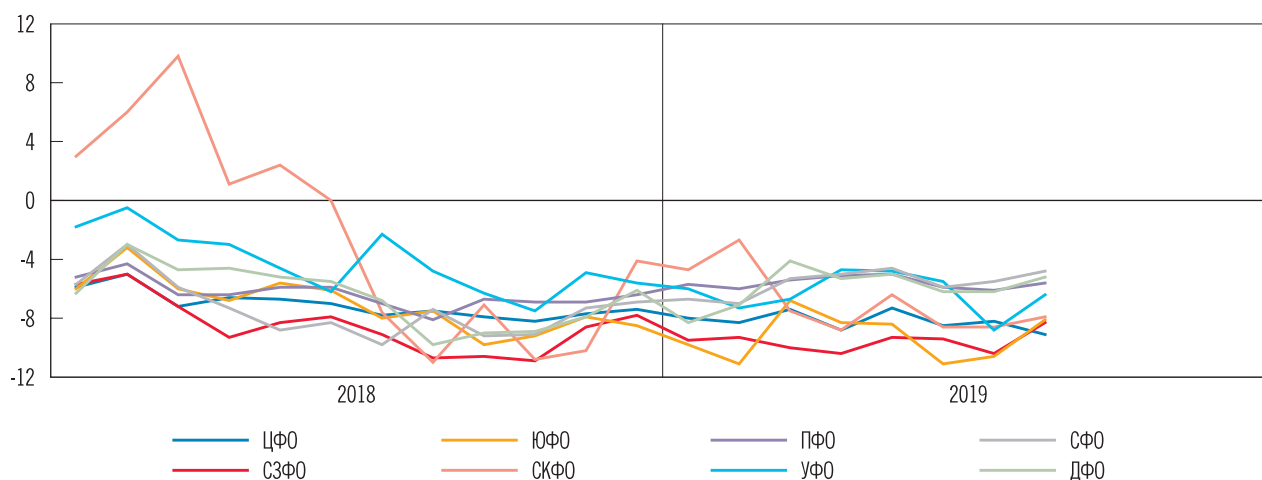
Рис. 7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯМИ ИЗМЕНЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНЪЮНКТУРЫ  
(баланс ответов, п.п.)

Рис. 8



Источник: Банк России.

регионов с положительной динамикой ИЭА в июле заметно выросло (до 51) после продолжавшегося с апреля снижения (в апреле насчитывалось 53 таких субъекта, в июне – 38). На уровне федеральных округов рост экономической активности в июле наблюдался на Северном Кавказе, Дальнем Востоке и в Приволжье. В СКФО основной вклад в динамику ИЭА вносили розничная торговля и услуги, в ПФО и ДФО – промышленность. Кроме того, Дальний Восток был единственным округом, где наблюдался рост объема работ в строительстве. Это рост был связан в том числе с завершением в июле отдельных работ на крупных проектах (так, в этом месяце газопровод «Сила Сибири» был состыкован с китайским участком). В остальных федеральных округах динамика строительства вносила основной вклад в снижение экономической активности (особенно сильный спад наблюдался на Юге и Урале), при этом почти везде происходил рост промышленности (исключение составили только Уральский и Северо-Кавказский ФО, где динамика была нулевой). Несмотря на некоторое улучшение экономической активности в ряде регионов в июле, в целом сохраняется влияние ряда сдерживающих факторов: повышения НДС на издержки производителей и потребительский спрос, бюджетной политики, ослабления внешнего спроса на экспортную продукцию, слабой динамики инвестиционной активности.

## ДЕЛОВЫЕ НАСТРОЕНИЯ

Оценки экономической конъюнктуры предприятиями – участниками мониторинга Банка России в августе после некоторого ухудшения в июне-июле в большинстве федеральных округов несколько улучшились (рис. 8). Этому способствовало отмечаемое предприятиями смягчение условий кредитования. В целом при незначительных изменениях деловые настроения в федеральных округах остаются на уровнях конца 2018 – начала 2019 года. Сдерживающее влияние на деловые настроения продолжает оказывать слабый спрос на продукцию предприятий: его оценки остаются на низких уровнях вблизи средних значений последних двух лет. Значительного роста спроса в ближайшие три месяца предприятия не ожидают: баланс ответов сохраняется на уровнях первой половины 2019 года.

## ИНВЕСТИЦИИ

По итогам первого полугодия 2019 г. рост инвестиций в основной капитал сохранялся в четырех из восьми федеральных округов (Центральный, Северо-Кавказский, Уральский, Сибирский). Наиболее высокие годовые темпы роста сохраняются в Центре и Сибири (11 и 13% соответственно), что во многом связано с продолжающейся реализацией крупных проектов в Москве (жилищное строительство, транспорт), Иркутской области и Красноярском крае (добыча полезных ископаемых, металлургия, химическая промышленность). Оценки инвестиционной активности предприятиями – участниками мониторинга Банка России в II квартале 2019 г. в большинстве федеральных округов продолжили ухудшаться, оставаясь, однако, вблизи средних значений последних трех лет. Незначительный рост инвестиционной активности отмечался предприятиями Сибирского, Приволжского и Северо-Кавказского округов.

## ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СПРОС И СБЕРЕЖЕНИЯ

Динамика потребительской активности в регионах в мае-июле оставалась сдержанной на фоне невысоких темпов роста реальных зарплат. В большинстве регионов спрос сдерживается также замедлением розничного кредитования, которое во многих субъектах сопровождается некоторым ускорением роста депозитов населения (рис. 9). Хотя рост оборота розничной торговли в июле сохранялся в большинстве регионов и федеральных округов (рис. 10), число субъектов с положительной динамикой продолжает уменьшаться с начала года (в июле таких регионов было 53, в апреле – 68, в январе – 72). Сильное ускорение роста оборота розничной торговли на Северном Кавказе в июле было обусловлено значительным увеличением показателя в одном регионе – Республике Дагестан, где динамика торговли традиционно волатильна. Годовая динамика платных услуг в регионах в мае-июле была хуже, чем в предыдущие месяцы. Впервые с начала года в большинстве субъектов наблюдалось снижение их объема, наиболее сильное – в Центре и на Дальнем Востоке.

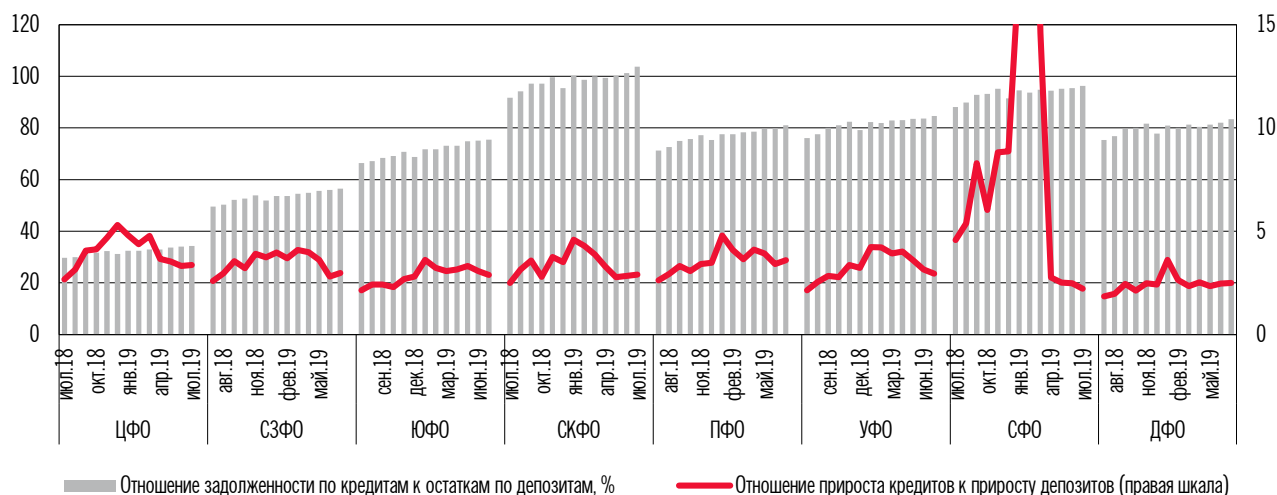
## РЫНОК ТРУДА И ДОХОДЫ

Уровень занятости населения<sup>5</sup> (с исключением сезонности) в II квартале 2019 г. в большинстве регионов и во всех федеральных округах продолжил снижаться. В отдельных регионах значение уровня занятости находилось в интервале от 48% (Республика Тыва) до 78% (Чукотский АО) при среднероссийском значении 64,6%. Динамика реальной заработной платы (в годовом сопоставлении) в мае-июне в большинстве регионов несколько замедлилась после апрельского роста, оставаясь, однако, в положительной зоне во всех федеральных округах, за исключением СЗФО, и в большинстве субъектов (в июне – в 67 из 85). Поддержку росту реальных зарплат в регионах оказывает продолжающееся замедление инфляции. Уровень

<sup>5</sup> Для населения в возрасте 15–72 лет.

ДИНАМИКА КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ В ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОКРУГАХ\*

Рис. 9

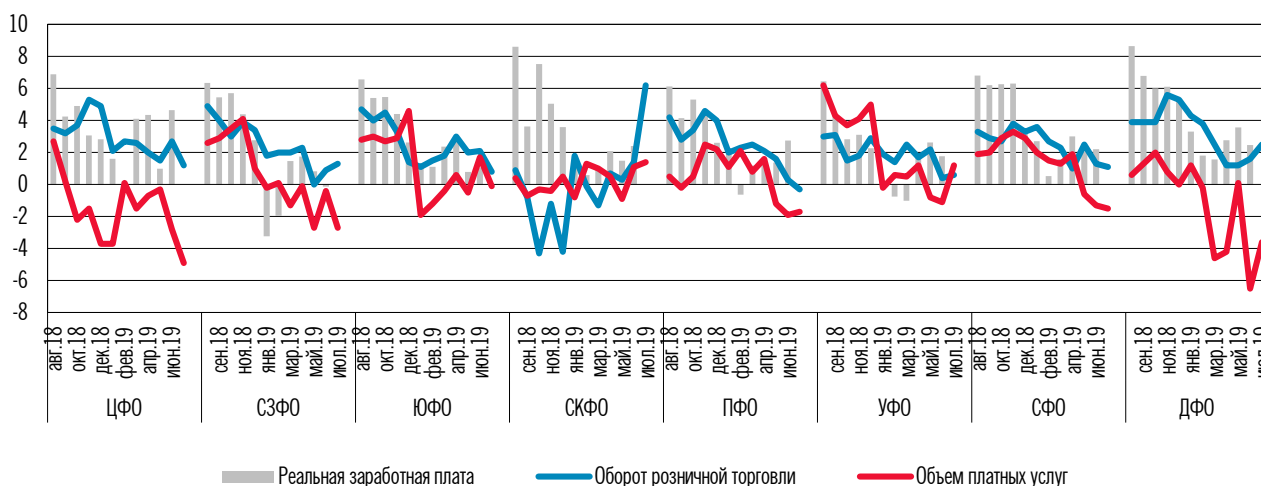


\* Выброс в динамике показателя прироста депозитов в Сибирском федеральном округе связан с изменением статистического учета по филиалам в одном из банков в Новосибирской области.

Источник: Банк России.

РЕАЛЬНАЯ ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА, ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ И ОБЪЕМ ПЛАТНЫХ УСЛУГ  
(в годовом сопоставлении, %)

Рис. 10



Источник: Росстат.

безработицы в II квартале 2019 г. (с исключением сезонности) продолжал снижаться в большей части регионов. В то же время некоторый рост показателя продолжается в отдельных регионах Северного Кавказа (республики Дагестан, Ингушетия; Карачаево-Черкесская, Кабардино-Балкарская республики) и Юга Сибири (республики Алтай, Бурятия), в которых уровень безработицы традиционно превышает среднероссийские значения. Это способствовало сохранению значительной региональной неоднородности показателя: уровень безработицы в регионах в апреле-июне 2019 г. находился в интервале от 1,3–1,4% (Москва, Санкт-Петербург) до 26,6% (Республика Ингушетия).

## СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ  
И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ

Табл. 1

(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.2019	С 17.06.2019	С 29.07.2019	С 9.09.2019	Общий подход к установлению ставок <sup>1</sup>
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup> ; операции репо	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	8,00	Ключевая ставка + 1,00
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами <sup>3</sup>	От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	8,75	Ключевая ставка + 1,75
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами <sup>3</sup>	3 месяца	Ежемесячно <sup>4</sup>	8,00	7,75	7,50	7,25	Ключевая ставка + 0,25
		Аукционы репо	1 неделя	Нерегулярно <sup>6</sup>	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,00 (ключевая ставка)	Ключевая ставка
			От 1 до 6 дней						
	Аукционы «валютный своп» (рублевая часть) <sup>2</sup>	От 1 до 2 дней							
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>5</sup>					
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день <sup>7</sup>	Ежедневно	6,75	6,50	6,25	6,00	Ключевая ставка - 1,00

<sup>1</sup> С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спредов к ключевой ставке. См. пресс-релиз [www.cbr.ru/press/pr/?file=01062018\\_180510dkp2018-06-01T18\\_04\\_36.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=01062018_180510dkp2018-06-01T18_04_36.htm).

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

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

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

<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

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

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

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

ОПЕРАЦИИ БАНКА РОССИИ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ И АБСОРБИРОВАНИЮ РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ  
(млрд рублей)

Табл. 2

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования и обязательства Банка России					
					На 1.01.18	На 1.01.19	На 1.04.19	На 1.07.19	На 1.08.19	На 1.09.19
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	8,1	0,0	1,1	0,6	0,4
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			0,0	4,1	32,8	3,6	0,0	0,0
		Операции репо			3,6	3,6	2,6	1,4	0,7	0,9
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней		5,5	5,1	8,1	5,1	5,1	5,1
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		От 1 до 6 дней								
	Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней	Нерегулярно <sup>3</sup>	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>2</sup>	2124,9	1478,2	1680,0	704,4	1299,5	2215,0
			1 неделя							
		Аукционы по размещению и доразмещению КОБР <sup>4</sup>	До 3 месяцев	Нерегулярно	357,4	1391,3	1515,3	1716,6	1517,1	1214,2
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день <sup>5</sup>	Ежедневно	246,8	423,8	136,4	152,8	126,0	149,8

<sup>1</sup> Операции не проводятся с апреля 2016 года.<sup>2</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>3</sup> Операции «тонкой настройки».<sup>4</sup> В случае если отчетная дата приходится на выходной или праздничный день, объем КОБР в обращении указывается с учетом накопленного купонного дохода на первый после отчетной даты рабочий день.<sup>5</sup> До 16 мая 2018 г. также «до востребования». С 17 мая 2018 г. Банк России проводит с кредитными организациями только депозитные операции овернайт.

Источник: Банк России.



НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ  
(%)

Табл. 3

Вид обязательств	Дата действия			
	1.12.17–31.07.18	1.08.18–31.03.19	1.04.19–30.06.19	С 1.07.19 <sup>1</sup>
<b>Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации</b>				
Перед физическими лицами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75
По иным обязательствам в рублях				
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	6,00	7,00	7,00	8,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте				
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте				
<b>Банки с базовой лицензией</b>				
Перед физическими лицами в рублях	1,00	1,00	1,00	1,00
По иным обязательствам в рублях				
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	5,00	5,00	4,75	4,75
Перед физическими лицами в иностранной валюте				
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	7,00	8,00	8,00	8,00
По иным обязательствам в иностранной валюте				

<sup>1</sup> Указание Банка России от 31 мая 2019 г. №5158-У. См. пресс-релиз от 31 мая 2019 г. на сайте Банка России.

Источник: Банк России.

## КОЭФФИЦИЕНТ УСРЕДНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Табл. 4

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

Источник: Банк России.

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

Табл. 5

Период усреднения по расчету размера обязательных резервов за соответствующий отчетный период	Длительность периода усреднения (в днях)	Справочно:		Фактические средневзвешенные остатки средств на корсчетах	Обязательные резервы, подлежащие усреднению на корсчетах	Обязательные резервы на счетах для их учета
		Отчетный период	Период регулирования обязательных резервов			
09.01.2019 – 05.02.2019	28	Декабрь 2018	22.01.2019 – 24.01.2019	2 329	2 258	586
06.02.2019 – 05.03.2019	28	Январь 2019	14.02.2019 – 18.02.2019	2 368	2 273	588
06.03.2019 – 09.04.2019	35	Февраль 2019	15.03.2019 – 19.03.2019	2 346	2 279	587
10.04.2019 – 07.05.2019	28	Март 2019	12.04.2019 – 16.04.2019	2 376	2 294	589
08.05.2019 – 04.06.2019	28	Апрель 2019	21.05.2019 – 23.05.2019	2 389	2 324	593
05.06.2019 – 09.07.2019	35	Май 2019	17.06.2019 – 19.06.2019	2 394	2 334	596
10.07.2019 – 06.08.2019	28	Июнь 2019	12.07.2019 – 16.07.2019	2 404	2 335	597
07.08.2019 – 03.09.2019	28	Июль 2019	14.08.2019 – 16.08.2019	2 424	2 363	604
04.09.2019 – 08.10.2019	35	Август 2019	13.09.2019 – 17.09.2019	-	-	-
09.10.2019 – 05.11.2019	28	Сентябрь 2019	14.10.2019 – 16.10.2019	-	-	-
06.11.2019 – 03.12.2019	28	Октябрь 2019	15.11.2019 – 19.11.2019	-	-	-
04.12.2019 – 07.01.2020	35	Ноябрь 2019	13.12.2019 – 17.12.2019	-	-	-

## ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Табл. 6

		08.18	09.18	10.18	11.18	12.18	01.19	02.19	03.19	04.19	05.19	06.19	07.19	08.19
<b>Реальный сектор</b>														
Инфляция	% г/г	3,1	3,4	3,5	3,8	4,3	5,0	5,2	5,3	5,2	5,1	4,7	4,6	4,3
ВВП <sup>1</sup>	% г/г		2,2			2,7			0,5			0,9		
ВВП в текущих ценах <sup>1</sup>	трлн руб.		27,1			29,5			24,5			26,2		
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	2,0	1,6	3,8	1,8	2,1	0,3	2,3	0,2	2,9	-0,3	2,0	2,6	
Промышленное производство	% г/г	2,7	2,1	3,7	2,4	2,0	1,1	4,1	1,2	4,6	0,9	3,3	2,8	
Производство сельхозпродукции	% г/г	-10,6	-4,7	12,1	-5,9	0,1	0,7	1,0	1,5	1,4	1,0	1,1	5,9	
Строительство	% г/г	3,3	5,9	5,7	4,3	2,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	
Инвестиции в основной капитал <sup>1</sup>	% г/г		6,4			2,9			0,5			0,6		
Грузооборот транспорта	% г/г	2,8	2,2	1,6	2,3	3,2	2,3	1,8	2,5	2,6	0,9	0,4	-1,2	
PMI Composite Index	% SA	52,1	53,5	55,8	55,0	53,9	53,6	54,1	54,6	53,0	51,5	49,2	50,2	51,5
Оборот розничной торговли	% г/г	3,0	2,3	2,2	3,3	2,7	2,0	2,1	1,7	1,6	1,4	1,4	1,0	
Реальные располагаемые доходы <sup>1</sup>	% г/г		0,2			-2,0			-2,5			-0,2		
Реальная заработная плата	% г/г	6,8	4,9	5,2	4,2	2,9	1,1	0,0	2,3	3,1	1,6	2,9	3,5	
Номинальная заработная плата	% г/г	10,1	8,4	8,9	8,2	7,3	6,1	5,2	7,7	8,4	6,8	7,7	8,2	
Уровень безработицы	% SA	4,8	4,7	4,8	4,7	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	
<b>Банковский сектор</b>														
Широкая денежная масса	% г/г, ИВП	8,2	8,2	7,9	7,9	7,9	6,5	7,9	7,0	6,6	6,7	6,4	7,0	
Денежная масса (агрегат M2)	% г/г	12,6	11,8	11,5	11,9	11,0	9,9	9,9	8,9	7,7	8,0	7,3	7,8	
Депозиты населения	% г/г, ИВП	7,0	6,0	6,5	5,7	5,4	5,4	5,7	5,6	6,8	7,0	7,3	7,1	
в рублях	% г/г	11,2	9,9	10,4	8,9	8,3	7,8	7,5	6,6	7,0	6,7	6,6	6,5	
в иностранной валюте	% г/г	-7,2	-7,3	-7,0	-5,6	-5,2	-3,6	-1,2	1,6	5,8	8,1	9,9	9,5	
долларизация	%	21,7	21,1	20,9	21,3	21,5	21,5	21,5	21,5	21,1	21,3	20,9	21,1	
Кредиты нефинансовым организациям	% г/г, ИВП	4,3	5,7	6,0	5,6	4,7	4,8	5,6	5,7	5,4	6,2	6,4	5,7	
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	-0,5	-1,3	2,2	3,7	3,8	-0,6	-2,0	2,7	-1,0	1,3	4,7	4,9	
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	4,9	7,2	6,9	6,0	5,4	4,9	6,1	5,2	5,8	5,9	5,4	4,3	
просроченная задолженность	%	6,7	6,6	6,7	6,6	6,3	7,8	7,9	7,9	7,8	7,9	7,9	8,1	
Кредиты населению	% г/г, ИВП	20,5	21,4	22,0	22,6	22,2	23,0	23,4	23,5	23,8	23,3	22,8	21,9	
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	24,5	24,8	25,3	25,5	23,4	24,7	24,8	24,2	23,5	22,7	21,6	19,8	
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	19,3	20,5	21,4	22,5	22,7	23,4	23,7	24,2	25,2	24,9	24,6	24,4	
просроченная задолженность	%	5,9	5,8	5,6	5,5	5,1	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	4,9	4,9	

Обозначения:

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года;

SA – сезонно скорректированный;

ВЭД – виды экономической деятельности;

ИВП – с исключением валютной переоценки.

<sup>1</sup> Данные за квартал.

Источники: Росстат, IHS Markit, расчеты Банка России.

## ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ: ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Табл. 7

		I квартал 2018	II квартал 2018	III квартал 2018	IV квартал 2018	I квартал 2019	II квартал 2019 <sup>1</sup>
<b>Платежный баланс<sup>2</sup></b>							
Цена нефти марки Urals	% г/г	24,8	50,1	44,6	9,3	-3,2	-5,2
Курс к доллару («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	% г/г	3,4	-7,5	-9,9	-12,1	-14,0	-4,3
Экспорт товаров и услуг	% г/г	21,7	27,3	28,2	18,2	1,0	-5,9
Импорт товаров и услуг	% г/г	18,8	8,2	-0,2	-3,0	-3,0	-2,1
<b>Счет текущих операций</b>							
	<b>млрд долл. США</b>	<b>29,8</b>	<b>17,9</b>	<b>27,4</b>	<b>38,4</b>	<b>33,7</b>	<b>12,1</b>
Торговый баланс	млрд долл. США	44,1	45,4	47,8	57,2	46,8	39,7
Экспорт	млрд долл. США	101,5	108,8	110,4	122,4	102,4	101,4
Импорт	млрд долл. США	57,4	63,4	62,7	65,2	55,6	61,7
Баланс услуг	млрд долл. США	-6,6	-7,7	-8,8	-6,9	-5,9	-7,6
Экспорт	млрд долл. США	13,9	16,7	17,4	16,7	14,2	16,6
Импорт	млрд долл. США	20,5	24,3	26,1	23,6	20,1	24,2
Баланс первичных и вторичных доходов	млрд долл. США	-7,7	-19,8	-11,6	-11,9	-7,3	-20,0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	млрд долл. США	29,6	17,7	27,4	37,7	33,7	12,0
<b>Финансовый счет, кроме резервов (чистое кредитование (+)/чистое заимствование (-))</b>							
	<b>млрд долл. США</b>	<b>12,4</b>	<b>9,3</b>	<b>24,1</b>	<b>30,8</b>	<b>12,7</b>	<b>-1,9</b>
Государственный сектор	млрд долл. США	-6,5	11,1	2,9	1,5	-9,0	-8,0
Частный сектор	млрд долл. США	18,9	-1,8	21,2	29,3	21,7	6,1
Чистые ошибки и пропуски	млрд долл. США	2,1	2,9	1,7	-4,3	-2,4	2,7
<b>Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)</b>							
	<b>млрд долл. США</b>	<b>19,3</b>	<b>11,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>18,6</b>	<b>16,6</b>

<sup>1</sup> Оценка.<sup>2</sup> В знаках РПББ.

# ГЛОССАРИЙ

## **БАЗОВАЯ ИНФЛЯЦИЯ**

Индикатор инфляции, характеризующий наиболее устойчивую ее часть. Базовая инфляция измеряется на основе базового индекса потребительских цен (БИПЦ). Отличие БИПЦ от индекса потребительских цен (ИПЦ) состоит в исключении при расчете БИПЦ изменения цен на отдельные товары и услуги, подверженные влиянию факторов, которые носят административный, а также сезонный характер (отдельные виды плодоовощной продукции, услуг пассажирского транспорта, связи, жилищно-коммунальных услуг, моторное топливо и так далее).

## **ДЕНЕЖНАЯ БАЗА**

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

## **ДЕНЕЖНАЯ МАССА**

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

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

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

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

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

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

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

## **ИНДЕКСЫ MSCI**

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

## **ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ**

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

## **ИНФЛЯЦИЯ**

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

## **КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ**

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

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

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

## **ЛИКВИДНОСТЬ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

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

## **НЕЙТРАЛЬНАЯ СТАВКА**

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

## **НОРМАТИВЫ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ**

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

## **ОПЕРАЦИИ АБСОРБИРОВАНИЯ**

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

## **ОПЕРАЦИИ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

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

## **ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

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

## **РЕЖИМ ПЛАВАЮЩЕГО ВАЛЮТНОГО КУРСА**

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

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

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

## **СТРУКТУРНЫЙ ДЕФИЦИТ/ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА**

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

## **ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ**

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

### **ТРАНСМИССИОННЫЙ МЕХАНИЗМ**

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам (процентному, кредитному, валютному, балансовому, каналу инфляционных ожиданий и другим).

### **ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ**

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



## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- ⊙ АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию
- ⊙ б.п. – базисный пункт (0,01 процентного пункта)
- ⊙ БИПЦ – базовый индекс потребительских цен
- ⊙ БРИКС – группа из пяти стран, включающая Бразилию, Россию, Индию, Китай и Южно-Африканскую Республику
- ⊙ ВВП – валовой внутренний продукт
- ⊙ ВНОК – валовое накопление основного капитала
- ⊙ ВПК – военно-промышленный комплекс
- ⊙ ВРП – валовой региональный продукт
- ⊙ ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения
- ⊙ ВЭБ – Внешэкономбанк
- ⊙ ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России
- ⊙ ДоДКП – Доклад о денежно-кредитной политике (по тексту: 1/16 – №1 2016 г.; 2/19 – №2 2019 г.)
- ⊙ ЕС – Европейский союз
- ⊙ ЕЦБ – Европейский центральный банк
- ⊙ ООО «инФОМ» – Институт фонда «Общественное мнение»
- ⊙ ИВП – исключая валютную переоценку
- ⊙ ИПЦ – индекс потребительских цен
- ⊙ ИЦП – индекс цен производителей
- ⊙ ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции
- ⊙ КОД – коэффициент обслуживания долга (отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов)
- ⊙ КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России
- ⊙ МБК – межбанковские кредиты
- ⊙ МОС – материальные оборотные средства
- ⊙ МСП – малое и среднее предпринимательство
- ⊙ МЭА – Международное энергетическое агентство
- ⊙ НДС – налог на добавленную стоимость
- ⊙ НКООДХ – некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства
- ⊙ НПФ – негосударственный пенсионный фонд
- ⊙ ОАО – открытое акционерное общество
- ⊙ ОБР – облигации Банка России
- ⊙ ОНБП – основные направления бюджетной политики
- ⊙ ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

- ⊙ ОФЗ – облигации федерального займа
- ⊙ ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию
- ⊙ ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом
- ⊙ ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом
- ⊙ ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития
- ⊙ ПАО – публичное акционерное общество
- ⊙ ПРС – промышленно развитые страны
- ⊙ ПСК – полная стоимость кредита
- ⊙ п.п. – процентный пункт
- ⊙ РПББ – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом
- ⊙ РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский Экономический Барометр»
- ⊙ СНС – система национальных счетов
- ⊙ СФР – страны с формирующимися рынками
- ⊙ УБК – условия банковского кредитования
- ⊙ УК – управляющая компания
- ⊙ ФАО (Food and Agriculture Organization of the United Nations, FAO) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН
- ⊙ ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ
- ⊙ ФГУП – Федеральное государственное унитарное предприятие
- ⊙ ФРС – Федеральная резервная система США
- ⊙ ФТС – Федеральная таможенная служба
- ⊙ Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций
- ⊙ IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций
- ⊙ MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
- ⊙ MIACR-B – Moscow Interbank Actual Credit Rate-B-Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам со спекулятивным кредитным рейтингом)
- ⊙ MIACR-IG – Moscow Interbank Actual Credit Rate-Investment Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам с инвестиционным кредитным рейтингом)
- ⊙ MTVECM, TVECM – Momentum Threshold Vector Error Correction Model, Threshold Vector Error Correction Model (пороговая векторная модель коррекции ошибками)
- ⊙ PMI – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)
- ⊙ RGBEY – Russian Government Bonds Effective Yield until Redemption (эффективная доходность к погашению государственных облигаций России, рассчитываемая ПАО Московская Биржа)
- ⊙ RUONIA – Ruble Overnight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка)
- ⊙ 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)

