



Банк России



ФЕВРАЛЬ 2020

ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ

17 февраля 2020

Доклад подготовлен по статистическим данным на 06.02.2020.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 31.01.2020 (в случае выхода статистики или иной важной для принятия решений информации после даты отсечения данных она включается в текст доклада и может быть использована для корректировки среднесрочного прогноза).

Электронная версия информационно-аналитического сборника размещена на сайте Банка России в разделе «Издания Банка России/Доклад о денежно-кредитной политике», www.cbr.ru/publ/?PrId=ddcp.

Вы можете направить ваши предложения и замечания по адресу 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

© Центральный банк Российской Федерации, 2020

СОДЕРЖАНИЕ

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ	2
СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ	7
1. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ	8
1.1. Базовый сценарий	10
1.2. Факторы неопределенности прогноза	18
2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ	21
3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	30
3.1. Внешние условия и платежный баланс	32
3.2. Денежно-кредитные условия	42
3.3. Экономическая активность	46
3.4. Государственные финансы	58
4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ	63
4.1. Решения по ключевой ставке	63
4.2. Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики	64
ВРЕЗКИ	68
Об экономических эффектах в 2020-2024 гг. мер из послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию	68
Использование различных показателей ценовой динамики	71
Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2020 году	73
ПРИЛОЖЕНИЯ	74
Экономическая ситуация в регионах России	74
Статистические таблицы	83
ГЛОССАРИЙ	89
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	93

ЗАЯВЛЕНИЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ БАНКА РОССИИ ЭЛЬВИРЫ НАБИУЛЛИНОЙ

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ
СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ
7 ФЕВРАЛЯ 2020 ГОДА



Сегодня Совет директоров решил снизить ключевую ставку на 25 б.п., до 6,00% годовых.

Мы допускаем возможность снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях, если ситуация будет развиваться в соответствии с нашим базовым прогнозом.

Сегодня, принимая решение, мы рассматривали широкий набор факторов.

Первое – это динамика инфляции.

Годовая инфляция снизилась до 2,4% в январе. Напомню, что по итогам 2019 года она составила 3%. Само по себе замедление инфляции от уровня декабря было ожидаемо и в основном связано с выходом из расчета повышения НДС в прошлом году. Однако инфляция снизилась более существенно, чем мы прогнозировали.

О низком инфляционном давлении также говорят и месячные темпы инфляции с поправкой на сезонность. Показатели базовой инфляции и прочие индикаторы устойчивой динамики цен находятся около 3% или ниже в годовом выражении.

В I квартале годовая инфляция, по нашей оценке, составит около 2%. В середине года она начнет повышаться, постепенно возвращаясь к цели. На конец 2020 года мы сохраняем прогноз инфляции 3,5–4%.

Теперь о факторах, определяющих текущую динамику инфляции, и о том, почему мы считаем, что она вернется к цели.

Спрос в экономике. Хотя во второй половине прошлого года мы видели оживление внутреннего спроса, внешний спрос оставался весьма слабым. Это в том числе привело к снижению российского экспорта. При этом динамика внутреннего спроса была очень неравномерной в течение 2019 года. Слабый спрос первого полугодия отразился в быстром замедлении инфляции до текущего низкого уровня. Начавшееся во втором полугодии оживление внутреннего спроса и его дальнейшее ускорение в этом году станут основными факторами возвращения инфляции к цели.

Улучшение динамики произошло в части как потребительского, так и государственного спроса. Росту частного потребления способствовало повышение реальных зарплат и располагаемых доходов, в том числе благодаря снижению инфляции. В конце прошлого года также началось более активное исполнение государственных расходов, ускорилось направление средств на реализацию национальных проектов. На наш взгляд, в текущем году эти тренды сохранятся.

Считаю важным отдельно обратить внимание на следующее. С 2015 по 2019 год макроэкономическая политика – как денежно-кредитная, так и бюджетная – во многом определялась необходимостью адаптировать нашу экономику к резкому изменению внешних условий, которое произошло в 2014 году. Необходимостью повысить степень макроэкономической стабильности, ценовой стабильности, бюджетной устойчивости, снизить зависимость экономики от конъюнктуры сырьевых рынков и геополитических рисков.

На сегодня эта задача в основном решена. Период адаптации завершен. Произошла бюджетная консолидация, и даже имеется некоторое пространство для проведения стимулирующей бюджетной политики.

Годовая инфляция достигла заявленной цели и с 2017 года в среднем составила 3,7%. Уже осенью прошлого года мы завершили переход от умеренно жесткой к нейтральной денежно-кредитной политике.

Мы ни в коей мере не можем себе позволить легкомысленно обращаться с достижениями прошедших пяти лет. Эти достижения создали фундамент для проведения эффективной контрциклической макроэкономической политики.

Также считаю важным отметить, что эффекты бюджетной и денежно-кредитной политики в значительной мере будут зависеть от поведения, настроений частного бизнеса и граждан. От того, как они отреагируют на снижение процентных ставок, как используют дополнительные доходы (сберегут или потратят), ответит ли бизнес на бюджетный импульс ростом частных инвестиций. А это, в свою очередь, во многом зависит от настроений производителей и потребителей, их веры в завтрашний день, горизонта их инвестиционных проектов и личных планов, от делового климата в целом. И если эти настроения останутся осторожными, сдержанными, то меры как бюджетной, так и денежно-кредитной политики будут иметь лишь ограниченный эффект для расширения совокупного спроса и устойчивого экономического роста.

Возвращаясь к текущей ситуации. Еще один фактор отклонения инфляции от цели и последующего возврата к ней – это динамика валютного курса. В прошлом году рубль существенно укрепился, и сейчас все еще проявляется накопленный эффект этого укрепления. Даже с учетом колебаний в январе рубль остается более крепким, чем год назад. В первом полугодии эффект прошлогоднего изменения валютного курса и его дезинфляционное влияние будут исчерпаны.

Продовольственные рынки. Сейчас отмечается нехарактерная для этого времени года динамика цен. С поправкой на сезонность продовольственные цены практически не растут уже несколько месяцев. Значительную роль здесь играет фактор предложения, успехи нашего сельского хозяйства. Достоверно оценить соотношение временных и постоянных факторов на рынке продовольствия сложно. Сохраняется потенциал роста производительности и увеличения мощностей. Од-

новременно с этим расширяются и экспортные возможности для данного сектора. С расширением производства обостряется конкуренция. Мы исходим из того, что постепенно это приведет к выравниванию динамики продовольственных цен с ценами на другие товары и услуги.

Инфляционные ожидания. В последние месяцы здесь существенных изменений не наблюдалось. Ожидания аналитиков на горизонте года формируются вблизи 4%. Краткосрочные ценовые ожидания предприятий стабилизировались на исторически низких уровнях. Инфляционные ожидания населения сейчас находятся вблизи двухлетних минимумов. Но мы продолжаем расценивать этот уровень как повышенный. Главное – нам еще предстоит оценить заякоренность инфляционных ожиданий и населения, и предприятий, когда завершится замедление инфляции и она вернется к цели.

Второй важный фактор для решения, помимо динамики инфляции, – это динамика экономического роста.

В 2019 году ВВП вырос на 1,3% – это верхняя граница нашего прогнозного интервала. Рост внутреннего потребления оказался несколько выше наших ожиданий, в то время как внешний спрос – слабее. Как я уже отметила, основной рост спроса и других индикаторов экономической активности пришелся на второе полугодие прошлого года, в том числе в связи с ускоренным исполнением бюджета.

Наш взгляд на 2020 год и среднесрочный прогноз в целом на этом заседании Совет директоров сохранил практически неизменным. В этом году темп экономического роста будет выше, чем в прошлом, и составит 1,5–2%. Это также будет фактором возвращения инфляции к цели. Мы ожидаем сохранения темпа роста потребления домашних хозяйств и значительного ускорения роста инвестиций. Влияние бюджетных мер на прогноз может быть уточнено после внесения Правительством пакета поправок в бюджет. В части внешнего спроса в прогнозе заложен рост экспорта после его снижения в прошлом году. Но в целом его динамику будут сдерживать умеренные темпы роста мировой экономики. На наш взгляд, на мировую экономику может повлиять ход следующей фазы торговых переговоров, а также дальнейшее развитие ситуации с коронавирусом. Пока мы расцениваем его влияние как временное.

Третье – денежно-кредитные условия. Они в целом продолжают смягчаться.

Это в полной мере относится к ценовым условиям кредитования. Доходности ОФЗ находятся на минимальных уровнях последних лет. Ставки на депозитно-кредитном рынке продолжают снижаться. Средняя ставка выдачи ипотечных жилищных кредитов в декабре обновила исторический минимум – ровно 9% годовых. Есть потенциал для дальнейшего снижения процентных ставок под влиянием принятых решений по ключевой ставке.

При этом неценовые условия изменялись разнонаправленно. Так, они ужесточались для потребительского кредитования, что связано с эффектом принятых Банком России макропруденциальных мер. Напомню, это целенаправленные меры, которые мы принимаем для обеспечения финансовой стабильности отдельных сегментов финансового рынка. В этих условиях рост необеспеченного потребительского кредитования замедляется и эта тенденция сохранится.

При этом есть потенциал для смягчения неценовых условий банковского кредита в корпоративном сегменте. Оно уже понемногу происходит. Расширяются направления кредитования корпоративных заемщиков, растет доступность долгосрочного кредитования, в том числе за счет развития рынка облигаций. Этому также способствует наметившееся улучшение качества обслуживания кредитов.

Четвертое. Что касается внешних условий, здесь произошли некоторые сдвиги. Но наша оценка их суммарного влияния в целом не изменилась. Подписано торговое соглашение между Китаем и США. То есть те существенные риски, которые мы видели в сфере международной торговли, не реализовались. Эти позитивные новости поддержали настроения рынков.

Но возникли новые вызовы, которые несут новые риски для роста мировой экономики. Так, ситуация с коронавирусом отражается как на экономике отдельных стран, так и мира в целом. Если говорить о России, то влияние на нашу экономику мы в текущий момент оцениваем как незначительное.

Реакция курса рубля на заметное падение цен на нефть в январе – начале февраля и повышение волатильности на внешних финансовых рынках была умеренной. Премия за страновой риск в отношении российских активов формируется вблизи исторических минимумов, после того как она продолжительно и существенно снижалась в прошлом году. Этому способствует макроэкономическая стабильность и, прежде всего, накопленная подушка безопасности в виде ФНБ.

Наконец, о рисках для инфляции.

Сначала напомню, что мы называем «рисками для инфляции» или «инфляционными рисками». Базовый прогноз Банка России предполагает определенную траекторию возвращения инфляции к цели. Когда мы говорим о рисках, то мы говорим о тех причинах, из-за которых инфляция может значимо отклониться от прогнозной траектории: вверх – это проинфляционные риски, либо вниз – это риски дезинфляционные.

Сейчас, на краткосрочном горизонте, дезинфляционные риски заметно преобладают.

Прежде всего это динамика внутреннего спроса – как потребления, так и инвестиций. Их рост может быть меньше, чем мы ожидаем даже в условиях продолжающегося смягчения денежно-кредитных условий и стимулирующей бюджетной политики. Такой сценарий возможен при отсутствии выраженной позитивной динамики в деловых и потребительских настроениях.

Еще один краткосрочный дезинфляционный риск – это более существенное и продолжительное, чем мы закладываем в базовый прогноз, влияние на инфляцию укрепления рубля, которое произошло в прошлом году.

При этом имеется ряд факторов, с которыми связаны как дезинфляционные, так и проинфляционные риски. В частности, это динамика цен на продовольствие, которая очень изменчива. Другим таким фактором являются внешние условия. В случае ухудшения ситуации с коронавирусом или сложностей на следующих этапах торговых переговоров между США и Китаем может быть рост волатильности на финансовых и товарных рынках, отток капитала и давление на валюты стран с формирующимися рынками, что само по себе имеет проинфляционное влияние. В то же

время ухудшение на этом фоне ситуации в мировой экономике, снижение внешнего спроса для России, замедление инфляции в странах – торговых партнерах в итоге могут стать значимыми дезинфляционными факторами.

Характер влияния бюджетной политики на инфляцию будет зависеть от скорости и эффективности реализации запланированных мер на прогнозном горизонте.

К числу проинфляционных рисков мы также по-прежнему относим незаякоренные инфляционные ожидания.

Кроме того, уже принятые решения о снижении ключевой ставки могут оказать более существенное повышательное влияние на инфляцию, чем мы оцениваем в базовом прогнозе.

Риски для прогноза инфляции на **среднесрочном горизонте** мы оцениваем как сбалансированные.

В завершение – несколько слов о перспективах денежно-кредитной политики.

С учетом сегодняшнего решения по ставке мы достигли нижней границы диапазона 6–7%, который мы рассматриваем как нейтральный при целевой инфляции – вблизи 4%. Еще раз подчеркну, что сам по себе показатель нейтральной ставки напрямую не наблюдается, он условно, приблизительно рассчитывается. Кроме того, со временем он может меняться под влиянием различных факторов. И нам еще предстоит оценивать и, возможно, уточнять этот диапазон. Пока данных для этого объективно недостаточно, для этого требуется более длительное время. Возможно, даже не один год.

Но что важно отметить сейчас, когда ключевая ставка находится на нижней границе оцененного нами диапазона нейтральности. Эти границы – ни верхняя, ни нижняя – никоим образом не задают пределы для возможного движения ключевой ставки вверх или вниз. Если этого будет требовать наша оценка инфляции и экономической ситуации, ключевая ставка может находиться ниже нижней границы нейтрального диапазона. Это будет означать мягкую денежно-кредитную политику. Точно так же, когда инфляция заметно отклонялась вверх от 4%, мы длительное время сохраняли ключевую ставку выше верхней границы этого нейтрального диапазона.

Мы допускаем возможность снижения ключевой ставки на ближайших заседаниях, если сочтем это необходимым для возвращения инфляции к цели – вблизи 4%.

**Председатель
Банка России**

Э.С. Набиуллина

СРЕДНЕСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ¹

ПО ИТОГАМ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ 7 ФЕВРАЛЯ 2020 ГОДА

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

Табл. 1

	2019 г. (факт)	Базовый		
		2020 г.	2021 г.	2022 г.
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	64	55	50	50
Инфляция, в %, декабрь к декабрю предыдущего года	3,0	3,5-4,0	4,0	4,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	4,5	3,0-3,4	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	1,3	1,5-2,0	1,5-2,5	2,0-3,0
Расходы на конечное потребление	2,4	1,5-2,0	1,5-2,0	1,8-2,3
– домашних хозяйств	2,3	2,0-2,5	2,0-2,5	2,0-2,5
Валовое накопление	2,7	3,5-4,5	3,5-4,5	2,5-3,5
– основного капитала	1,4	3,5-4,5	3,5-4,5	2,5-3,5
Экспорт	-2,1	2,0-2,5	2,0-2,5	2,5-3,0
Импорт	2,2	3,0-3,5	3,5-4,0	2,5-3,0
Денежная масса в национальном определении	9,7	7-12	7-12	7-12
Требования банковской системы к экономике в рублях и иностранной валюте*	10,1	7-12	7-12	7-12
– к организациям	7,1	6-10	6-10	6-10
– к населению	19,0	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 рублях, 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.
Темпы прироста требований приведены с исключением эффекта валютной переоценки. Для исключения эффекта валютной переоценки прирост требований в иностранной валюте и драгоценных металлах пересчитывается в рубли по среднехронологическому курсу рубля к доллару США за соответствующий период.
Источник: Банк России.

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

Табл. 2

	2019 г. (оценка)	Базовый		
		2020 г.	2021 г.	2022 г.
Счет текущих операций	71	47	30	18
Торговый баланс	163	136	122	115
Экспорт	418	395	388	392
Импорт	255	259	266	277
Баланс услуг	-35	-36	-38	-42
Экспорт	64	64	65	65
Импорт	98	100	103	107
Баланс первичных и вторичных доходов	-58	-53	-54	-55
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	70	47	30	18
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-2	9	4	4
Сектор государственного управления и центральный банк	-24	-6	-6	-6
Частный сектор	22	15	10	10
Чистые ошибки и пропуски	-5	0	0	0
Изменение валютных резервов («+» – рост, «-» – снижение)	66	38	25	14

* 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.

¹ Дополнительные сценарии прогноза Банка России (с высокими ценами на нефть и рисковый) представлены в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов от 25.10.2019, [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

Банк России сохранил свой среднесрочный взгляд на темпы экономического роста в ключевых экономиках мира. В базовом сценарии Банк России исходит из предпосылки о замедлении роста мировой экономики в 2020 году. Несмотря на то что, по оценкам Банка России, риски, связанные с торговыми спорами, несколько снизились, сохраняется неопределенность относительно хода исполнения подписанного в январе между США и Китаем торгового соглашения, а также перспектив разрешения остающихся торговых противоречий между двумя странами (в рамках второго этапа переговоров). Это будет оказывать негативное влияние на деловые, инвестиционные и потребительские настроения в мире в 2020 г. и в дальнейшем. Дополнительным фактором неопределенности для роста мировой экономики в ближайшие кварталы на горизонте 2020 г. является дальнейшее развитие ситуации с распространением коронавируса.

В базовом сценарии Банк России по-прежнему исходит из предпосылки о постепенном снижении мировых цен на нефть на прогнозном горизонте. Как и в декабрьском Докладе о денежно-кредитной политике (далее – ДоДКП 4/19), Банк России предполагает, что в 2020 г. среднегодовая цена на нефть марки Urals составит 55 долл. США за баррель, а в 2021–2022 гг. – 50 долл. США за баррель. При этом достижение уровня 50 долл. США за баррель предполагается к началу 2021 года. В части прочих внешних предпосылок прогноза Банк России снизил в базовом сценарии равновесную премию за страновой риск для России по сравнению с ДоДКП 4/19 в свете произошедшего в 2019 г. ее значительного снижения, которое отражает как снижение мировых кредитных спредов, так и структурное снижение суверенного риска для России вследствие накопления бюджетного «буфера» в форме ликвидной части ФНБ.

С учетом развития ситуации в российской экономике, включая динамику внутренних потребительских цен, и проводимой денежно-кредитной политики Банк России по-прежнему прогнозирует, что годовая инфляция составит 3,5–4,0% по итогам 2020 г. и останется вблизи 4% в дальнейшем. Помимо денежно-кредитной политики, в течение 2020 г. постепенному приближению годовой инфляции к 4% с низких уровней начала года будут также способствовать исчерпание влияния ряда разовых дезинфляционных факторов на рынке продовольствия, смягчение бюджетной политики и оживление потребительского спроса.

Взгляд Банка России на рост российской экономики в 2020–2022 гг. в целом не изменился. Темп прироста ВВП будет постепенно увеличиваться с 1,5–2,0% в 2020 г. до 2–3% в 2022 году. Это возможно по мере выполнения комплекса мер Правительства по преодолению структурных ограничений в российской экономике, включая реализацию национальных проектов.

Основные факторы неопределенности для базового сценария на прогнозном горизонте связаны как с внешними, так и с внутренними условиями. По оценкам Банка России, на краткосрочном горизонте дезинфляционные риски по-прежнему пре-

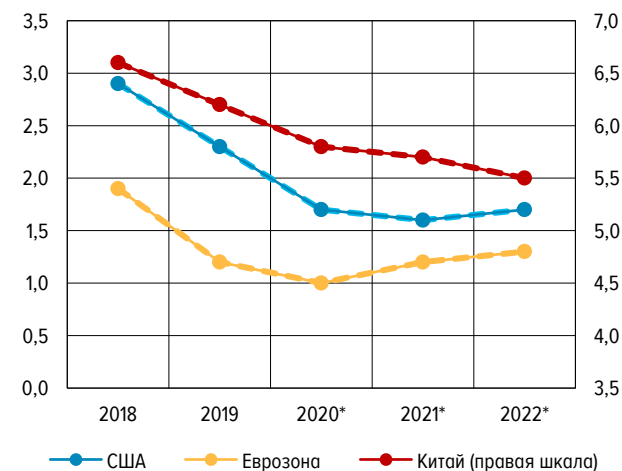
обладают надпроинфляционными. Это прежде всего связано с состоянием внутреннего и внешнего спроса. Сохраняются дезинфляционные риски со стороны динамики цен на отдельные продовольственные товары, в том числе за счет роста предложения. Возможно продолжение влияния на рост цен произошедшего в 2019 г. укрепления рубля. Реакция как потребительского, так и инвестиционного спроса частного сектора на смягчение денежно-кредитных условий и стимулирующие бюджетные меры может быть ограничена сдержанными настроениями потребителей и бизнеса.

Вместе с тем значимым на прогнозном горизонте остается ряд проинфляционных факторов. В частности, не исключены риски разворота тенденций на рынке продовольствия, учитывая, что соотношение временных и постоянных факторов на этом рынке сложно оценить. Наряду с этим, реализованное смягчение денежно-кредитной политики может оказать более существенное повышательное влияние на инфляцию, чем оценивает Банк России. Сохраняются риски дальнейшего замедления темпов роста мировой экономики, в том числе под воздействием геополитических факторов, усиления волатильности на мировых товарных и финансовых рынках, что может оказать влияние на курсовые и инфляционные ожидания. В течение 2020 г. на динамику инфляции также будет влиять график исполнения бюджетных расходов.

На более длинном горизонте сохраняются проинфляционные риски со стороны ряда внутренних условий. Значимым риском остаются повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания. На среднесрочную динамику инфляции также могут оказать влияние параметры бюджетной политики, в том числе решения об инвестировании ликвидной части Фонда национального благосостояния сверх порогового уровня 7% ВВП.

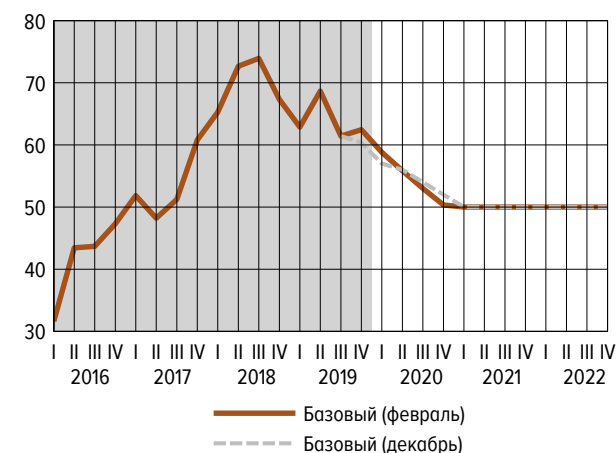
Оценка Банком России рисков, связанных с динамикой заработных плат и возможными изменениями в потребительском поведении, существенно не изменилась. Эти риски остаются умеренными.

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



* Прогноз. Пунктирная линия – предыдущий прогноз (декабрь 2019 г.).
Источник: расчеты Банка России.

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



* Номинальные цены на нефть марки Urals (среднее арифметическое цены марки Urals с поставкой в Средиземное море и Северо-Западную Европу).
Источник: расчеты Банка России.

1.1. БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ

ПРЕДПОСЫЛКИ ПРОГНОЗА

Рост мировой экономики. Банк России сохранил свой среднесрочный взгляд на темпы экономического роста в ключевых экономиках мира (рис. 1.1.1). Так, в базовом сценарии Банк России исходит из предпосылки о замедлении роста мировой экономики в 2020 году.

На горизонте 2020 г. некоторую поддержку деловой активности окажет подписанное в январе торговое соглашение между США и Китаем (в рамках первого этапа переговоров). В то же время сохраняющаяся неопределенность относительно хода исполнения данного соглашения и перспектив разрешения остающихся торговых противоречий между США и Китаем (в рамках второго этапа переговоров) будет оказывать негативное влияние на деловые, инвестиционные и потребительские настроения в мире – как в 2020 г., так и в дальнейшем на прогнозном горизонте.

Дополнительным сдерживающим фактором для роста мировой экономики в 2020 г. может стать дальнейшее развитие ситуации с распространением коронавируса.

В 2021–2022 гг. с учетом предполагаемого в базовом сценарии развития ситуации в международной торговле Банк России ожидает переход к более поздней фазе экономического цикла в США, несколько сдержанную динамику экономической активности в еврозоне, а также плавное замедление роста экономики Китая, отчасти носящее структурный характер.

Цена на нефть. Как и ранее, Банк России исходит из предпосылки о постепенном снижении цены на нефть марки Urals до 50 долл. США за баррель к началу 2021 г. и ее сохранении вблизи этого уровня в дальнейшем (рис. 1.1.2). С учетом этого Банк России закладывает в базовый сценарий среднегодовую цену на нефть в 2020 г. на уровне 55 долл. США за баррель, в 2021–2022 гг. – 50 долл. США за баррель. При этом на горизонте 2020 г. траектория цены на нефть уточнена с учетом фактической динамики мировых цен на нефть с начала текущего года.

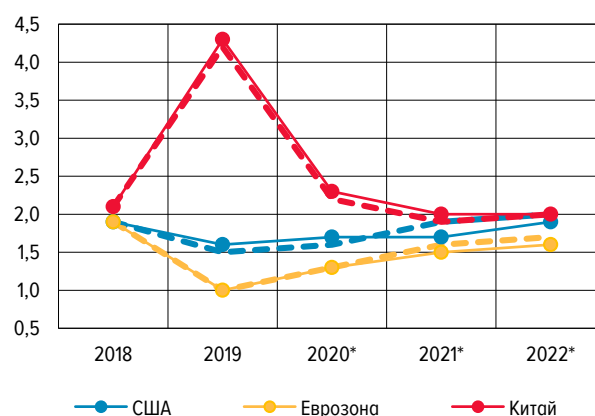
В основе траектории цены на нефть в базовом сценарии по-прежнему лежит предположение о снижении темпов мирового экономического роста и о некотором превышении предложения над спросом на рынке нефти в условиях значительного роста добычи вне стран ОПЕК+.

При этом Банк России предполагает, что на горизонте 2020 г. ряд факторов будет оказывать как повышательное, так и понижающее давление на мировые цены на нефть. Так, поддержку ценам на нефть окажут факторы со стороны предложения: действие соглашения ОПЕК+ о сокращении добычи нефти до марта 2020 г., включая добровольное перевыполнение квот о сокращении добычи отдельными странами – участниками соглашения; сохраняющиеся ожидания сокращения добычи и экспорта нефти из Ирана, Ливии и Венесуэлы в условиях политической напряженности; некоторое смягчение торговых противоречий между США и Китаем на фоне подписанного в январе торгового соглашения. В то же время понижающее давление на мировые цены на нефть окажет неопределенность, связанная с распространением коронавируса, ограничивающая рост мирового спроса на нефть.

Инфляция за рубежом. Банк России в целом сохранил среднесрочный взгляд на динамику потребительских цен в ключевых экономиках мира. Так, базовый сценарий Банка России, как и в декабре, предполагает постепенное повышение инфляции в развитых странах в 2020–2022 гг. (рис. 1.1.3). 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 целевым уровням. Однако инфляция в еврозоне в целом будет оставаться ниже цели на всем прогнозном горизонте в условиях предполагаемой в базовом сценарии сдержанной динамики экономической активности в регионе. В свою очередь ожидаемое в базовом сценарии замедление роста экономики Китая и исчерпание влияния ряда разовых проинфляционных факторов со стороны предложения на продовольственном рынке, проявившихся в конце 2019 – начале 2020 г. (см. подраздел 3.1),

ПОКАЗАТЕЛИ ИНФЛЯЦИИ В КРУПНЕЙШИХ ЭКОНОМИКАХ МИРА В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (% год к году, среднее за IV квартал каждого периода)

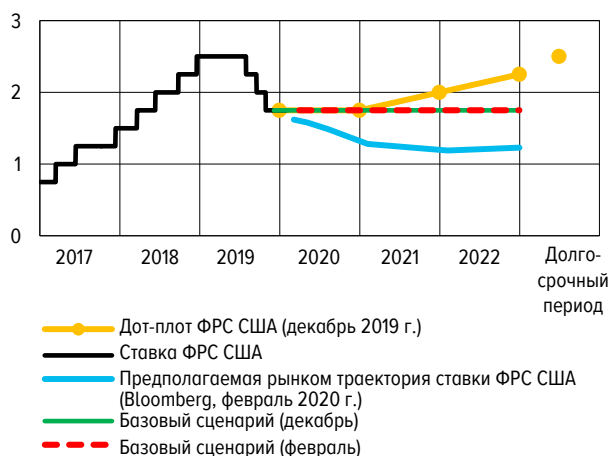
Рис. 1.1.3



* Прогноз. Пунктирная линия – предыдущий прогноз (декабрь 2019 г.).
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)

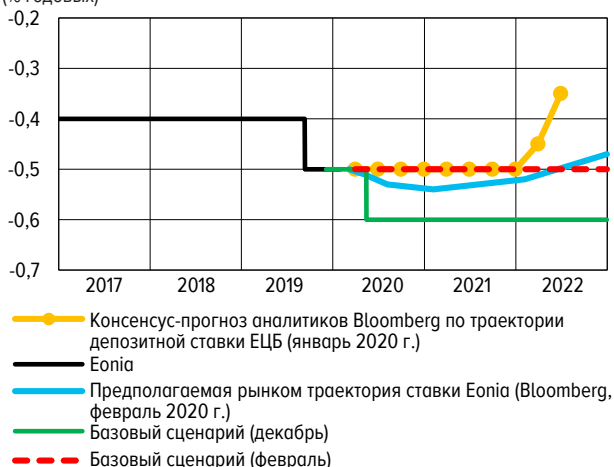
Рис. 1.1.4



Источники: расчеты Банка России, ФРС США, Bloomberg.

ОЖИДАЕМЫЕ ТРАЕКТОРИИ ПРОЦЕНТНЫХ
СТАВОК В ЕВРОЗОНЕ
(% годовых)

Рис. 1.1.5

Примечание: базовый сценарий – траектория ставки Еonia.
Источники: расчеты Банка России, Bloomberg.

приведут 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. Банк России по-прежнему исходит из предпосылки о сохранении стимулирующей денежно-кредитной политики в США и еврозоне в 2020–2022 годах. При этом по сравнению с ДоДКП 4/19 в базовом сценарии предполагается сохранение базовой ставки ФРС США и депозитной ставки ЕЦБ на текущих уровнях (рис. 1.1.4, 1.1.5) на всем прогнозном горизонте (в ДоДКП 4/19: небольшое снижение депозитной ставки ЕЦБ в первой половине 2020 г. (на 10 б.п.) и сохранение базовой ставки ФРС США).

Такая траектория процентных ставок в США и еврозоне учитывает последнюю риторику ФРС США и ЕЦБ относительно перспектив денежно-кредитной политики на фоне сдержанной динамики экономической активности в мире, а также в целом согласуется с ожиданиями участников рынка.

Банк России также по-прежнему учитывает в базовом сценарии осуществление со стороны ЕЦБ покупок активов в рамках программы количественного смягчения, начатое 1 ноября 2019 г., что будет усиливать стимулирующий характер проводимой в еврозоне денежно-кредитной политики.

Мировые финансовые рынки. Как и ранее, в базовом сценарии Банк России исходит из предпосылки о постепенном ослаблении доллара США по отношению к евро на прогнозном горизонте. Формирование такой траектории объясняется предположением о том, что курс доллара США к евро будет постепенно возвращаться к своему равновесному уровню, определяемому паритетом покупательной способности¹. В свою очередь предполагаемое в базовом сценарии даль-

¹ Согласно паритету, цены различных товаров и услуг в двух странах должны быть (при сравнении в одной валюте) одинаковыми. То есть стоимость товаров и услуг в США в долларах должна быть такой же, как и стоимость тех же товаров и услуг в еврозоне, конвертированная в доллары по текущему курсу. Если же уровень цен в одной стране относительно выше, чем в другой, то паритет не выполняется, и в долгосрочном периоде можно ожидать коррекцию курса, которая компенсирует различия в уровнях цен.

нейшее поддержание мягких денежно-кредитных условий в развитых странах будет ограничивать риски устойчивого оттока капитала из стран с формирующимися рынками (СФР).

Банк России сохранил в базовом сценарии равновесную премию за страновой риск для СФР на том же уровне, что и в ДоДКП 4/19. В то же время Банк России снизил равновесную премию за страновой риск для России по сравнению с ДоДКП 4/19 в свете произошедшего в 2019 г. ее значительно снижения, которое отражает как снижение мировых кредитных спредов, так и структурное снижение суверенного риска для России вследствие накопления бюджетного «буфера» в форме ликвидной части ФНБ.

Равновесные премии за страновой риск для СФР в целом и для России в частности учитывают фактически сложившуюся динамику риск-премий за последние несколько лет, а также отражают совокупность предпосылок в части внешних условий. При этом, как и в ДоДКП 4/19, Банк России полагает, что схождение риск-премий к своим равновесным уровням произойдет к III кварталу 2021 года.

Геополитические факторы. Как и ранее, 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 равновесной 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 России. Как и в ДоДКП 4/19, 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 базовом сценарии предполагается,

что средства, поступающие в рамках бюджетного правила в ФНБ, продолжат инвестироваться в ликвидные валютные инструменты с низким уровнем риска. Помимо бюджетного правила, на условия проведения денежно-кредитной политики в 2020–2022 гг. также окажут влияние следующие меры Правительства Российской Федерации²: запланированные изменения в системе налогообложения; комплекс мер по преодолению структурных ограничений российской экономики, в том числе реализация национальных проектов.

Среди ключевых мер налоговой политики Банк России принимает во внимание изменение акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину³, и проведение в 2019–2024 гг. нефтегазового налогового маневра, вклад которого в годовую инфляцию в 2020–2022 гг. в базовом сценарии, по оценкам Банка России, будет вблизи нуля.

Банк России также сохраняет оценки⁴ влияния на российскую экономику мер⁵ Правительства России, направленных на смягчение существующих в настоящее время структурных ограничений в российской экономике и увеличение ее потенциальных темпов роста. К этим мерам относится поэтапное повышение пенсионного возраста, а также дополнительные инвестиционные расходы и расходы на развитие человеческого капитала в период 2019–2024 годов.

СРЕДНСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ

Инфляция. Как и прогнозировалось в ДоДКП 4/19, годовая инфляция составит 3,5–4,0% по итогам 2020 г. и останется вблизи 4% в дальнейшем. В то же время, по прогнозу Банка России, годовая инфляция составит около 2% в I квартале 2020 г. (в ДоДКП

² В соответствии с Основными направлениями бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов и Налоговым кодексом Российской Федерации.

³ На алкогольную и спиртосодержащую продукцию, основные виды моторного топлива, табак и другие виды продукции.

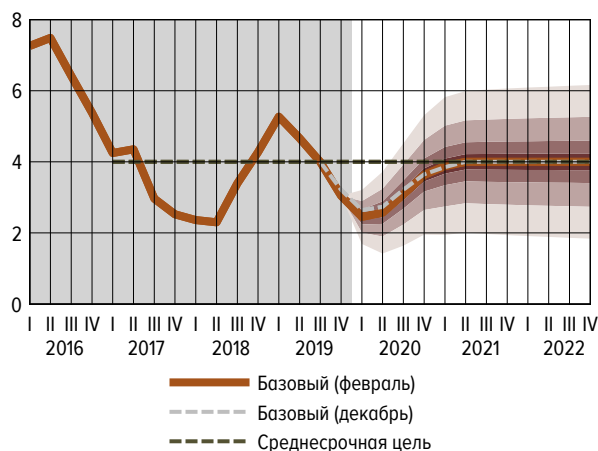
⁴ Оценки, опубликованные в базовом сценарии в октябре 2019 г. в ОНЕГДКП 2020–2022 годов.

⁵ Социально-экономические мероприятия в рамках Указа Президента Российской Федерации от 07.05.2018 № 204, реализация которых запланирована на период 2019–2024 годов.

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.

4/19: ниже 3%) с учетом ее фактической динамики с начала текущего года.

Устойчивому сохранению инфляции вблизи 4% на среднесрочном прогнозном горизонте в первую очередь будет способствовать проводимая Банком России денежно-кредитная политика. При этом на горизонте 2020 г. постепенному приближению годовой инфляции к 4% с низких уровней начала года будут также способствовать исчерпание влияния ряда разовых дезинфляционных факторов на рынке продовольствия (см. раздел 2), постепенное смягчение бюджетной политики и оживление потребительского спроса.

В целом на среднесрочном прогнозном горизонте понижающее давление на инфляцию будет оказывать предполагаемая в базовом сценарии сдержанная динамика внешнего спроса на фоне сбалансированной динамики внутреннего спроса. В свою очередь заложенная в базовый прогноз индексация регулируемых цен и тарифов на уровень инфляции вблизи 4% предполагает отсутствие избыточного повышательного влияния на цены со стороны данного фактора. При этом реализация мер экономической и структурной политики Правительства в соответствии с предпосылками базового сценария не будет иметь существенного проинфляционного эффекта на среднесрочном горизонте.

С учетом фактической динамики инфляции с начала текущего года Банк России несколько уточнил прогнозную траекторию годовой инфляции на горизонте 2020 г. (рис. 1.1.6), но при этом по-прежнему предполагает, что среднегодовая инфляция в 2020 г. сложится в интервале 3,0–3,4%, а в 2021–2022 гг. стабилизируется вблизи 4%.

Экономика. Банк России в целом сохранил свой взгляд на рост российской экономики в 2020–2022 годах. Так, в базовом сценарии Банк России по-прежнему прогнозирует, что в 2020 г. темп прироста ВВП составит 1,5–2,0%.

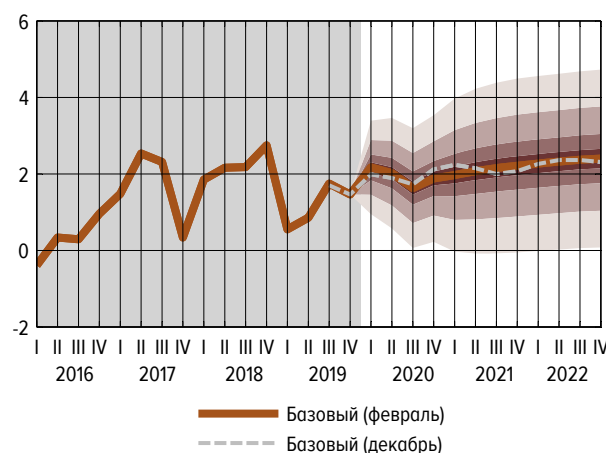
В части структуры роста ВВП в 2020 г., как и предполагалось в ДоДКП 4/19, основной вклад в увеличение темпов роста экономики внесет повышение государственных инвестиционных расходов, обусловленное пере-

ходом к активной фазе реализации национальных проектов. В этих условиях годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2020 г. составит 3,5–4,5%. Это, в свою очередь, отразится на динамике физического объема импорта, годовой темп прироста которого сложится в пределах 3,0–3,5%. Росту экономики в 2020 г. будет также способствовать некоторое оживление потребительского спроса на фоне улучшения динамики доходов населения, в том числе за счет роста реальных заработных плат (как в частном, так и в бюджетном секторе). Это проявится в росте расходов на конечное потребление домашних хозяйств в 2020 г. на 2,0–2,5%. В то же время предполагаемый в базовом сценарии слабый внешний спрос, а также действие соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи нефти (до марта 2020 г.) окажут сдерживающее влияние на рост экспорта по итогам 2020 года. Несколько сгладить это влияние позволят меры со стороны Правительства по стимулированию несырьевого экспорта в рамках национального проекта «Международная кооперация и экспорт». В этих условиях годовой темп прироста экспорта в 2020 г. не превысит 2,0–2,5%.

В 2021–2022 гг. рост российской экономики ускорится до 1,5–2,5 и 2,0–3,0% соответственно (рис. 1.1.7). В первую очередь этому будет способствовать постепенное накопление положительного эффекта от запланированных мер бюджетной политики и национальных проектов при их успешной реализации. В то же время сдерживающее влияние на рост российской экономики в 2021–2022 гг. продолжит оказывать предполагаемая на прогнозном горизонте слабая динамика внешнего спроса, на фоне которой сохранятся невысокие темпы прироста физического объема экспорта: 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 постепенному сокращению доли расходов федерального бюджета в ВВП и нефтегазового дефицита⁶ темп прироста валового накопле-

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.

⁶ В соответствии с Федеральным законом от 02.12.2019 № 380-ФЗ «О федеральном бюджете на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов».

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ТРЕБОВАНИЙ К ЭКОНОМИКЕ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ

(вклад в годовой темп прироста)

Рис. 1.1.8

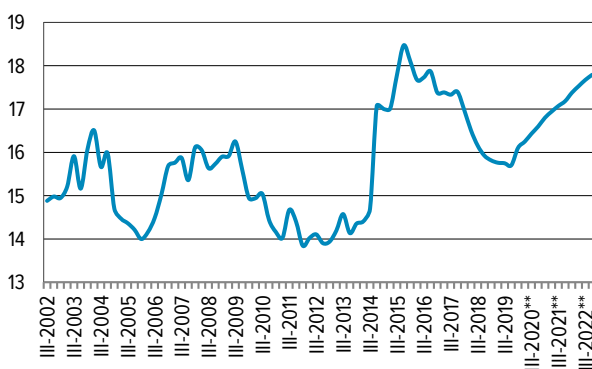


* Прогноз. Декомпозиция приведена для темпа прироста требований к экономике, соответствующего середине прогнозного интервала в базовом сценарии.
Источник: расчеты Банка России.

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 III квартал 2019 г. – оценка Банка России.

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

ния 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 физического объема 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. Как и прогнозировалось в ДодКП 4/19, согласно базовому сценарию Банка России, денежно-кредитные условия в российской экономике продолжают постепенно смягчаться и в целом будут нейтральными на прогнозном горизонте, что в основном связано с завершением подстройки кредитно-депозитных ставок в экономике к произошедшему с июня 2019 г. снижению ключевой ставки и с плавным 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 учитывает плавное замедление темпов роста потребительского кредитования, в том числе в связи с мерами, направленными на ограничение повышения долговой нагрузки населения в целом и отдельных категорий заемщиков в частности, а также в связи с насыщением рынка потребительского кредитования. В свою очередь постепенное смягчение ценовых условий кредитования окажет поддержку стабильному росту корпоративного и ипотечного кредита. Неценовые условия кредитования при этом 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 плавно расти, фор-

мируясь при этом на уровнях, не создающих угроз для финансовой стабильности в экономике (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. По сравнению с ДоДКП 4/19 Банк России уточнил в базовом сценарии прогноз показателей платежного баланса на 2020–2022 годы. Это связано как с выходом фактических данных по платежному балансу России за 2019 г., так и с небольшим уточнением взгляда Банка России на изменение баланса первичных и вторичных доходов на прогнозном горизонте.

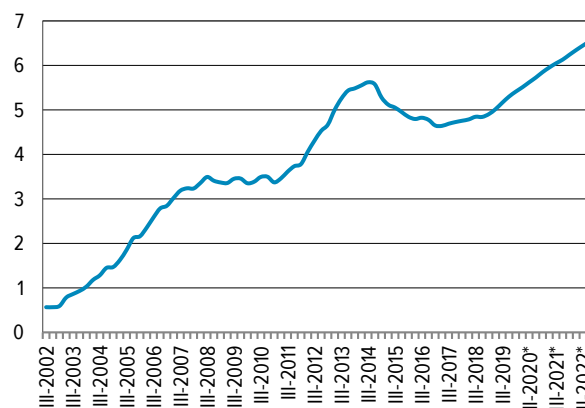
Так, прогноз сальдо счета текущих операций на 2020 г. снижен с 52 до 47 млрд долл. США, на 2021 г. – с 34 до 30 млрд долл. США, на 2022 г. – с 23 до 18 млрд долл. США. Согласно обновленному прогнозу, сальдо баланса первичных и вторичных доходов в 2020–2022 гг. сложится несколько ниже, чем предполагалось в ДоДКП 4/19. Этому будут способствовать ожидаемые на прогнозном горизонте более высокие выплаты дивидендов российским корпоративным сектором, а также рост процентных выплат по внешнему долгу, в первую очередь в связи со значительным увеличением по итогам 2019 г. доли нерезидентов на рынке ОФЗ.

В целом на среднесрочном прогнозном горизонте в условиях постепенного снижения цен на нефть и небольшого роста физического объема экспорта на фоне сдержанных темпов роста мировой экономики сальдо счета текущих операций, несмотря на постепенное снижение, останется устойчиво положительным: около 3% ВВП в 2020 г. и 1–2% ВВП в 2021–2022 гг. (в 2019 г.: 4,2% ВВП). Меры Правительства, направленные на стимулирование несырьевого экспорта, поддержат рост физического объема экспорта, что смягчит эффект от предполагаемого снижения цен на нефть и понижения темпов роста мировой экономики (рис. 1.1.12).

Что касается финансового счета, то в базовом сценарии по сравнению с ДоДКП 4/19 Банк России снизил сальдо финансового счета по частному сектору в 2020 г. с 20 до 15

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА НАСЕЛЕНИЯ
(коэффициент обслуживания долга, % ВВП)

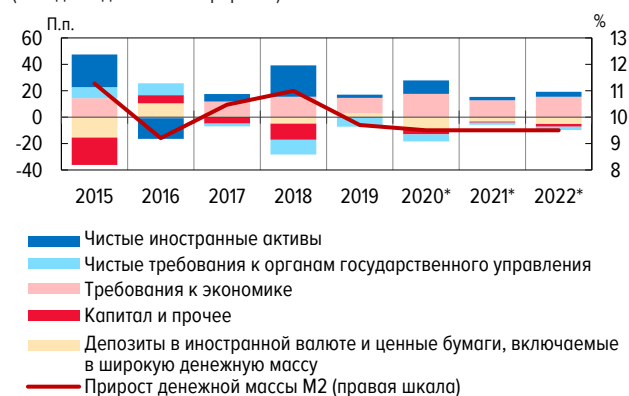
Рис. 1.1.10



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

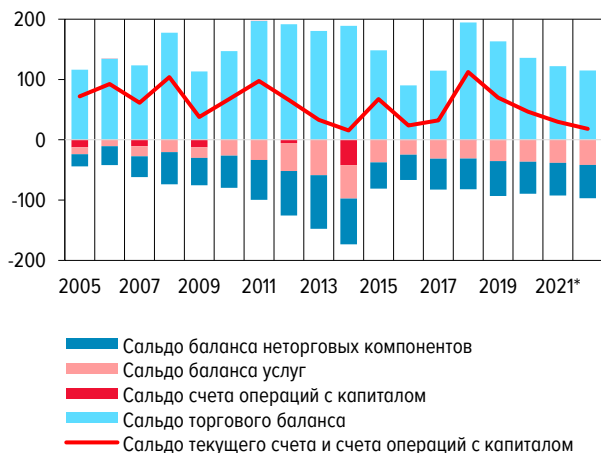
ДЕКОМПОЗИЦИЯ ПРИРОСТА ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ В НАЦИОНАЛЬНОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ ПО ИСТОЧНИКАМ ФОРМИРОВАНИЯ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ
(вклад в годовой темп прироста)

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.

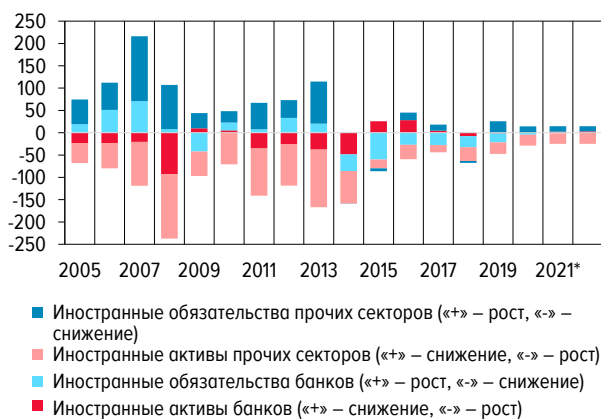
ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (млрд долл. США) *Рис. 1.1.12*



* Прогноз.

Источник: расчеты Банка России.

ОСНОВНЫЕ КОМПОНЕНТЫ ФИНАНСОВОГО СЧЕТА ПО ЧАСТНОМУ СЕКТОРУ В БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ (млрд долл. США) *Рис. 1.1.13*



* Прогноз.

Источник: расчеты Банка России.

млрд долл. США, а в 2021–2022 гг. – с 15 до 10 млрд долл. США. Снижение прогноза в том числе отражает уточнение прогноза сальдо счета текущих операций в части баланса первичных и вторичных доходов.

В целом, согласно базовому прогнозу, сальдо финансового счета по частному сектору уменьшится с 1,3% ВВП в 2019 г. до около 0,5–1% ВВП в 2020–2022 гг. как на фоне снижения объемов погашения основной части внешнего долга российскими резидентами, так и некоторого сокращения возможностей российских компаний по накоплению иностранных активов в условиях снижения цен на основные товары российского экспорта (рис. 1.1.13).

Как и в ДоДКП 4/19, на всем прогнозном горизонте сохранится отрицательное сальдо финансового счета государственного сектора (в знаках РПББ, то есть нетто-приток капитала) в размере 6 млрд долл. США. С учетом набора внешних предпосылок в базовом сценарии Банк России предполагает меньший ежегодный приток средств иностранных инвесторов на рынок ОФЗ после значительного нетто-притока капитала в 2019 году.

В 2020–2022 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 декабря 2019 г. оставались невысокими проинфляционные риски, связанные с отдельными внешними факторами. Так, сохраняются невысокими риски значительного оттока капитала из СФР в условиях ожидаемого участниками финансового рынка сохранения стимулирующего характера денежно-кредитной политики в США и еврозоне в среднесрочной перспективе на фоне в целом мягкой риторики ФРС США и ЕЦБ и стабилизации опережающих эконо-

мических индикаторов в упомянутых регионах.

В то же время значимыми остаются прочие внешние риски. В частности, сохраняются риски того, что 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 будущих политико-экономических взаимоотношений между ЕС и Великобританией после формального выхода последней из ЕС и окончания переходного периода в конце 2020 г., а также развитие ситуации со взаимными внешне-торговыми ограничениями США и их ключевых торговых партнеров (в первую очередь Китая). Так, введение новых внешнеторговых ограничений, прежде всего между Китаем и США (в случае невыполнения сторонами торгового соглашения, подписанного в январе 2020 г.), может оказать негативное влияние на экономику развитых стран и СФР, включая Россию. Оно может проявиться как через ухудшение перспектив экономического роста за счет снижения внешнего спроса, так и вследствие 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 углубления торговых противоречий в целом может носить дезинфляционный характер для большинства экономик, в том числе СФР.

Источником неопределенности остается дальнейшая динамика цен на нефть. Их повышенная волатильность может иметь место в результате действия на рынке нефти факторов как со стороны предложения, так и со стороны спроса. В этих условиях на прогнозном горизонте цены на нефть могут сложиться как ниже, так и выше уровней базового

сценария. В частности, на горизонте 2020 г. значимым фактором неопределенности для динамики цен на нефть и роста мировой экономики в целом является дальнейшее развитие ситуации с распространением коронавируса.

В этих условиях Банк России сохраняет консервативный подход к формированию предпосылок базового сценария в части внешних факторов.

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 также может быть подвержена воздействию немонетарных факторов, в том числе оказывающих влияние на цены продовольственных товаров и основных видов моторного топлива. Действие немонетарных факторов может приводить к отклонениям инфляции как вверх, так и вниз от прогнозной траектории базового сценария. Оказывая значимое влияние на динамику инфляции, немонетарные факторы при этом находятся вне сферы воздействия денежно-кредитной политики. В этих условиях Банк России продолжит учитывать особенности ценообразования на рынках отдельных товаров и услуг при проведении денежно-кредитной политики.

Меры экономической политики Правительства. Факторами неопределенности для перспектив экономического роста на прогнозном горизонте являются масштаб и характер влияния комплекса запланированных мер бюджетной и структурной политики Правительства. Они будут зависеть от скорости и эффективности реализации намеченных изменений.

Бюджетная политика (в случае отклонения от предпосылок базового сценария) может также оказать значимое влияние на динамику инфляции как на краткосрочном, так и на среднесрочном горизонте. В частности, более интенсивное, чем предполагается в базовом сценарии, расходование за-

планируемых Правительством средств на национальные проекты может иметь положительное влияние на потребительский спрос через динамику доходов населения, создавая условия, при которых расширение спроса в экономике будет опережать расширение производственного потенциала и формировать дополнительное инфляционное давление в экономике. В случае же если повышение темпов экономического роста в 2020–2022 гг. за счет наращивания государственных расходов продолжит существенно опережать производственный потенциал, повышательное давление на инфляцию может сохраниться на всем среднесрочном прогнозном горизонте. Однако если будет происходить смещение сроков финансирования инвестиционных проектов, то темпы роста внутреннего спроса сложатся ниже, чем предполагается в базовом сценарии, усиливая дезинфляционное давление в экономике.

В свою очередь 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.

Дополнительными факторами неопределенности на прогнозном горизонте являются структура и конкретные сроки 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.

Банк России продолжит уделять большое внимание оценке краткосрочных и долго-

срочных эффектов планируемых налогово-бюджетных мер, уточняя масштаб и характер их влияния на экономику и инфляцию по мере их детализации и осуществления, включая влияние пакета демографических и социальных мер, озвученных в январе в Послании Президента Федеральному Собранию.

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 в 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 в условиях отсутствия выраженного влияния со стороны фактора демографии, а также с возможными изменениями в потребительском поведении.

2. ИНФЛЯЦИЯ И ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ¹

По итогам 2019 г. инфляция составила 3,0%. В январе 2020 г. она снизилась до 2,4%. Месячные приросты цен на товары и услуги (с поправкой на сезонность) в эти месяцы находились около нижней границы диапазона, характерного для августа-ноября 2019 года. Сдерживающее влияние на ценовую динамику оказывали расширение предложения продовольствия, укрепление рубля, сдержанная динамика спроса. Снижение годовых показателей инфляции в начале 2020 г. произошло в значительной мере за счет выхода из расчета эффекта повышения ставки НДС годом ранее. Замедление годового прироста цен на отдельные товары за счет косвенного влияния этого эффекта отмечалось уже в конце 2019 года.

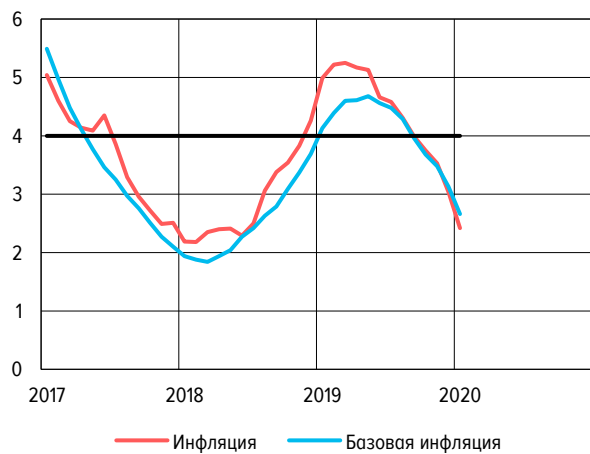
Инфляционные ожидания населения в январе 2020 г. после кратковременного повышения в декабре 2019 г. снизились. В целом были стабильными ценовые ожидания предприятий. Среднесрочные инфляционные ожидания профессиональных аналитиков оставались заякоренными на цели (вблизи 4%).

По прогнозу Банка России, с учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция составит 3,5–4,0% по итогам 2020 г. и останется вблизи 4% в дальнейшем.

¹ Раздел учитывает статистику по динамике цен на товары и услуги за январь, опубликованную 10.02.2020 (после февральского заседания Совета директоров Банка России).

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

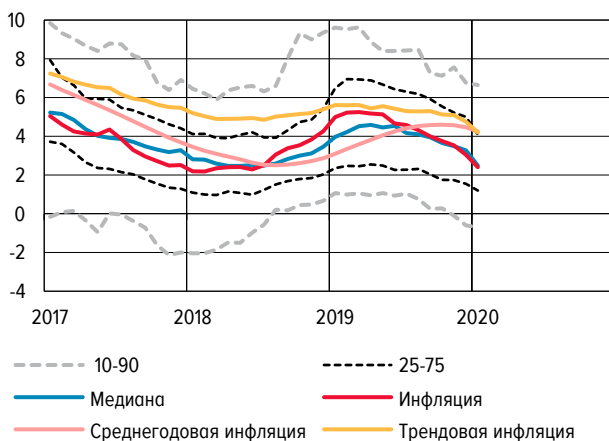
Рис. 2.1



Источник: Росстат.

**ИНФЛЯЦИЯ И РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИРОСТОВ
ЦЕН НА ТОВАРЫ И УСЛУГИ**
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)

Рис. 2.2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)

Рис. 2.3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В декабре 2019 г. годовая инфляция составила 3,0%, снизившись по сравнению с ноябрем на 0,5 процентного пункта. Это соответствует середине интервала прогноза, опубликованного Банком России в ДоДКП 4/19. В январе 2020 г. снижение продолжилось до 2,4% (рис. 2.1).

В конце 2019 – начале 2020 г. на инфляцию оказывали понижающее влияние такие факторы, как высокая насыщенность целого ряда рынков продуктов питания, укрепление рубля, сдержанная динамика спроса. В начале 2020 г. снижение годовых показателей инфляции произошло в значительной мере за счет статистического эффекта сравнения с высокой базой начала 2019 г., когда ускорение инфляции было вызвано разовым фактором постоянного действия – повышением ставки НДС. На динамике цен на отдельные непродовольственные товары такой эффект начал сказываться уже в конце 2019 года. Он связан с тем, что в конце 2018 г. наблюдалось их ускорение под влиянием временной активизации спроса в преддверии налоговых изменений.

Снижались показатели, отражающие устойчивые тенденции в динамике цен (рис. 2.2). В декабре 2019 г. годовая базовая инфляция замедлилась по сравнению с ноябрем на 0,4 п.п., до 3,1%, в январе 2020 г. – до 2,7%. Медиана распределения годовых приростов цен в декабре 2019 г. снизилась на 0,2 п.п. и составила 3,3%, в январе 2020 г. снижение продолжилось до 2,5%. Трендовая инфляция¹ также снижалась и в январе составила 4,2%. В декабре 2019 г. началось замедление скользящей среднегодичной инфляции, возраставшей с октября 2018 года. В январе 2020 г. она составила 4,3% (на 0,3 п.п. ниже, чем в ноябре 2019 г.).

В целом годовые темпы удорожания практически всех основных групп товаров и услуг показывали снижение (рис. 2.3).

Месячный темп прироста потребительских цен в декабре 2019 – январе 2020 г. (с поправкой на сезонность, далее – SA) оставал-

¹ Подробнее о трендовой инфляции см. подраздел «Макроэкономические бюллетени» раздела «Экономические исследования» сайта Банка России.

ся в диапазоне, сложившемся в августе-ноябре – 0,1–0,2% (рис. 2.4).

Среднемесячные темпы прироста цен (SA) на основные группы товаров и услуг в декабре 2019 – январе 2020 г. были в основном ниже, чем в среднем в сентябре-ноябре (рис. 2.5).

ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

Снижение продовольственной инфляции в декабре 2019 г. и в целом в прошедшем году внесло наибольший вклад в замедление инфляции. В январе 2020 г. оно продолжилось.

Сдерживающее влияние на продовольственную инфляцию оказывала в первую очередь благоприятная конъюнктура основных внутренних рынков продуктов питания, складывавшаяся как результат хорошего урожая основных сельскохозяйственных культур и устойчивого расширения предложения продукции животноводства. Рост цен импортной продукции, как готовой, так и промежуточной, ограничивался укреплением рубля.

В декабре 2019 – январе 2020 г. уровень цен на продовольственные товары в среднем не изменился (SA) (рис. 2.6). За предыдущие два месяца они подорожали примерно на 0,1% (SA).

Годовая продовольственная инфляция в декабре снизилась до 2,6% (на 1,1 п.п. ниже, чем в ноябре, рис. 2.7). В январе 2020 г. она составила 2,0%. Основную роль в замедлении роста цен на продукты питания играла динамика цен на плодоовощную продукцию и продукты животного происхождения.

В целом в конце 2019 – начале 2020 г. практически на всех сегментах рынка продовольствия наблюдалось замедление годовых темпов роста цен. По оценкам, в ближайшие месяцы благоприятная конъюнктура внутренних рынков аграрной продукции и продуктов ее переработки будет сдерживать рост потребительских цен на продукты питания. Некоторые риски могут быть связаны с динамикой мировых цен на отдельные продовольственные товары, например растительные масла.

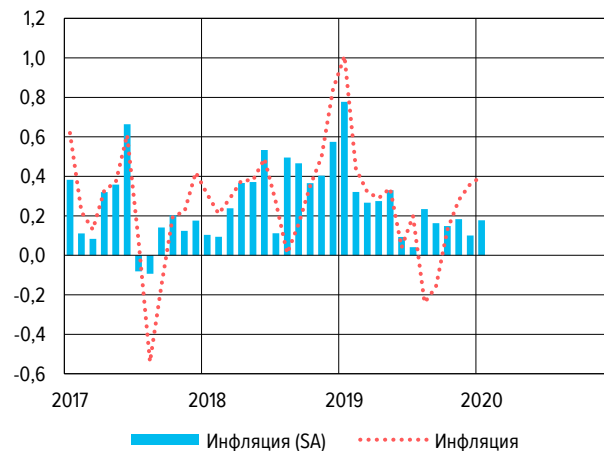
Продукты животного происхождения.

В декабре 2019 – январе 2020 г. продолжилось снижение годового темпа прироста цен

ИНФЛЯЦИЯ

(прирост в % к предыдущему месяцу)

Рис. 2.4

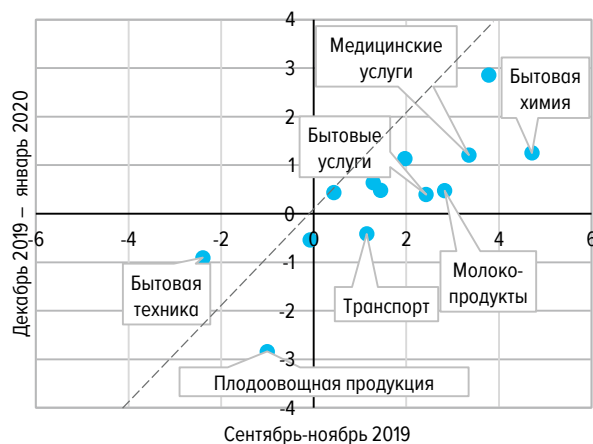


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОТДЕЛЬНЫЕ ТОВАРЫ И УСЛУГИ

(аннуализированный прирост в %, с исключением сезонности, в среднем за период)

Рис. 2.5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

(прирост в % к предыдущему месяцу с исключением сезонности)

Рис. 2.6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

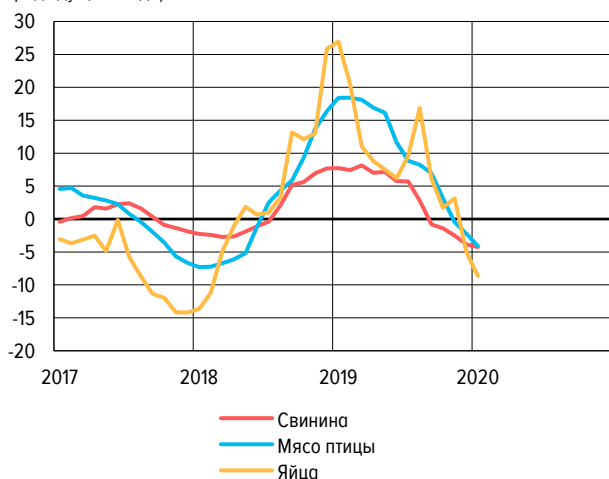
Рис. 2.7



Источник: Росстат.

ЦЕНЫ НА МЯСО И ЯЙЦА
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)

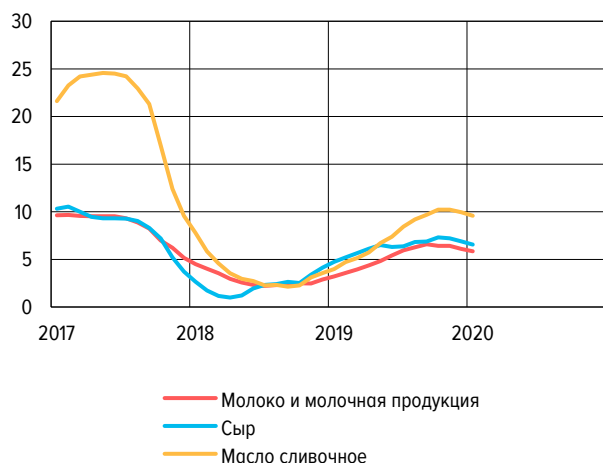
Рис. 2.8



Источник: Росстат.

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

Рис. 2.9



Источник: Росстат.

на мясопродукты², наблюдаемое с июня прошлого года в условиях устойчивого расширения предложения. В целом за год они подорожали на 1,7%. В январе 2020 г. мясопродукты были на 0,9% дороже, чем годом ранее, в их числе мясо и птица – на 0,9% дешевле (рис. 2.8).

Наблюдалось также снижение цен на яйца³, вносящее ощутимый вклад в замедление удорожания продовольствия. В январе они были на 8,6% дешевле, чем годом ранее. Такая динамика отчасти была связана с эффектом высокой базы предыдущего года: в декабре 2018 г. имел место разовый скачок цен, который, вероятнее всего, представлял собой реализацию продолжительно нарастающего давления со стороны затрат.

В декабре 2019 – январе 2020 г. продолжилось замедление годового роста цен на молоко и молочную продукцию⁴, начавшееся в октябре (рис. 2.9). Этому способствовал рост производства молочного сырья.

Продукты переработки зерновых и масличных культур⁵. В условиях высокого объема предложения основных зерновых и масличных культур темпы роста цен на продукты их переработки в конце 2019 – начале 2020 г. преимущественно снижались. Так, продолжилось замедление темпов удорожания хлеба, хлебобулочных и макаронных изделий (рис. 2.10). Снизились темпы роста цен на все виды круп и бобовых, кроме гречневой крупы, дорожавшей под влиянием неурожая.

Фрукты и овощи⁶. Динамика цен на плодоовощную продукцию внесла наибольший вклад в замедление продовольственной инфляции в декабре 2019 года. Она стала на 2,0% дешевле, чем годом ранее, тогда как в ноябре была на 2,8% дороже (рис. 2.11.). Этому способствовало высокое предложение отечественных овощей и фруктов – как грунтовых, так и тепличных. Рост

² Вес в ИПЦ – 9,54% (здесь и далее – в 2019 г.).

³ Вес в ИПЦ – 0,51%.

⁴ Вес в ИПЦ – 5,03%.

⁵ Суммарный вес в ИПЦ хлеба, хлебобулочных, кондитерских, макаронных и крупяных изделий, растительных жиров составляет 5,45%.

⁶ Вес в ИПЦ – 4,0%.

цен на овощи защищенного грунта ограничивался пониженными затратами на тепло- и электроэнергию на фоне нехарактерно теплой погоды во многих регионах страны. На снижение годовых темпов изменения цен импортируемой продукции (в первую очередь фруктов) повлияла смена направления тренда в динамике обменного курса рубля: в 2019 г. он преимущественно укреплялся, а в 2018 г. – ослаблялся. В январе 2020 г. снижение цен на фрукты и овощи ускорилось, по сравнению с январем 2019 г. они подешевели в среднем на 2,6%.

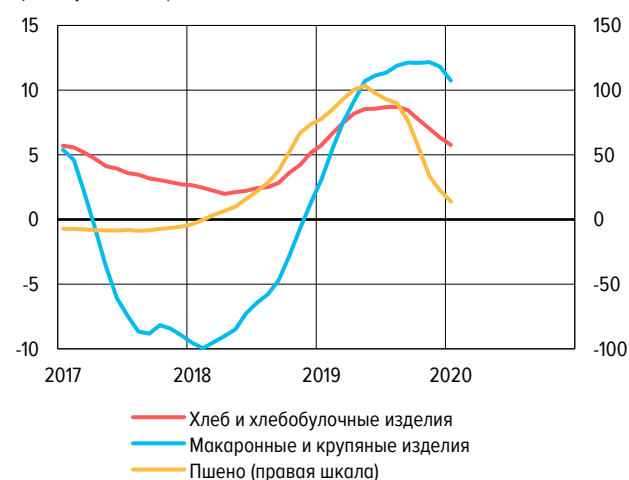
Тем не менее волатильность цен на овощи и фрукты остается высокой, а характер влияния динамики их цен на продовольственную инфляцию – неустойчивым.

НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ

В декабре 2019 г. месячный темп удорожания непродовольственных товаров (SA) оценивался в 0,2%, что близко к среднему значению, сложившемуся в феврале-ноябре (рис. 2.12). В январе 2020 г. отмечалось его ускорение до 0,3%. Оно было связано с более медленным снижением или стабилизацией цен на средства связи, бытовые приборы, телерадиотовары и персональные компьютеры, а также с ускорением роста цен на автомобили и нефтепродукты, в том числе в связи с повышением акцизов и утилизационного сбора с 1 января 2020 года. В целом динамика цен в данном сегменте потребительского рынка формируется в основном под влиянием дезинфляционных факторов, таких как сдержанный спрос и укрепление рубля. На рынке нефтепродуктов оно дополняется действием механизма возвратного акциза (с демпфером).

В начале 2020 г. происходило снижение годовых темпов роста цен на непродовольственные товары. Оно было в основном обусловлено эффектом базы 2019 г., когда рост цен на них значительно ускорился под влиянием повышения ставки НДС. Такой эффект начал сказываться на годовых показателях уже в конце 2019 г.: в последние месяцы 2018 г. наблюдалось некоторое ускорение ценовой динамики, обусловленное оживлением спроса домохозяйств, стремившихся

ЦЕНЫ НА ПРОДУКТЫ ПЕРЕРАБОТКИ ЗЕРНОВЫХ (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года) Рис. 2.10



Источник: Росстат.

ЦЕНЫ НА ПЛОДООВОЩНУЮ ПРОДУКЦИЮ (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года) Рис. 2.11



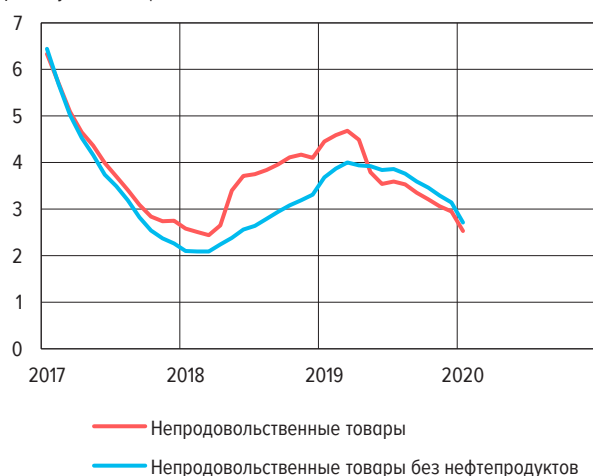
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ (прирост в % к предыдущему месяцу с исключением сезонности) Рис. 2.12



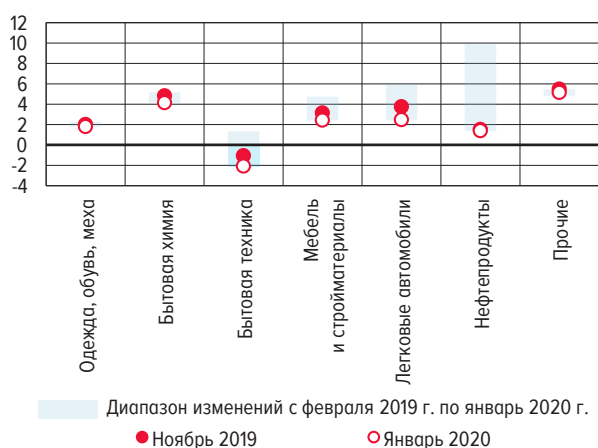
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫЕ ТОВАРЫ Рис. 2.13
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННЫХ ТОВАРОВ Рис. 2.14
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА НЕФТЕПРОДУКТЫ Рис. 2.15
(прирост в % к декабрю 2016 г.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

приобрести товары длительного пользования до налоговых изменений.

В этих условиях в декабре 2019 – январе 2020 г. годовой прирост цен на непродовольственные товары заметно замедлился и составил 2,5% (на 0,6 п.п. ниже, чем в ноябре, рис. 2.13). Снизились годовые темпы роста цен практически на все основные позиции в рассматриваемой товарной группе.

В целом в годовом сопоставлении изменения цен на основные группы непродовольственных товаров в конце 2019 – начале 2020 г. находились в небольшом диапазоне, при этом сохранялась тенденция к их снижению (рис. 2.14).

Товары длительного пользования⁷. В декабре 2019 – январе 2020 г. отмечалось заметное снижение годовых темпов удорожания товаров длительного пользования. Основное влияние оказал эффект базы: в конце 2018 – начале 2019 г. на ценах товаров этой группы нашли отражение прямые и косвенные эффекты повышения ставки НДС.

В конце 2019 – начале 2020 г. наибольший вклад в замедление годового темпа удорожания непродовольственных товаров внесла динамика цен на легковые автомобили. Под действием эффекта базы, а также затянувшегося спада продаж их темпы прироста снизились до 2,5%, на 1,2 п.п. ниже по сравнению с ноябрем.

Нефтепродукты⁸. В конце 2019 – начале 2020 г. цены на нефтепродукты продолжали расти небольшими темпами в условиях снижения цен экспортного паритета и действия механизма возвратного акциза (с демпфирующей компонентой) (рис. 2.15, 2.16). В декабре 2019 г. они были на 1,8% выше, чем годом ранее, в январе 2020 г. – на 1,4%.

УСЛУГИ

В декабре 2019 г. темп прироста цен на услуги оценивается в 0,2% (SA), что на 0,2 п.п. ниже, чем в ноябре, когда отмечалось их временное повышение, вызванное разовыми событиями (рис. 2.17). В январе 2020 г. он

⁷ Суммарный вес в ИПЦ мебели, бытовой техники и электроники, строительных материалов – 11,66%.

⁸ Вес в ИПЦ – 4,36%.

вновь возрос до 0,4% (SA), преимущественно за счет повышения платы за капитальный ремонт жилья.

Годовой прирост цен на услуги в декабре снизился на 0,1 п.п., вернувшись к уровню октября (3,8%). В январе 2020 г. снижение ускорилось до 2,8%, главным образом за счет эффекта высокой базы в регулируемом сегменте (рис. 2.18).

В целом годовые темпы роста цен на различные виды услуг в основном замедлялись (рис. 2.19).

Жилищно-коммунальные услуги⁹. Тарифы на ЖКУ в декабре 2019 г. практически не изменились, что соответствует сезонности. В целом за год они выросли на 4,3%, при этом услуги по обращению с твердыми коммунальными отходами подорожали на 39,7% в условиях начала реформ в отрасли. Без учета указанной позиции повышение тарифов на коммунальные услуги за 2019 г. составило 4,2%.

В январе 2020 г. жилищно-коммунальные услуги подорожали, по оценке, на 1,0% (SA), в основном за счет повышения взносов на капитальный ремонт жилья. Годовой темп прироста тарифов на ЖКУ замедлился до 2,8% за счет эффекта базы. Он обусловит сохранение низкого годового темпа прироста тарифов на услуги ЖКХ до июля текущего года.

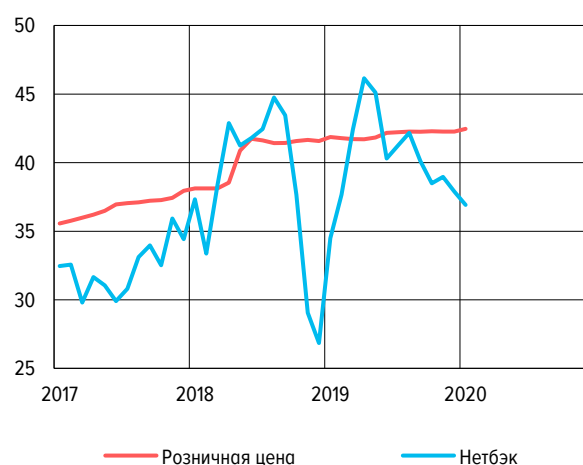
Транспортные услуги¹⁰. В декабре 2019 – январе 2020 г. заметно замедлился годовой темп удорожания авиаперелетов (до 7,1% с 15,5% в ноябре), внеся значимый вклад в снижение темпа роста цен на услуги в целом. Тем не менее годовой прирост цен на авиабилеты остался одним из наиболее высоких в сегменте услуг для населения. На конъюнктуру рынка авиаперелетов негативное влияние в 2019 г. оказывало повышение цен на авиационное топливо и в целом опережающий рост затрат, приведший к нарастанию убытков в отрасли. Финансовую поддержку ей оказывало государство. Ожидается, что в текущем году принятые решения о расширении объемов субсидирования будут способствовать ограничению роста цен на авиаперелеты.

⁹ Вес в ИПЦ – 9,99%.

¹⁰ Вес в ИПЦ – 2,39%.

ЦЕНЫ НА БЕНЗИН АИ-92
(руб. за литр)

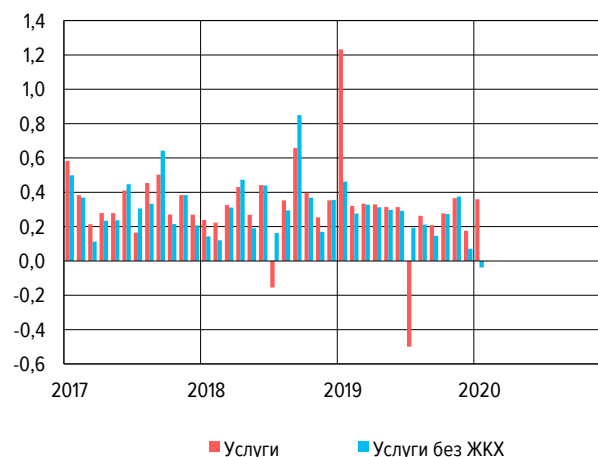
Рис. 2.16



Источники: Росстат, СПбМТСБ, расчеты Банка России.

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

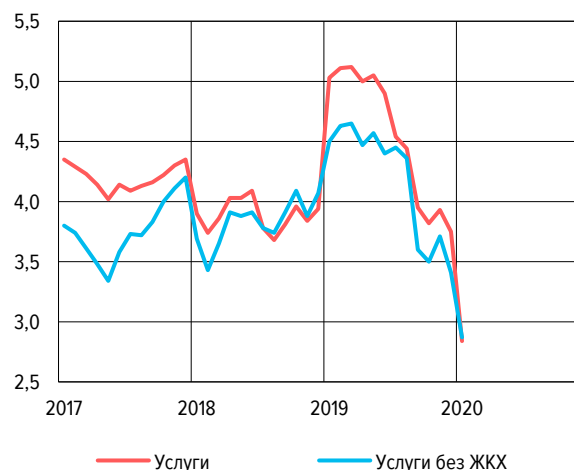
Рис. 2.17



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

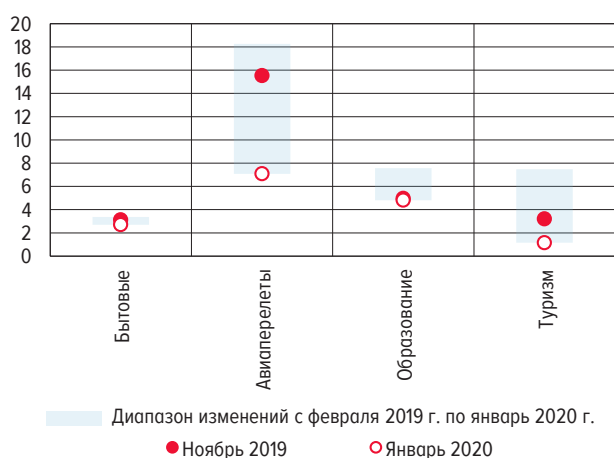
Рис. 2.18



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА ОСНОВНЫЕ ГРУППЫ УСЛУГ
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)

Рис. 2.19



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Тарифы на проезд в железнодорожном транспорте, подпадающие под регулирование, за 2019 г. возросли на 4,0%. В январе 2020 г. годовой темп их прироста замедлился до 2,1% в том числе за счет изменения внутригодовой схемы индексации.

Услуги преимущественно с рыночным ценообразованием¹¹. Рост цен на рыночные услуги ограничивался сдержанным спросом и укреплением рубля. В декабре 2019 – январе 2020 г. отмечалось снижение годового темпа удорожания услуг без ЖКУ и железнодорожных перевозок до 2,9% (с 3,7% в ноябре 2019 г.).

На динамику цен на отдельных сегментах рынка влияли специфические факторы. Так, в декабре 2019 – январе 2020 г. после всплеска в ноябре произошла коррекция цен на услуги зарубежного туризма. Продолжилось повышение годового темпа роста цен на театральные билеты, которое происходит с октября и связано с увеличением затрат организаций культуры в связи со вступлением в силу новых правил реализации билетов¹².

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Инфляционные ожидания экономических агентов в декабре 2019 – январе 2020 г. в среднем не изменились. Инфляционные ожидания населения в январе вернулись к ноябрьскому уровню после повышения в декабре, имевшего разовый характер. Похожую динамику имели краткосрочные ценовые ожидания предприятий. В январе они находились вблизи среднего значения второй половины 2019 г. после небольшого повышения в декабре. Консенсус-прогноз профессиональных аналитиков инфляции на 2020 г. снизился с 3,8 до 3,6%, а на среднесрочную перспективу он сохраняется вблизи 4%.

Инфляционные ожидания населения. Согласно опросам ООО «инФОМ», проводимым

¹¹ Вес в ИПЦ бытовых, медицинских, финансовых услуг, услуг организаций культуры, воздушного транспорта, в сфере туризма – 9,71%.

¹² Правила, установленные Федеральным законом от 18.07.2019 № 193-ФЗ, вступившим в силу 1 сентября, предусматривают, в частности, обязанность возврата организациями культуры стоимости неиспользованных билетов (при соблюдении ряда условий).

по заказу Банка России, в январе 2020 г. медианная оценка инфляции, наблюдаемой населением за последние 12 месяцев, составила 8,6%. Таким образом, она снизилась до уровня ноября 2019 г. после повышения в декабре, носившего разовый характер (рис. 2.20). Медианная оценка инфляции, ожидаемой в ближайшие 12 месяцев, также вернулась к ноябрьскому значению (8,3%).

Традиционно домохозяйства больше замечают удорожание наиболее часто покупаемых товаров и услуг. В январе в число товаров с наибольшими, по мнению респондентов, темпами роста цен входили яйца, хлеб, алкоголь, чай и кофе, сыры и колбасы, фрукты и овощи, а также проезд в пассажирском транспорте. Ускорение роста цен на большинство указанных позиций в начале года носит сезонный характер.

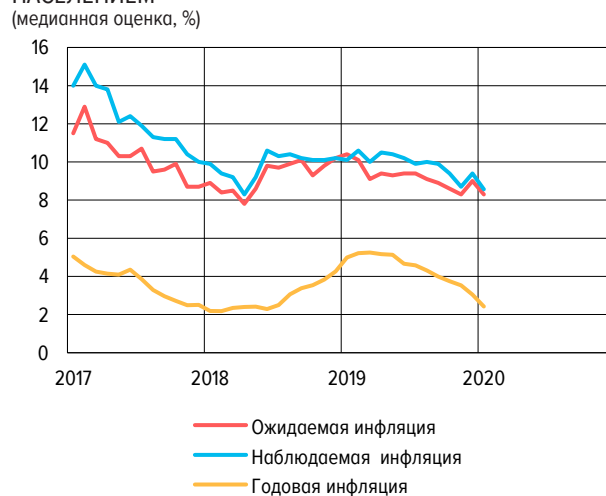
Ценовые ожидания предприятий. По данным опросов, проводившихся Банком России¹³, в декабре 2019 – январе 2020 г. краткосрочные ценовые ожидания предприятий колебались вблизи значения, характерного для второй половины 2019 г. (рис. 2.21). Тем не менее это ниже, чем в первой половине прошлого года. Среди основных факторов, влиявших на ожидания, респонденты называли слабый спрос и сдержанную динамику издержек. Динамика ожиданий предприятий различных отраслей была разнонаправленной, формируясь под влиянием специфических факторов.

Инфляционные ожидания профессиональных аналитиков. Прогнозы годовой инфляции на декабрь 2020 г., сделанные профессиональными аналитиками¹⁴, снизились до 3,5–3,6% (рис. 2.22). Среднесрочные инфляционные ожидания профессиональных аналитиков остаются заякоренными на цели Банка России вблизи 4%.

¹³ Подробнее о методологии проведения опросов см. методологический комментарий «Анализ ценовых ожиданий предприятий», декабрь 2018 г., www.cbr.ru/Content/Document/File/62829/analysis_18-12.pdf.

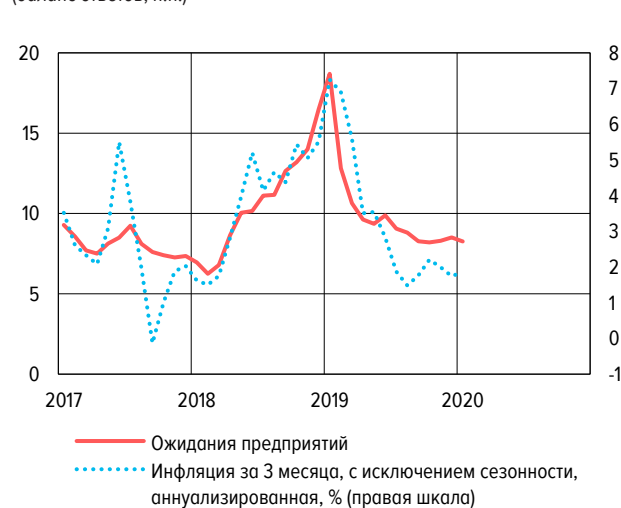
¹⁴ Данные опросов Интерфакс, Bloomberg, Thomson Reuters.

ИНФЛЯЦИЯ, НАБЛЮДАЕМАЯ И ОЖИДАЕМАЯ НАСЕЛЕНИЕМ Рис. 2.20



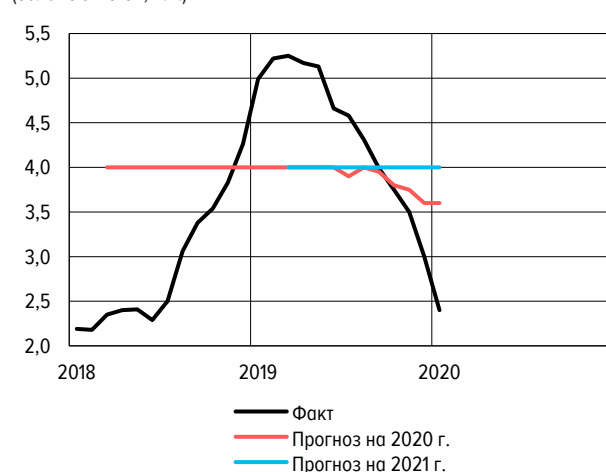
Источники: Росстат, ООО «инФОМ».

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ Рис. 2.21



Источники: Банк России, Росстат.

ДИНАМИКА ПРОГНОЗОВ ИНФЛЯЦИИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ АНАЛИТИКОВ Рис. 2.22



Источники: Bloomberg, Росстат.

3. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

В IV квартале 2019 г. замедление роста мировой экономики приостановилось на фоне ожиданий и последующего заключения первой части торговой сделки между США и Китаем. Рост ВВП США ускорился в годовом выражении, а еврозоны – замедлился. Прогноз ФРС США предполагает неизменность ставки в 2020 г., ЕЦБ в своих комментариях допускает снижение ставки. Большинство центральных банков G20 приостановило смягчение ДКП. В IV квартале рос спрос на рискованные активы, доллар США ослаблялся к большинству валют развитых и развивающихся стран, однако во второй половине января тенденция изменилась: кредитные риски развивающихся стран начали расти, доллар отыграл часть позиций и укрепился к валютам развивающихся стран по итогам января. Мировая цена нефти в декабре была выше уровней ноября из-за решения ОПЕК+ усилить сокращение добычи, однако в январе нефтяные котировки снизились на фоне падения спроса со стороны Китая из-за эпидемии коронавируса.

В IV квартале продолжилось уменьшение профицита счета текущих операций. По итогам 2019 г. его снижение составило 43 млрд долл. США. Основной причиной стало падение мировых цен на углеводороды. В IV квартале происходило сокращение ненефтегазового экспорта. Стоимостный объем импорта увеличился вслед за укреплением рубля. Чистое кредитование российским частным сектором остального мира в IV квартале уменьшилось до 6 млрд долл. США. Приток иностранного капитала по государственному сектору увеличился до 4 млрд долл. США, а резервные активы выросли на 15 млрд долл. США.

Краткосрочные ставки МБК по-прежнему формировались в нижней половине процентного коридора. Долгосрочные ставки денежного рынка снизились из-за пересмотра рынком ожидаемой траектории ключевой ставки. Кривая доходности ОФЗ продолжила снижение. Российский рынок акций в декабре продолжил рост, однако в январе тенденция изменилась, индексы стали снижаться. В IV квартале продолжилось снижение депозитных и кредитных ставок. В 2019 г. зафиксирован значительный рост депозитов населения, а их валютизация достигла пятилетнего минимума. По итогам IV квартала отмечается ускорение роста корпоративного кредитования. Ставки по ипотечным кредитам достигли исторических минимумов. Замедлился темп роста розничного кредитования.

Основной вклад в рост ВВП в 2019 г. внесли валовое накопление основного капитала, потребление домохозяйств и органов государственного управления. Темп роста промышленного производства в IV квартале замедлился и в 2019 г. оказался ниже, чем годом ранее. В IV квартале выпуск инвестиционных товаров замедлился (в отличие от выпуска потребительских товаров, продолживших рост), грузооборот транспорта снизился. Выпуск в сельском хозяйстве по-прежнему демонстрирует высокие темпы роста. В октябре-ноябре продолжилось замедление темпов роста финансового результата крупных и средних компаний – в первую очередь в секторе добычи из-за снижения цен на нефть.

Рост расходов домашних хозяйств на конечное потребление в IV квартале замедлился из-за эффекта высокой базы. Поддержку ему оказывали оживление розничной торговли и улучшение потребительских настроений, а также рост реальных располагаемых доходов населения. В IV квартале выросли инвестиции в основной капитал за счет ускорения капитальных расходов бюджета.

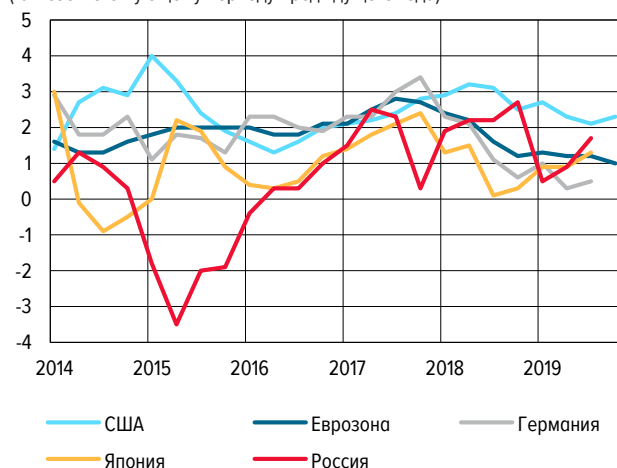
Бюджетная политика в IV квартале продолжила оказывать стимулирующее влияние на внутренний спрос. По итогам года недоисполнение расходов федерального бюджета по национальным проектам составило 150 млрд рублей. Наибольший процент исполнения отмечается по национальным социальным проектам, наименьший – по инфраструктурным. Ненефтегазовый дефицит федерального бюджета по итогам года сократился до 5,4% ВВП.

В I квартале 2020 г. ожидается ускорение темпа роста ВВП, что будет обусловлено ростом валового накопления и экспорта, а также низкой базой первого полугодия 2019 года.

ТЕМПЫ ПРИРОСТА ВВП: РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ
И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ

Рис. 3.1.1

(% к соответствующему периоду предыдущего года)

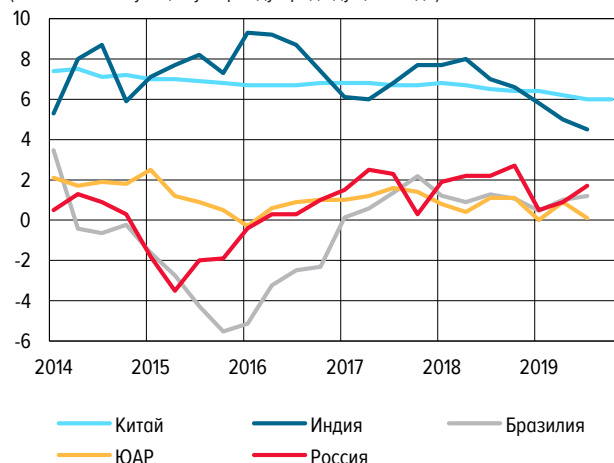


Источник: Bloomberg.

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 IV квартале 2019 г. тенденция к охлаждению экономической активности приостановилась как следствие изменения настроений экономических агентов в условиях ожидания заключения торгового соглашения США и Китая, так и в результате синхронного смягчения монетарной политики в ряде стран во второй половине прошедшего года.

В Китае в IV квартале годовые темпы роста остались на уровне III квартала (6,0%), но экономика ускорила в квартальном выражении с 1,4 до 1,5% (рис. 3.1.2), что совпало с ожиданиями. Композитный и промышленный индексы PMI Caixin ускорились в ноябре (53,2 и 51,8 соответственно) до значений, близких к уровням начала 2018 г., немного замедлившись затем в декабре (52,6 и 51,5 соответственно). Композитный и промышленный индексы PMI, рассчитываемые Национальным бюро статистики, указывают на некоторое ухудшение ситуации в январе (53 и 50 после 53,5 и 50,2 в декабре), но, вероятно, эти показатели еще не отражают влияния коронавируса на экономику в I квартале.

ВВП США ускорился с 2,1 до 2,3% в годовом выражении (рис. 3.1.1), что несколько выше прогноза в 2,2%. Композитные PMI выросли в декабре и январе: Markit – с 52 в ноябре до 52,7 и 53,1 соответственно, ISM – с 53,3 в ноябре до 54,1 в декабре (рис. 3.1.1). Индикатор PMI ISM для промышленности в январе вышел из зоны рецессии (50,9). Число новых рабочих мест в декабре снизилось до 145 тыс., однако средний за 3 месяца темп создания новых рабочих мест (184 тыс.) пока остается на высоком уровне.

В еврозоне (рис. 3.1.1) темпы роста в IV квартале составили 1,0% год к году (после 1,2% в III квартале). Для экономик еврозоны важным позитивным фактором становится снижение рисков выхода Великобритании из ЕС без соглашения, которые негативно влияли на темпы роста в течение всего 2019 года. Композитный индекс PMI в ев-

роzone поднялся с 50,6 в октябре-ноябре до 50,9 в декабре-январе, PMI в промышленности в январе вырос до 47,8 с 46,3 в декабре.

Риски более существенного замедления мировой экономики, связанные с торговыми разногласиями, снизились. США и Китай оформили первый этап торгового соглашения, в основе которого – дополнительные покупки Китаем американских товаров на сумму 200 млрд долл. США в течение двух лет для сглаживания дисбаланса в торговле. На этом фоне курс юаня (один из индикаторов уровня торговых противоречий между странами) с начала декабря по середину января укрепился – с 7,04 до 6,9 юаня за доллар США (однако затем на фоне пандемии юань опустился до 7,02 на начало февраля).

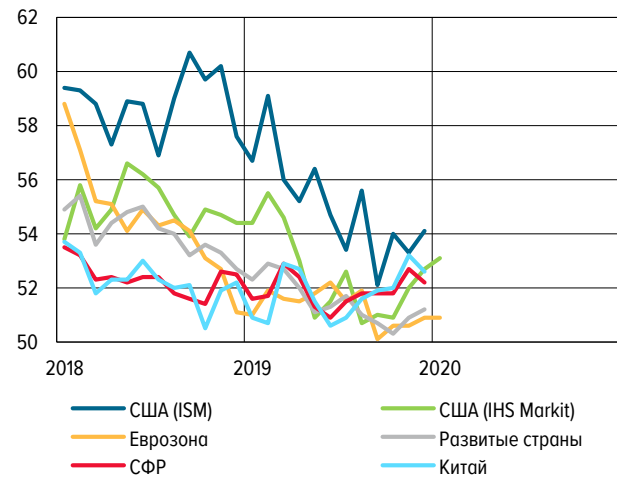
Рисками для дальнейшей динамики деловой активности могут стать ход исполнения первого этапа соглашения США и Китаем, торговые разногласия между США и ЕС и распространение коронавируса в Китае и Юго-Восточной Азии. По аналогии с вирусом атипичной пневмонии 2002 г. это может оказать влияние на экономику Китая и других стран региона.

Инфляция в мире. После периода низкого ценового давления на протяжении первых трех кварталов 2019 г. в IV квартале в ряде экономик отмечалось ускорение инфляции (рис. 3.1.4, 3.1.5), но причины этого ускорения для разных экономик различные, и пока это не выглядит как тренд на ускорение инфляции в мире.

В США инфляция в годовом выражении в декабре повысилась до 2,3% (в ноябре: 2,1%), но замедлилась месяц к месяцу до 0,2% (в ноябре: 0,3%). Базовая инфляция сохраняется на уровне 2,3%. При этом базовый ценовой индекс потребительских расходов (Core PCE), на который ориентируется ФРС США, составил 1,6%. Рост зарплат в декабре замедлился – с 3,1% год к году и 0,3% месяц к месяцу (SA) в октябре и ноябре до 2,9 и 0,1% соответственно. В годовом выражении показатель опустился ниже 3% впервые с июля 2018 года. Последние данные по инфляции и динамике зарплат – аргумент в пользу сохранения ставок на текущем уровне для ФРС США.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА PMI COMPOSITE (пунктов)

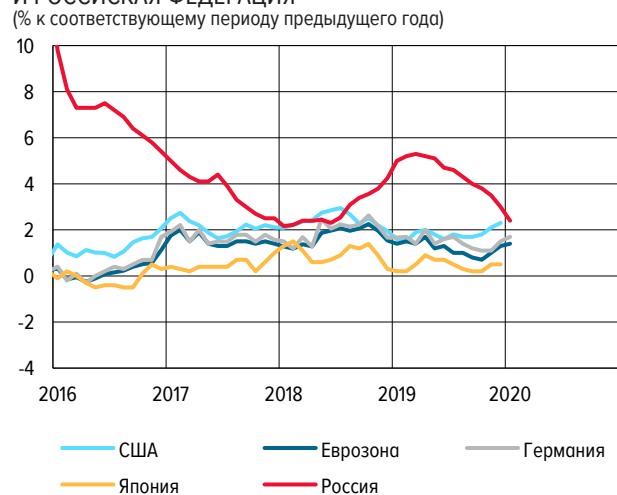
Рис. 3.1.3



Источник: Bloomberg.

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

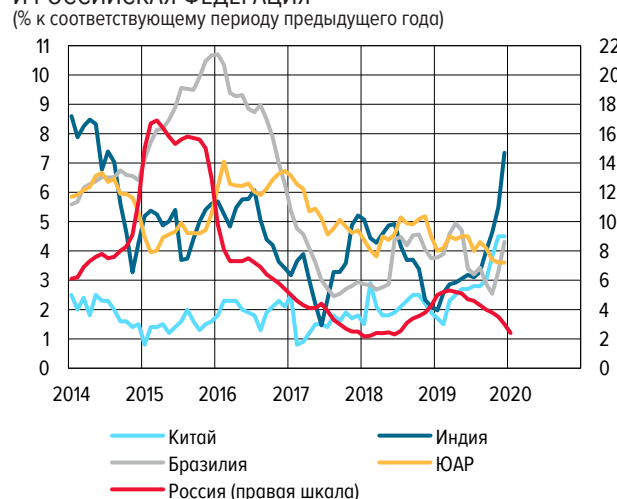
Рис. 3.1.4



Источник: Bloomberg.

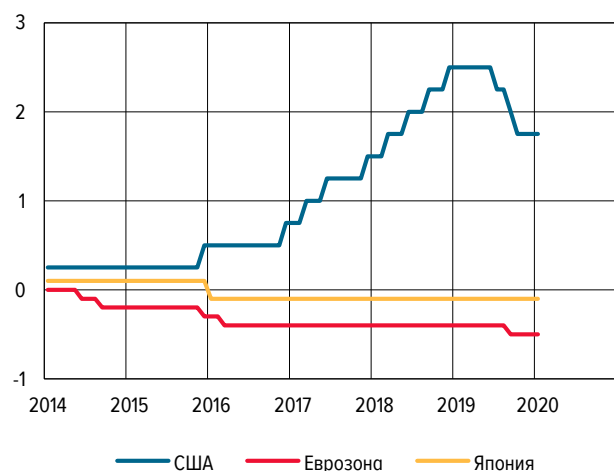
ИНФЛЯЦИЯ: СФР И РОССИЙСКАЯ ФЕДЕРАЦИЯ (% к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.1.5



Источник: Bloomberg.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ (%) Рис. 3.1.6



Источник: Bloomberg.

В еврозоне инфляция в декабре и январе ускорилась до максимума с июня 2019 г. (1,3 и 1,4% год к году соответственно после 0,7% в октябре и 1% в ноябре) прежде всего из-за повышения цен на энергоносители, но базовая инфляция в декабре осталась на уровне ноября (1,3%), а в январе замедлилась до 1,1%.

Наиболее заметное ускорение инфляции к концу года среди крупных экономик произошло в Китае, Индии и Бразилии. В Китае инфляция в ноябре-декабре ускорилась до 4,5%, что связано с динамикой продовольственной инфляции из-за эпидемии свиного гриппа, но базовая инфляция сохраняется на низком уровне (1,4%).

В Индии в ноябре и декабре темп прироста цен составил 5,5 и 7,4% соответственно также из-за ускорения продовольственной инфляции в результате дождей. В Бразилии годовая инфляция в декабре ускорилась с 3,3 до 4,3% как результат шока курса в ноябре, который, в свою очередь, мог стать следствием сочетания таких факторов, как агрессивное смягчение ДКП в условиях повышения социальной напряженности и сомнений в достижимости бюджетной консолидации.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЗАРУБЕЖНЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ

ДКП США и еврозоны (рис. 3.1.6). ФРС США после трех снижений ставки в июле-октябре 2019 г. заявила о паузе в смягчении ДКП на заседании в декабре и подтвердила это в январе. Макропрогноз ФРС США исходит из того, что ставка останется на неизменном уровне в 2020 году. С 15 октября 2019 г. по начало II квартала 2020 г. продолжает действовать программа покупки краткосрочных казначейских векселей объемом 60 млрд долл. США в месяц.

Низкое ценовое давление в еврозоне продолжает формировать условия для стимулирующей политики ЕЦБ, который по итогам заседания 12 сентября 2019 г. снизил депозитную ставку на 10 б.п., до -0,5%, и сохранил ее на том же уровне после заседаний 12 декабря и 23 января. Также продолжает действовать программа покупки активов объемом 20 млрд евро в месяц.

ДКП в других странах (рис. 3.1.7). На фоне паузы ФРС США большинство центральных банков стран G20 также приостановили циклы смягчения ДКП, пик которых пришелся на июль-октябрь 2019 года. В конце декабря ставка была снижена в Мексике (на 25 б.п., до 7,25%), причем в стране сохраняется один из самых высоких уровней реальных ставок среди СФР. В январе снижение ставки произошло в Турции (-75 б.п., до 11,25%), ЮАР (-25 б.п., до 6,25%) и Малайзии (-25 б.п., до 2,75%).

Банк Швеции (Риксбанк) в декабре повысил ставку (на 25 б.п., до 0%). Это решение было обусловлено ожиданиями Банка Швеции, что инфляция вплотную приблизится к таргету 2%, несмотря на замедление экономики. Риксбанк стал первым из мировых центральных банков, который сдвинул ставку в отрицательную область в 2009 г., и теперь также первым завершает почти пятилетний период политики отрицательных ставок.

МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

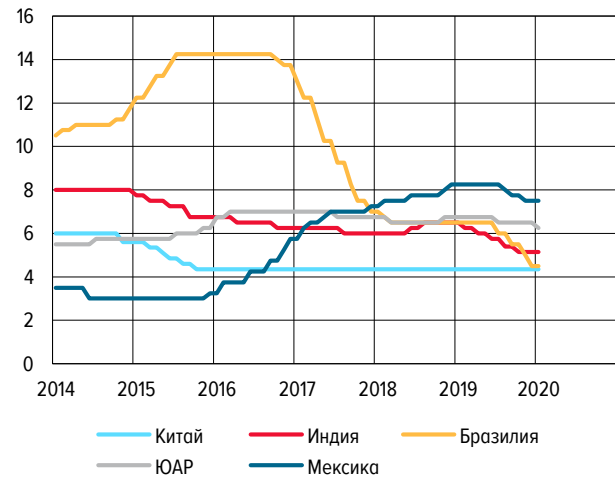
Валюты. В IV квартале 2019 – январе 2020 г. настроения международных инвесторов существенно улучшились, вырос спрос на рискованные активы. Доллар США терял свои позиции по отношению к валютам большинства развитых стран (индекс доллара снизился на 2,1%) и СФР (в среднем на 2,0%) (рис. 3.1.8). Среди валют последних значимую негативную динамику показали лишь чилийский и аргентинский песо, а также турецкая лира.

Такая динамика финансовых рынков сформировалась благодаря смягчению финансовых условий во многих странах, стабилизации опережающих экономических индикаторов в ноябре-декабре, а также снижению внешнеторговых рисков при переговорах США и Китая и выходе Великобритании из ЕС.

Однако во второй половине января вспышка коронавирусной инфекции привела к значительному падению спроса на рискованные активы из-за высокой неопределенности относительно масштабов негативного влияния нового вируса на мировую экономику. В результате индекс доллара полностью отыграл падение IV квартала 2019 г., а валюты СФР вернулись к значениям начала декабря.

КЛЮЧЕВЫЕ СТАВКИ, СФР (%)

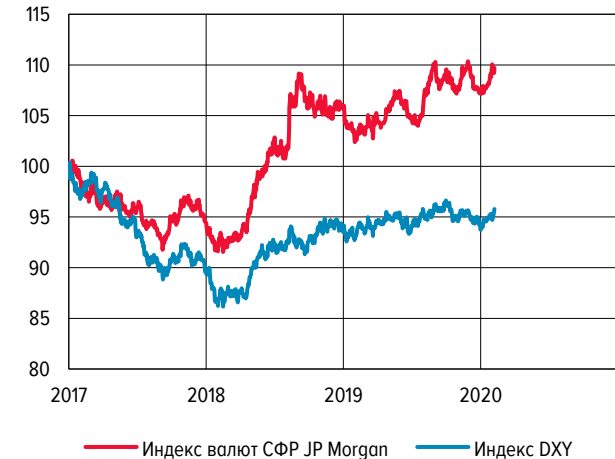
Рис. 3.1.7



Источник: Bloomberg.

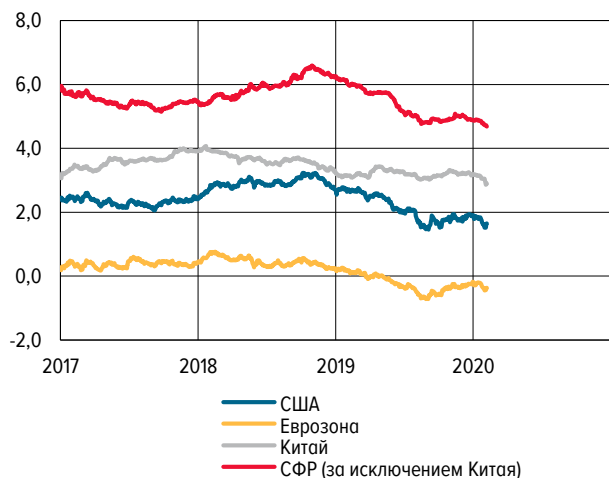
ДИНАМИКА КУРСА ДОЛЛАРА США К ВАЛЮТАМ РАЗВИТЫХ И РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН (100 = 2.01.2017)

Рис. 3.1.8



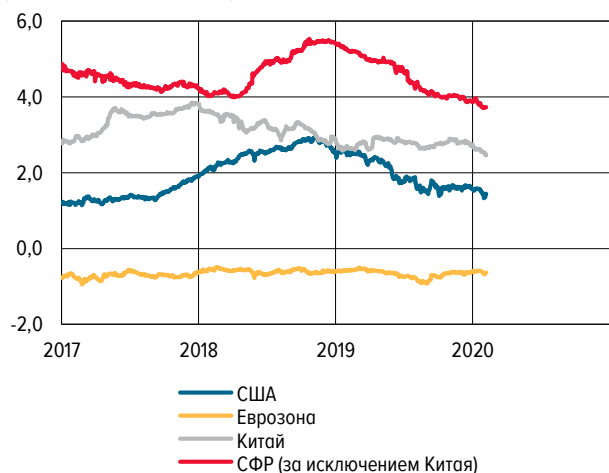
Источники: Reuters, расчеты Банка России.

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



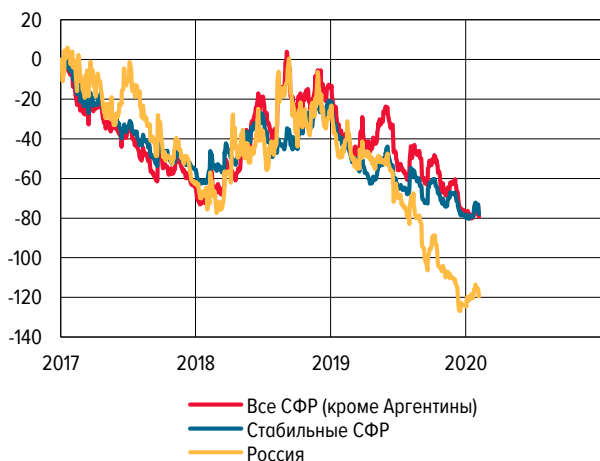
Источники: Reuters, расчеты Банка России.

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



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

CDS РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН Рис. 3.1.11
(изменение к 2.01.2017, б.п.)



Источник: Reuters.

Ставки. Повышение спроса на рисковые активы способствовало умеренному росту доходностей по долгосрочному государственному долгу развитых стран в IV квартале. Однако в январе их уровень частично скорректировался из-за бегства инвесторов в качество. За октябрь 2019 – февраль 2020 г. рост доходностей по 10-летнему долгу развитых стран составил 1–10 б.п. (за исключением США, где доходность снизилась на 3 б.п.). Большой рост отмечался в еврозоне и Японии (20 б.п.) по мере некоторого восстановления ожиданий по ставкам (рис. 3.1.9). На коротком конце кривой некоторый рост доходности 2-летнего долга отмечался в Японии (в пределах 20 пунктов) на фоне улучшения прогнозов роста экономики благодаря фискальным стимулам.

На рынке государственного долга СФР изменения доходностей были связаны преимущественно с действиями национальных центральных банков. Вслед за снижением ставок в большинстве стран доходность государственных облигаций также снижалась (рис. 3.1.10). Исключением стали страны Латинской Америки, где рынок долга оставался волатильным.

Страновые риск-премии. Смягчение финансовых условий и снижение опасений относительно резкого замедления мировой экономики способствовали снижению риск-премий в большинстве СФР. Риск-премии по 5-летнему долгу снизились в среднем на 25 б.п. с начала октября (рис. 3.1.11). Стоимость страховки от дефолта развитых стран существенно не изменилась.

Акции. Индексы акций большинства стран с октября уверенно росли, во многих странах обновляя исторические максимумы (США, Германия, Россия, Канада, Бразилия, Индия и другие) (рис. 3.1.12). Снижение ставок способствовало положительной переоценке компаний и стабилизации ожиданий по экономическому росту. Однако январские распродажи оказали значительное влияние на рынки акций СФР, в результате чего большинство индексов вернулось к значениям начала декабря. Индексы акций развитых стран оказались более устойчивы и в нача-

ле февраля практически полностью отыграли потери.

МИРОВЫЕ ТОВАРНЫЕ РЫНКИ

Нефть – цена. В среднем в декабре 2019 г. цена нефти марки Urals составила 66 долл. США за баррель, повысившись на 4% с ноября на фоне улучшения торговых отношений США и Китая и решения ОПЕК+ об усилении сокращения добычи. Подписание США и Китаем первой части торговой сделки в начале 2020 г. продолжило поддерживать цену нефти. Вместе с тем в условиях ожидаемого ускорения роста предложения вне ОПЕК в 2020 г. и обеспокоенности по поводу спроса в Китае цена нефти снизилась до 62 долл. США за баррель в среднем в январе (рис. 3.1.13).

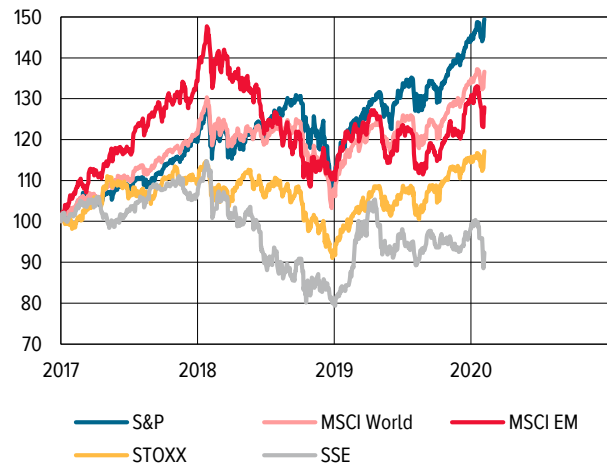
Нефть – мировой спрос. Рост мирового потребления нефти может оказаться слабее, чем ожидалось ранее. Из-за коронавируса значительно упал объем авиаперевозок, что уменьшит спрос на топливо. Негативно на мировом потреблении нефти может сказаться и ухудшение перспектив роста мировой экономики на фоне ухудшения ситуации в туризме, роста неопределенности.

Нефть – ОПЕК+. Перевыполнение договоренностей ОПЕК+ продолжило поддерживать цены на нефть (рис. 3.1.14). Добыча ОПЕК в декабре сократилась, а степень выполнения соглашения членами ОПЕК в декабре выросла до более 150%. Заметно улучшилась дисциплина исполнения обязательств по сокращению добычи у Ирака, Нигерии и ОАЭ. По данным из вторичных источников ОПЕК, Саудовская Аравия – лидер по перевыполнению договоренностей – в декабре сократила добычу еще более чем на 100 тыс. барр. в день. С октября 2018 г. ее добыча уменьшилась на 0,9 млн барр. в день. Перевыполнили обязательства в декабре также Ангола, Кувейт и другие страны. Сократили добычу с октября 2018 г. и страны – участники вне ОПЕК, в том числе Россия – примерно на 0,2 млн барр. в день.

Нефть – добыча Ирана, Венесуэлы и Ливии. В декабре 2019 г. на фоне санкций США добыча нефти в Иране оставалась на 30-летнем минимуме (около 2 млн барр. в день),

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ
(100 = 2.01.2017)

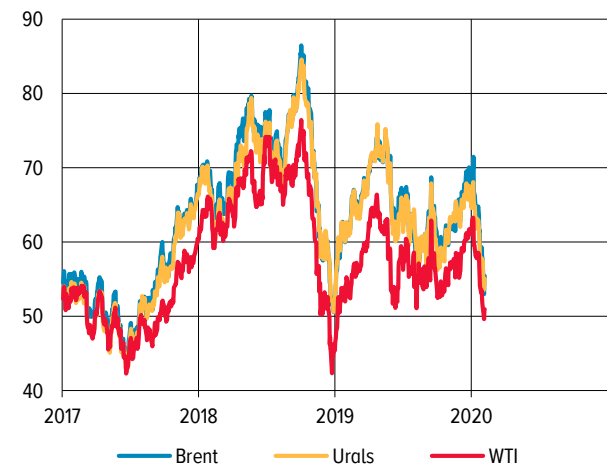
Рис. 3.1.12



Источники: Reuters, расчеты Банка России.

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ
(долл. США за баррель)

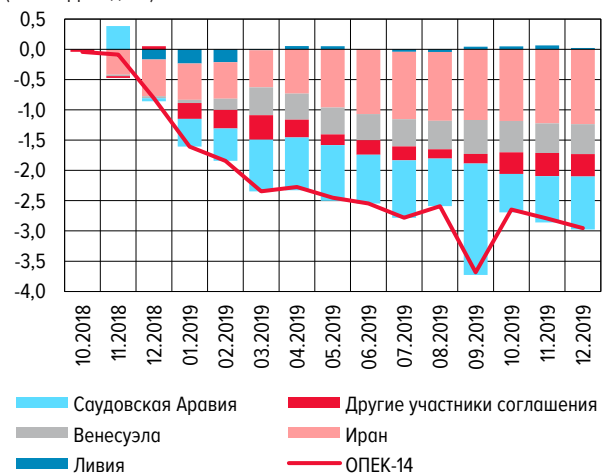
Рис. 3.1.13



Источники: Thomson Reuters, Bloomberg.

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

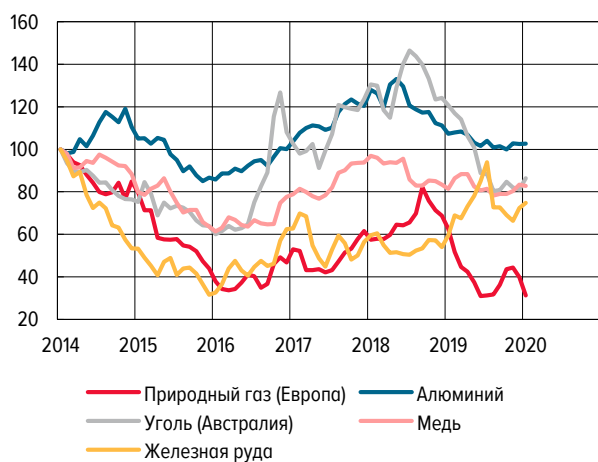
Рис. 3.1.14



* Для Кувейта – с сентября 2018 года.

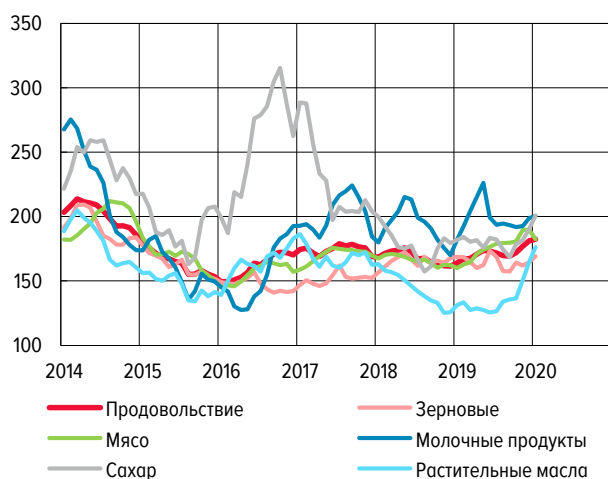
Источник: расчеты на основе данных из вторичных источников ОПЕК.

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).

а в Венесуэле – вблизи минимума более чем за 15 лет (0,7 млн барр. в день). По данным Минэнерго США, за последние три года добыча Ирана сократилась на 1,8 млн барр. в день, а Венесуэлы – на 1,4 млн барр. в день. Ливия, на которую тоже не распространяются ограничения в рамках соглашения ОПЕК+, напротив, нарастила добычу за этот период на 0,5 млн барр. в день, до 1,2 млн барр. в день. Вместе с тем в январе 2020 г. в Ливии возник риск сбоя поставок после объявления форс-мажора на двух крупных месторождениях.

Нефть – добыча вне ОПЕК+. Расширение добычи стран вне ОПЕК, не участвующих в соглашении, отчасти нивелирует сокращение добычи ОПЕК+, Ирана и Венесуэлы. По данным Минэнерго США, в декабре 2019 г. по сравнению с октябрём 2018 г. добыча сырой нефти в США увеличилась на 1,3 млн барр. в день, а предложение нефти и другого жидкого топлива – более чем на 2 млн барр. в день. Хотя ослабление буровой активности сдерживает производство в США, его рост продолжит вносить основной вклад в расширение предложения вне ОПЕК. Кроме того, ожидается существенный прирост добычи в Бразилии, Канаде и других странах.

Ситуация на других сырьевых рынках. В декабре 2019 – начале 2020 г. динамика мировых цен на ключевые сырьевые товары была разнородной. Цены на газ на европейском рынке (основном для России) упали до многолетних минимумов на фоне теплой зимы, высокого уровня запасов и заметного объема поставок СПГ благодаря реализации новых проектов (рис. 3.1.15). Понижительное давление на мировые цены на уголь оказало сокращение импорта Китая в связи с ограничениями правительства. В то же время мировые цены на многие металлы в декабре немало подросли на фоне улучшения торговых отношений США и Китая. Вместе с тем в январе 2020 г. опасения по поводу спроса в Китае на фоне ухудшения эпидемиологической ситуации сдерживали мировые цены на металлы.

Продовольствие. Рост мировых цен на продовольствие ускорился в конце 2019 г. в основном за счет растительных масел, мо-

лочной продукции и мяса в условиях существенного спроса и ограничений предложения (рис. 3.1.16). Росту цен на пшеницу в конце 2019 г. способствовали усиление импортного спроса Китая и логистические проблемы во Франции из-за продолжающихся протестов против пенсионной реформы (рис. 3.1.17). В начале 2020 г. сводный индекс ФАО по мировым ценам на продовольствие вырос до максимума за 5 лет и оставался более чем на 10% выше уровня января прошлого года. Вместе с тем в среднем в 2019 г. он повысился лишь на 2% по сравнению с 2018 г., а мировые цены на зерновые в 2019 г. снизились на 1% благодаря рекордному урожаю. Кроме того, внешнее инфляционное давление сдерживалось укреплением рубля.

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС¹

Счет текущих операций. Профицит счета текущих операций в IV квартале 2019 г. уменьшился на 22 млрд долл. США, до 16 млрд долл. США (здесь и далее – изменения к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное) (рис. 3.1.18). В целом в 2019 г. он снизился на 43 млрд долл. США, до 71 млрд долл. США. Это произошло в основном за счет сжатия положительного сальдо торгового баланса. Сказалось и расширение дефицита баланса инвестиционных доходов за счет увеличения выплат дивидендов российскими компаниями инвесторам, в частности зарубежным.

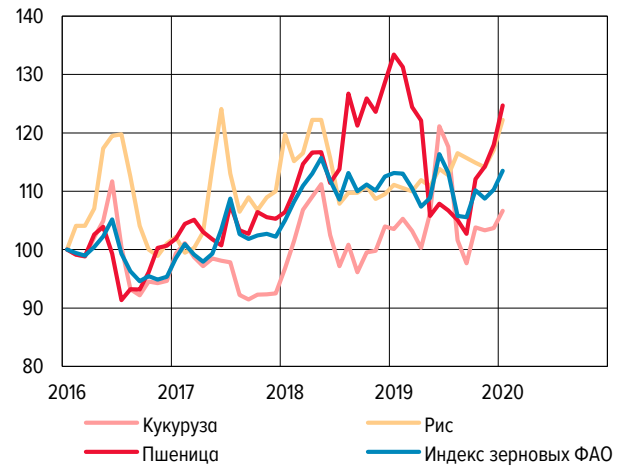
Экспорт. В IV квартале продолжилось сокращение стоимостного объема экспорта товаров и услуг, который снизился на 8% (в III квартале 2019 г.: -6%) (рис. 3.1.19). Это было обусловлено тем, что мировые цены на энергоносители и некоторые металлы оставались ниже прошлогоднего уровня в условиях замедления роста мировой экономики.

Нефтяной экспорт. Стоимостный объем экспорта нефти и нефтепродуктов в IV квартале уменьшился на 14% при снижении цены нефти марки Urals более чем на 7%. Негативный ценовой эффект усилился из-за времен-

¹ В разделе о платежном балансе указаны предварительная оценка его показателей в IV квартале 2019 г. и фактические данные о международных резервах.

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

Рис. 3.1.17

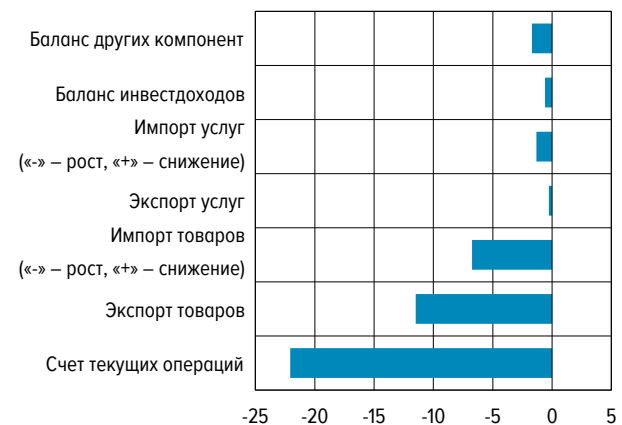


Источники: Всемирный банк, Bloomberg, Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

СТРУКТУРА ПРИРОСТА САЛЬДО СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ В IV КВАРТАЛЕ 2019 ГОДА*

Рис. 3.1.18

(млрд долл. США к соответствующему кварталу предыдущего года)

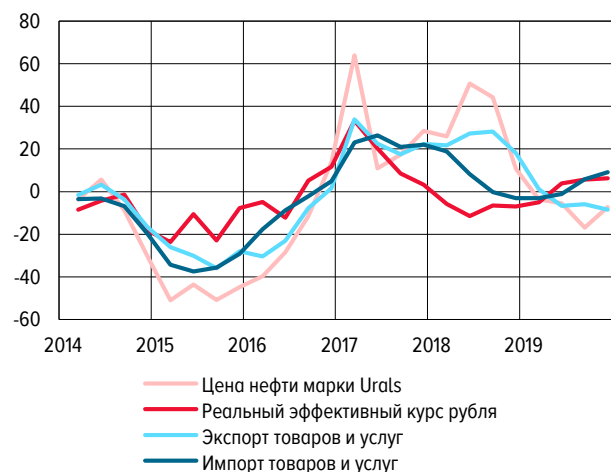


* Оценка за IV квартал 2019 года.
Источник: Банк России.

ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ

Рис. 3.1.19

(в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



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

ного лага 1–2 месяца, с которым изменение мировой цены нефти отражается в экспортных ценах на нефть и нефтепродукты. Таким образом, в IV квартале на стоимостном объеме экспорта сказались и более значительное годовое падение мировой цены нефти в августе-сентябре. Кроме того, сдерживало экспорт снижение добычи нефти в России в связи с договоренностями ОПЕК+. Вместе с тем физический объем экспорта нефти и нефтепродуктов, по оперативным данным ФТС России, в октябре-ноябре 2019 г. расширился на 3% в основном за счет увеличения поставок в Турцию, что произошло благодаря улучшению ситуации в экономике этой страны и переориентации ее импорта нефти с Ирана, попавшего под санкции, на другие страны. В то же время усилилась конкуренция России с США за рынок ЕС. Однако Россия сохранила лидерство на этом рынке (в январе-ноябре 2019 г.: 29% импорта нефти и нефтепродуктов ЕС, по данным Евростата). На китайском рынке позиции России оставались на хорошем уровне, близком к предыдущему году (в январе-ноябре 2019 г.: 15% импорта нефти Китая, по данным таможенной службы). Рост экспорта из России и Саудовской Аравии компенсировал выпадение поставок в Китай из Ирана и Венесуэлы.

Экспорт газа. Снижение стоимостного объема экспорта природного газа в газобразном состоянии в IV квартале замедлилось до 25 с 32% в III квартале. Во-первых, сказались восстановление цены на газ в Европе (на основном для России рынке). По данным Всемирного банка, она выросла на 29% с III квартала 2019 г., но оставалась на 41% ниже уровня IV квартала 2018 года. Во-вторых, физический объем экспорта газа из России расширился, по данным ФТС, на 9% в октябре-ноябре 2019 года. Приrost обеспечивался в основном за счет увеличения поставок в ЕС на фоне сокращения добычи газа в ЕС. Вклад в расширение экспорта России внес и стремительный рост объема поставок за рубеж сжиженного природного газа (СПГ) (в 2,5 раза в октябре-ноябре 2019 г.). Это было связано с запуском на проектную мощность в конце 2018 г. завода «Ямал-СПГ», а также с началом в 2019 г.

отгрузок СПГ с завода «Криогаз-Высоцк», в частности на внешний рынок.

Ненефтегазовый экспорт. Стоимостный объем ненефтегазового экспорта товаров в IV квартале 2019 г. уменьшился на 3% (в III квартале 2019 г.: +7%). По данным ФТС России, в октябре-ноябре 2019 г. заметно сократился как стоимостный, так и физический объем экспорта черных металлов, алюминия, меди, угля на фоне невысокого внешнего спроса. На слабый внешний спрос в этот период указывал и индекс новых экспортных заказов IHS PMI в обрабатывающих отраслях. Сдерживали российский экспорт и торговые ограничения, в частности со стороны ЕС в отношении российской продукции черной металлургии.

Импорт. Расширение стоимостного объема импорта товаров и услуг в IV квартале 2019 г. ускорилось до 9% (в III квартале: 6%) вслед за укреплением рубля. Годовой темп прироста номинального эффективного курса рубля в IV квартале увеличился до 6% (в III квартале: 4%). Поддержку импорту оказало и ускорение экономического роста России во втором полугодии 2019 года. По данным ФТС, в октябре-ноябре 2019 г. расширился импорт некоторых инвестиционных товаров (машин, промышленного и лабораторного оборудования, арматуры для трубопроводов, котлов, частей железнодорожных локомотивов). В то же время увеличился импорт и ряда потребительских товаров (лекарственных средств, телефонных аппаратов, некоторых видов одежды). Оживление потребительской активности также способствовало росту импорта услуг, в основном туристских, и в итоге расширению дефицита баланса услуг.

Финансовый счет – частный сектор. Чистое кредитование частным сектором России остального мира в IV квартале 2019 г. уменьшилось до 6 млрд долл. США (в IV квартале 2018 г.: 33 млрд долл. США) в основном за счет операций банков. В IV квартале 2019 г. иностранные активы банков снизились, тогда как в IV квартале 2018 г. активы банков выросли на фоне приостановки покупок валюты в рамках бюджетного правила. Сужение сальдо финансовых операций частного сек-

тора в IV квартале 2019 г. было также связано с менее существенным снижением внешних обязательств банков. Иностранные обязательства прочих секторов выросли в IV квартале 2019 г. за счет прямых иностранных инвестиций. В то же время рост иностранных активов прочих секторов был менее значительным, чем в предыдущем году, на фоне меньших, чем годом ранее, объемов прямых вложений (рис. 3.1.20).

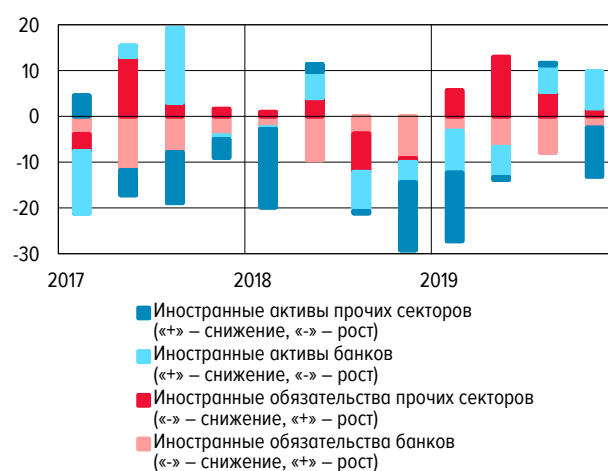
Финансовый счет – государственный сектор. В IV квартале 2019 г. чистое заимствование возросло до более 5 млрд долл. США (в IV квартале 2018 г.: чистое кредитование – 1 млрд долл. США, в III квартале 2019 г.: чистое заимствование – 3,5 млрд долл. США) в условиях усиления интереса нерезидентов к российским ценным бумагам на фоне замедления инфляции и ожиданий смягчения денежно-кредитной политики Банка России. Сальдо операций купли-продажи иностранными инвесторами российских суверенных долговых ценных бумаг на вторичном рынке, номинированных как в российских рублях, так и в иностранной валюте, увеличилось до 4 млрд долл. США (в IV квартале 2018 г.: -1,5 млрд долл. США, в III квартале 2019 г.: +1 млрд долл. США) в основном за счет покупки ценных бумаг, номинированных в рублях.

Международные резервы. Резервные активы за счет операций, отраженных в платежном балансе, в IV квартале 2019 г. выросли на 15 млрд долл. США (в IV квартале 2018 г.: +3 млрд долл. США) (рис. 3.1.21). Основной вклад внесен операциями по покупке валюты в рамках бюджетного правила. В целом, включая вклад операций, переоценок и прочих изменений, международные резервы в течение IV квартала 2019 г. увеличились на 23 млрд долл. США, до 554 млрд долл. США. Действие бюджетного правила, по прогнозу Банка России, приведет к дальнейшему росту международных резервов в 2020 году.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

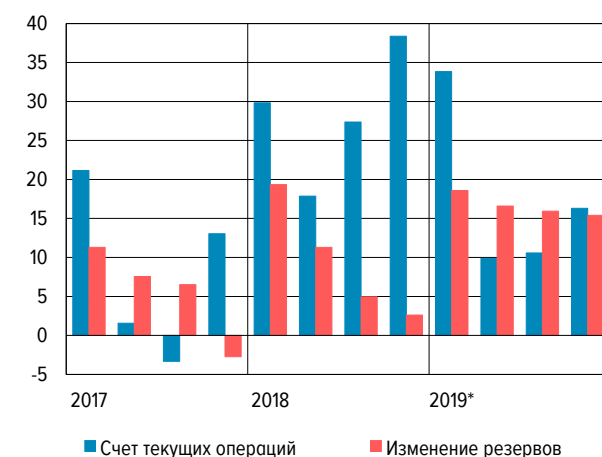
Курс рубля. Рубль после декабрьского Совета директоров Банка России продолжил укрепляться. Основным драйвером было общее укрепление валют СФР на фоне роста

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



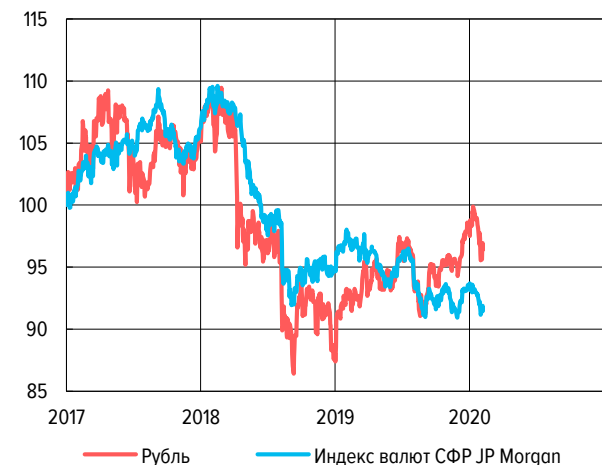
* Оценка за IV квартал 2019 года.
Источник: Банк России.

ДИНАМИКА РЕЗЕРВНЫХ АКТИВОВ И СЧЕТА ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ (млрд долл. США) *Рис. 3.1.21*



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

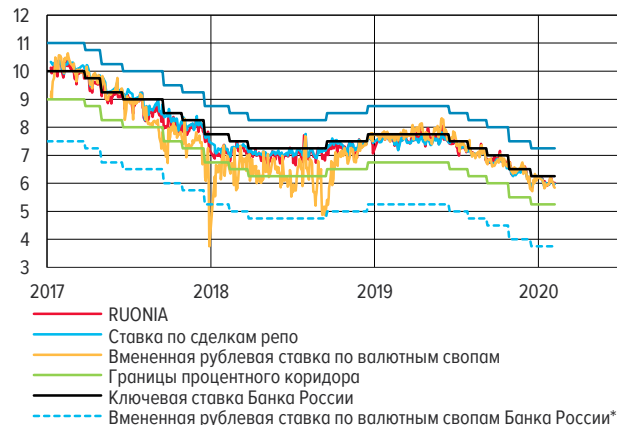
ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США И ИНДЕКСА ВАЛЮТ СФР (100 = 2.01.2017) *Рис. 3.1.22*



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 СЕКТОРЕ
«ВАЛЮТНЫЙ СВОП» К КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ
(п.п.)

Рис. 3.2.2

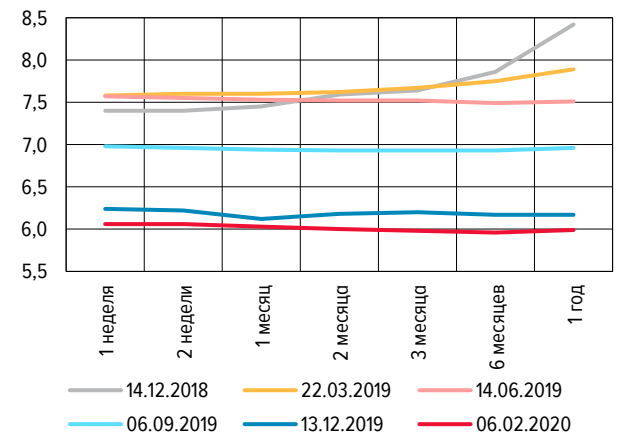


* Временная ставка = ставка размещения рублей – ставка заимствования валюты + LIBOR (с 19.12.2016: ключевая ставка – 1 п.п. – (LIBOR + 1,5 п.п.) + LIBOR = ключевая ставка – 2,5 п.п.).

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.

спроса на риск. В первые дни января укреплению курса также способствовали относительно крупные покупки ОФЗ иностранными инвесторами (20 млрд руб.), которые, вероятно, были связаны с возвращением ранее закрытых позиций (из-за длинных новогодних праздников). Кроме того, в эти дни наблюдались повышенные продажи валюты со стороны экспортеров, что также могло объясняться отложенным спросом на рубли. Однако во второй половине января – начале февраля вспышка коронавирусной инфекции в Китае и последовавшая за ней распродажа на мировых рынках привели к ослаблению рубля, в результате которого курс вернулся к значениям начала декабря 2019 года.

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 в декабре-январе составил -21 б.п. (в IV квартале: -14 б.п.) при колебаниях в интервале от -40 до -2 б.п. (в IV квартале: от -52 до 26 б.п.). Подробно формирование ставок МБК и ситуация с ликвидностью рассмотрены в подразделе 4.2 «Применение системы инструментов и иные меры денежно-кредитной политики».

Валютная ликвидность. Спред ставок в сегментах «валютный своп» и МБК не изменился, в декабре-январе составив -4 б.п. (в IV квартале: 0 б.п.) (рис. 3.2.2). Сохранению низкой стоимости валютных заимствований на российском рынке способствует наличие запаса валютной ликвидности у банков, накопленной во второй половине 2018 – первой половине 2019 года.

Долгосрочные ставки. Ставки денежного рынка на срок более 1 дня снизились по всей кривой (ROISFIX – на 9–22 б.п., Mosprime – на 12–16 б.п.) (рис. 3.2.3, 3.2.4). Небольшое снижение ставок произошло после декабря-

ского решения Совета директоров Банка России снизить ключевую ставку на 25 базисных пунктов.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

В декабре 2019 – феврале 2020 г. ситуация на российском фондовом рынке преимущественно определялась внешними факторами. Наблюдавшийся до середины января рост котировок на фоне общего роста спроса на риск на мировых рынках сменился снижением из-за вспышки коронавирусной инфекции в Китае. Ее дальнейшее влияние на российский рынок на данный момент остается неопределенным и будет зависеть от эффективности борьбы с новой инфекцией.

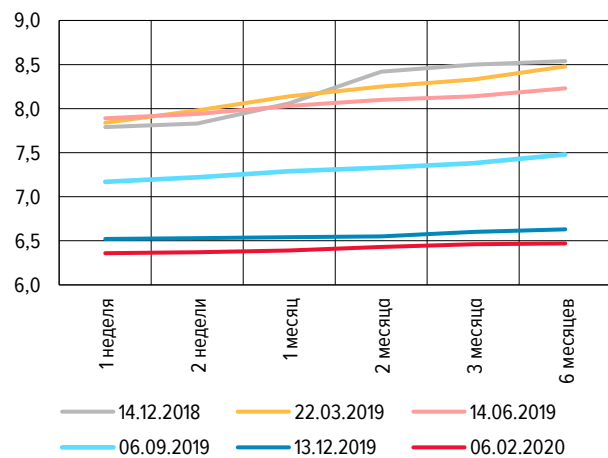
Рынок государственных облигаций.

На рынке государственных облигаций в рассматриваемый период существенных изменений не наблюдалось. Минфин России досрочно выполнил план заимствований на 2019 г. и отменил последний декабрьский аукцион ОФЗ. В I квартале ведомство планирует занять 600 млрд рублей. Первые аукционы 2020 г. прошли достаточно успешно: Минфин России привлек 319,2 млрд руб., из которых 47% выкупили иностранные инвесторы. Кривая доходности ОФЗ продолжила постепенно снижаться, опустившись за рассматриваемый период на 13–30 б.п. в зависимости от срока. Распродажи, связанные с опасениями распространения коронавируса, практически не отразились на рынке ОФЗ, о чем свидетельствует отсутствие крупных продаж со стороны иностранных инвесторов на вторичном рынке.

Рынок корпоративных облигаций. Эмиссионная активность на рынке корпоративных облигаций продолжила восстанавливаться на фоне снижения доходностей и снижения темпов размещения ОФЗ. Снижение доходностей объяснялось преимущественно аналогичной тенденцией на рынке ОФЗ и растущим спросом инвесторов на более доходные бумаги. О последнем, в частности, свидетельствует сокращение спреда между доходностью корпоративных и государственных бумаг до минимума с конца 2018 года.

КРИВАЯ MOSPRIME
(% годовых)

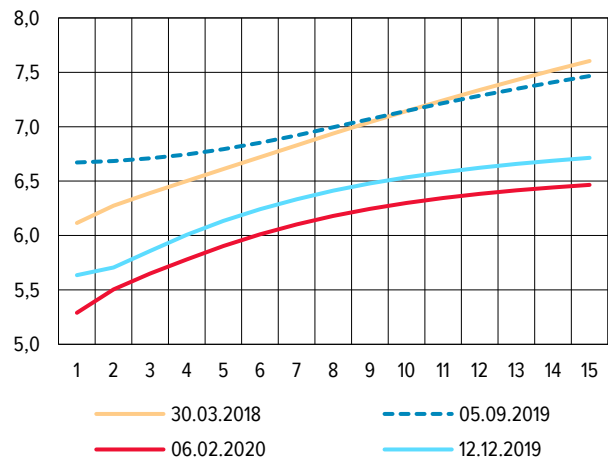
Рис. 3.2.4



Источник: СРО НФА.

КРИВАЯ БЕСКУПОННОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ
(% годовых)

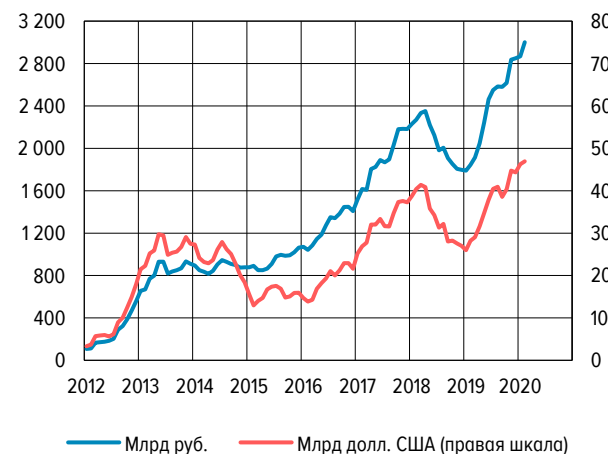
Рис. 3.2.5



Источник: ПАО 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)

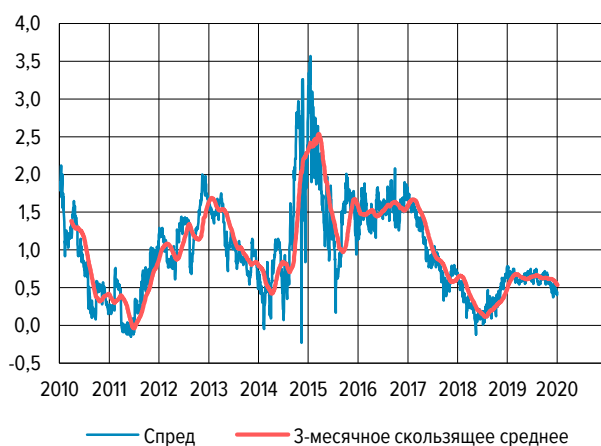
Рис. 3.2.7



Источник: ООО «Сбондс.ру».

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

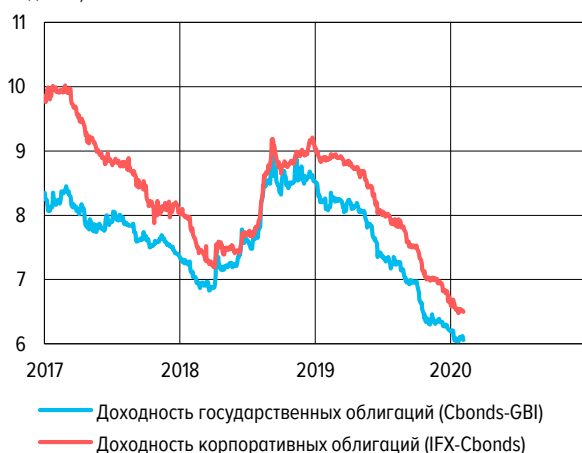
Рис. 3.2.8



Источник: ООО «Сбондс.ру».

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

Рис. 3.2.9



Источник: ООО «Сбондс.ру».

Рынок акций. После декабрьского заседания Совета директоров Банка России индексы акций продолжили рост вслед за мировыми рынками, однако вспышка коронавируса привела к значительному падению спроса на рискованные активы, что в значительной степени отразилось на рынках акций СФР. Так, индекс MSCI EM от январских максимумов снизился на 3,9%, а MSCI Russia – на 8,0%. Индекс МосБиржи, рассчитываемый в рублях, снизился несколько меньше – на 3,8%. В результате по итогам рассматриваемого периода (декабрь 2019 – февраль 2020 г.) индексы акций СФР показали околонулевой рост, и дальнейшая их динамика будет зависеть от степени влияния коронавируса на мировую экономику.

ДЕПОЗИТНО-КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

Депозитные ставки. В IV квартале 2019 г. продолжалось понижение депозитных ставок, сопоставимое со снижением инфляции и доходности облигаций (рис. 3.2.11). В ноябре ставка по краткосрочным рублевым депозитам составила 4,6% годовых, снизившись на 0,5 п.п. по сравнению с сентябрем. Ставка по долгосрочным депозитам за тот же период снизилась на 0,4 п.п., составив 5,8% годовых. В декабре 2019 г. и январе 2020 г. банки – крупнейшие участники депозитного рынка понижали ставки по депозитам, что позволяет ожидать дальнейшего снижения среднерыночной ставки в начале 2020 года.

Депозитные операции. Сохранение положительных реальных ставок по депозитам поддерживало их привлекательность для вкладчиков и способствовало дальнейшему притоку средств населения на депозиты. За 2019 г. депозиты населения увеличились на 9,8%² (максимальное значение годового прироста депозитов с середины 2017 г.).

² 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 долларовой 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.

Основной прирост депозитов населения в последние месяцы года по-прежнему обеспечивали рублевые операции (рис. 3.2.12). Годовой прирост краткосрочных депозитов в ноябре-декабре ускорился (преимущественно за счет вкладов «до востребования», что может объясняться дальнейшим ростом популярности дебетовых карт), но оставался меньше аналогичного показателя по долгосрочным депозитам.

В ноябре-декабре 2019 г. остатки на валютных депозитах населения росли медленно, и годовые темпы их прироста по итогам года сложились несколько ниже аналогичного показателя рублевого сегмента рынка. В сочетании с укреплением рубля это способствовало снижению валютизации депозитов населения до пятилетнего минимума.

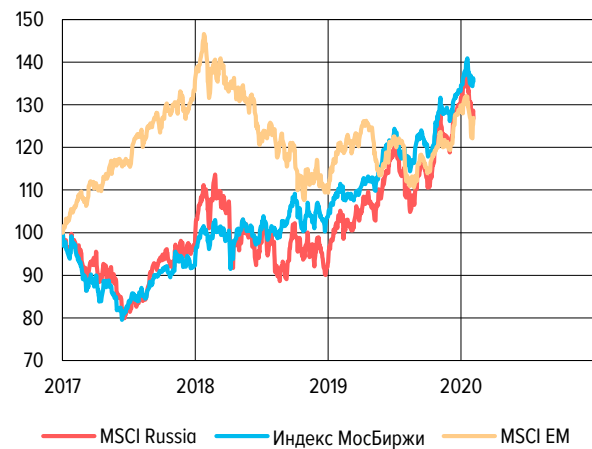
Кредитные ставки. В IV квартале 2019 г. удешевление банковского фондирования способствовало дальнейшему понижению кредитных ставок. Темпы снижения ставок на основных сегментах кредитного рынка были сопоставимы с темпами снижения депозитных ставок (рис. 3.2.11).

Среднерыночная ставка по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям в ноябре составила 8,7% годовых, что на 0,5 п.п. ниже уровня сентября. Ставка по краткосрочным кредитам за тот же период снизилась с 8,3 до 7,8% годовых. Ставка по ипотечным кредитам в декабре достигла нового исторического минимума (9,0% годовых), снизившись на 0,7 п.п. по сравнению с уровнем сентября. В декабре 2019 г. и январе 2020 г. банки продолжали снижать ставки по стандартным кредитным продуктам, что позволяет ожидать дальнейшего снижения среднерыночных кредитных ставок.

Корпоративное кредитование. В IV квартале 2019 г. наметилось повышение качества банковского портфеля корпоративных кредитов. На конец года доля просроченной задолженности в корпоративном кредитном портфеле составила 7,75%, снизившись на 27 б.п. по сравнению с началом октября. На фоне улучшения качества кредитного портфеля наблюдалось дальнейшее оживление в сегменте кредитования отраслей, связанных с бо-

ИНДЕКСЫ АКЦИЙ
(100 = 3.01.2017)

Рис. 3.2.10



Источник: Bloomberg.

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

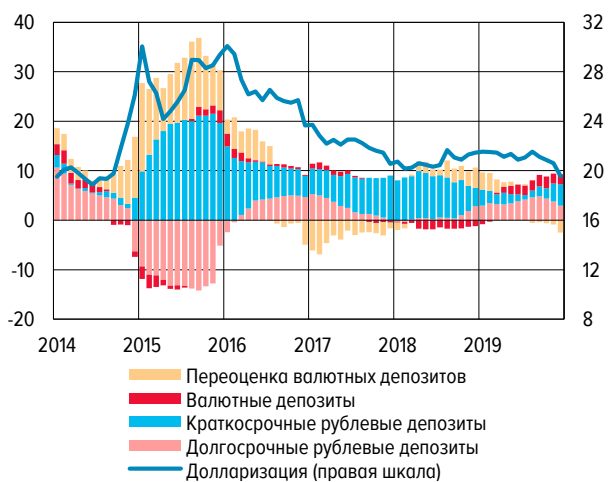
Рис. 3.2.11



Источник: Банк России.

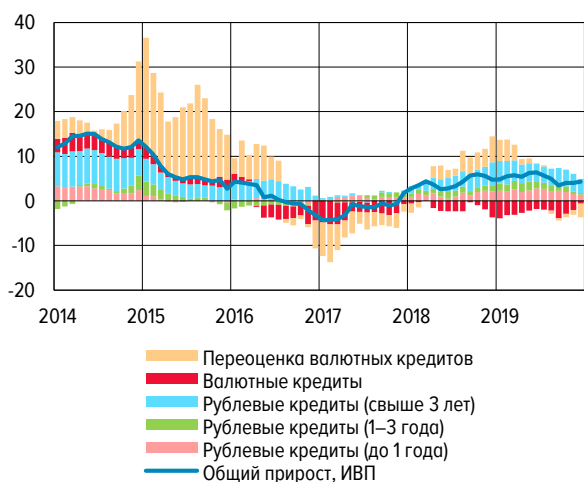
ГОДОВОЙ ПРИРОСТ ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ
(вклад отдельных элементов, п.п.)

Рис. 3.2.12



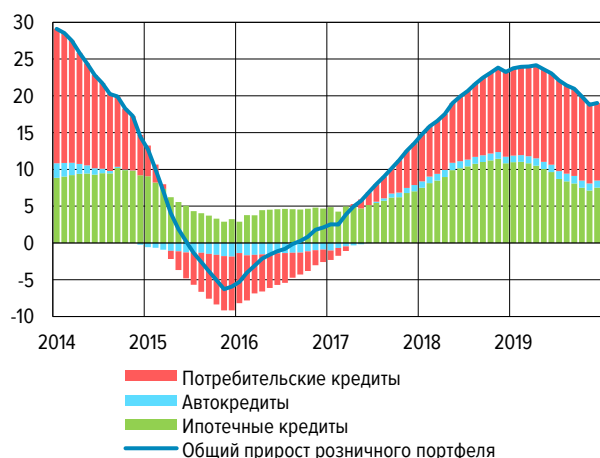
Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

лее высоким уровнем риска (строительство, торговля).

По итогам IV квартала активность участников корпоративного сегмента кредитного рынка несколько увеличилась: годовой темп прироста корпоративного кредитования в конце декабря составил 4,3% против 3,4% в начале октября (рис. 3.2.13).

Розничное кредитование. В розничном сегменте кредитного рынка также наблюдалось устойчивое улучшение качества кредитного портфеля (доля просроченной задолженности к концу года снизилась до 4,3%, достигнув шестилетнего минимума), что способствовало сохранению интереса банков к данному направлению кредитования. Тем не менее годовой прирост кредитования населения продолжал замедляться и на конец года составил 18,5% против 20,7% тремя месяцами ранее. В IV квартале, после вступления в силу надбавок к коэффициентам риска по необеспеченным потребительским кредитам заемщикам с высокой долговой нагрузкой, наибольший вклад в замедление розничного кредитования начал вносить сегмент потребительских кредитов (3.2.14). В начале 2020 г. сохраняется потенциал для дальнейшего замедления роста кредитования населения, прежде всего за счет снижения активности в сегменте потребительского кредитования.

3.3. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ

ВАЛОВОЙ ВНУТРЕННИЙ ПРОДУКТ

Согласно первой оценке Росстата, годовой темп прироста ВВП в 2019 г. составил 1,3% (рис. 3.3.1), что соответствует верхней границе прогнозного интервала Банка России 0,8–1,3%³.

Одновременно с данными за 2019 г. Росстат опубликовал пересмотренную динамику ВВП и его компонент по использованию за 2018 год. Оценка роста выпуска в целом по экономике выросла с 2,3 до 2,5%. Значительный пересмотр коснулся расхо-

³ См. Доклад 4/19.

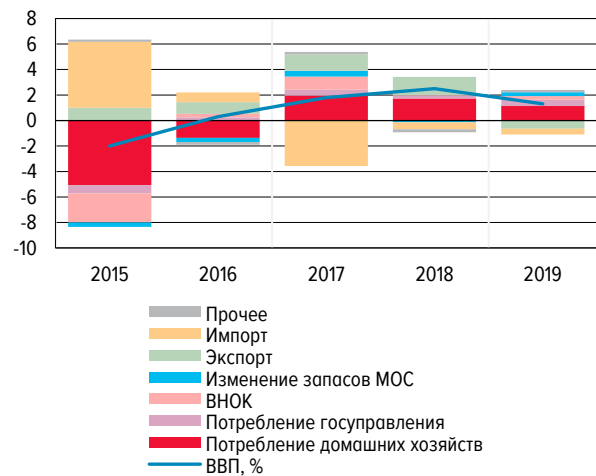
дов на конечное потребление домашних хозяйств (с 2,3 до 3,3%) и государственного управления (с 0,3 до 1,3%). На более высокий по сравнению с предыдущими оценками Росстата рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств указывала динамика оборота розничной торговли и платных услуг населению в 2018 году. Пересмотр вверх потребления органов государственного управления, вероятно, был обусловлен ускорением роста расходов бюджетной системы в 2018 г. по таким статьям, как оплата труда госслужащих, закупка товаров, работ, услуг и так далее. Значительные корректировки в сторону уменьшения коснулись динамики ВНОК (с 2,9 до 0,1%). Предположительно, это было связано с пересмотром вниз темпа прироста валовой добавленной стоимости строительства с 4,7 до 2,6%.

Замедление роста ВВП в 2019 г. на 1,2 п.п. (рис. 3.3.2) было связано с двумя ключевыми факторами. Во-первых, действие ограничений по добыче нефти в рамках соглашения ОПЕК+, а также ослабление внешнего спроса в условиях замедления роста мировой экономики привели к существенному сокращению экспорта российских товаров (-2,1% по отношению к 2018 г.). Во-вторых, несколько замедлилось расширение потребительской активности домашних хозяйств на фоне роста среднегодовой инфляции, главным образом из-за повышения ставки НДС в начале года. В то же время положительное воздействие на рост выпуска оказала динамика ВНОК и накопления запасов МОС, что связано с реализацией национальных проектов и хорошим урожаем.

Основным драйвером роста ВВП в 2019 г. оставалась динамика расходов на конечное потребление. При этом помимо потребления домашних хозяйств, увеличение которого внесло наибольший вклад в рост ВВП в 2019 г., значимо возросли также расходы на конечное потребление органов государственного управления (в 2019 г.: 2,8%, в 2018 г.: 1,3%), что является отражением уверенного роста расходов бюджетной системы в этот период. Положительное и сопоставимое по величине воздействие на рост ВВП также оказали увеличение ВНОК и накопление запасов МОС.

ВВП
(вклад в годовой прирост, п.п.)

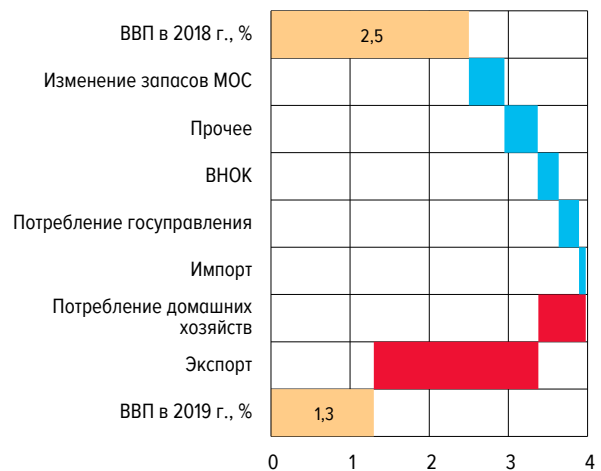
Рис. 3.3.1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ИЗМЕНЕНИЯ ГОДОВОГО
ТЕМПА ПРИРОСТА ВВП
(п.п.)

Рис. 3.3.2



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

Рис. 3.3.3



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Ключевым фактором, сдерживающим рост совокупного выпуска в российской экономике, было снижение экспорта в реальном выражении, преимущественно промежуточных товаров.

Согласно прогнозу Банка России⁴, в I квартале 2020 г. годовой темп прироста ВВП составит 2,0–2,5%. Этому будет способствовать расширение внутреннего спроса. Расходы на конечное потребление домашних хозяйств, по оценкам, увеличатся на 3,0–3,5% в годовом выражении на фоне ускорения роста реальной заработной платы (см. пункт «Рынок труда и доходы»). Под влиянием более активного, чем в I квартале 2019 г., расходования бюджетных средств, в том числе рамках исполнения национальных проектов, темпы прироста ВНОК сложатся на уровне 2,0–2,5%. Расширение внутреннего спроса будет обеспечиваться не только отечественными, но и зарубежными товарами и услугами, что, по оценкам, приведет к увеличению импорта на 6,0–6,5%. В то же время спрос на товары российского экспорта останется сдержанным в условиях замедления мировой экономики и действия ограничений на добычу нефти в рамках соглашения ОПЕК+. Рост экспорта в годовом выражении составит 1,5–2,0%, что в основном будет обусловлено эффектом низкой базы 2019 г. при сохранении незначительных квартальных темпов прироста в 2020 году.

ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ АКТИВНОСТЬ

В IV квартале 2019 г. наблюдалось замедление темпов роста промышленного производства как в годовом, так и в квартальном сопоставлении (SA) (рис. 3.3.3). Основной вклад в него внесли замедление роста выпуска сырья и сокращение производства инвестиционных товаров. Годовые темпы прироста промышленного производства снизились и составили 1,7% в IV квартале против 2,9% кварталом ранее.

⁴ Прогноз Банка России рассчитан на основе квартальных данных Росстата о динамике ВВП и его компонент по использованию, которые не пересматривались и не соответствуют годовым итогам, опубликованным 3 февраля 2020 года. Они будут актуализированы в апреле 2020 года.

Производство сырья. Рост объемов добычи полезных ископаемых (SA)⁵ в IV квартале существенно замедлился (рис. 3.3.4). В результате сокращения внешнего спроса на российский природный газ продолжилось снижение его добычи (SA). При этом заметный отрицательный вклад в динамику экспорта внесло падение поставок газа в Турцию из-за роста конкуренции российского трубопроводного газа с азербайджанским (ввод в эксплуатацию первой фазы проекта Транс-анатолийского газопровода) и СПГ. Выпуск сжиженного газа (SA), оказывавший значимую поддержку добыче полезных ископаемых с начала года, в IV квартале сократился.

Добыча нефти и попутного газа существенно не изменилась относительно III квартала 2019 г. (0,2% SA). С одной стороны, объемы добычи в IV квартале уменьшились после опережающей динамики в августе-сентябре на фоне недоисполнения Россией соглашения ОПЕК+. С другой стороны, определенную поддержку выпуску сырой нефти оказало ожидание принятия решения об исключении газового конденсата из сделки. Значимый положительный вклад в выпуск сырья внесло увеличение добычи руд цветных металлов в ответ на расширение мирового спроса на некоторые их виды. В добыче прочих полезных ископаемых также наблюдался заметный рост, в том числе в добыче камня, песка и глины. Это может свидетельствовать об активизации строительных работ в рамках реализации национальных проектов. Добыча угля после снижения в II–III кварталах 2019 г., обусловленного низкими ценами в Европе, в IV квартале восстановилась.

Указанные тенденции привели к снижению годовых темпов прироста объемов добычи полезных ископаемых с 2,9% в III квартале до 1,3% в IV квартале (рис. 3.3.4).

Производство промежуточных товаров. Выпуск промежуточной продукции (SA) в IV квартале 2019 г. вырос по отношению к уровню III квартала (в среднем: +1%; в III квартале: 0,4%; рис. 3.3.5). Наиболее существенный прирост наблюдался в выпуске нефтепродуктов (3,0% SA), особенно в про-

СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

Рис. 3.3.4



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ТОВАРЫ

Рис. 3.3.5



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

⁵ С исключением сезонного и календарного факторов.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТОВАРЫ

Рис. 3.3.6



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

изготовлении прямогонного бензина, используемого как сырье для нефтехимической промышленности, а также в целлюлозно-бумажном производстве (2,7% SA). Несмотря на близкие к нулю темпы прироста выпуска химической промышленности в целом, ряд ее отраслей в IV квартале 2019 г. продемонстрировал уверенный рост (SA). Так, существенно возросло производство этилена и изготавливаемых из него пластмасс, что связано с вводом в действие крупнейшего в России нефтехимического комплекса «ЗапСибНефтехим», принадлежащего группе «СИБУР». Заметный спад в IV квартале (SA) наблюдался в черной металлургии, что обусловлено полным или частичным завершением строительства газопроводов «Турецкий поток», «Северный поток – 2», «Сила Сибири», а также усилением ограничений на ввоз российской стали со стороны европейских потребителей.

Производство инвестиционных товаров.

Выпуск инвестиционных товаров в IV квартале 2019 г. сократился (SA) и вернулся к уровню II квартала за счет снижения выпуска машиностроительной продукции, преимущественно транспортных средств, за исключением автомобилей (-1,4 п.п.), а также станков (-0,3 п.п.). Уменьшение выпуска транспортных средств, по всей вероятности, было связано во многом со слабой динамикой в производстве летательных аппаратов, в том числе гражданского назначения. На это указывает, в частности, заметное недоисполнение в 2019 г. госпрограммы «Развитие авиационной промышленности на 2013–2025 годы» (по оценкам Минфина России, порядка 40% бюджета программы по состоянию на 1 декабря 2019 г.). Поддержку выпуску инвестиционных товаров в IV квартале 2019 г. оказывало производство механического оборудования, а также электрооборудования.

Производство строительных материалов осталось на уровне III квартала 2019 года. Рост выпуска готовых металлических изделий замедлился. При этом выпуск минеральной продукции продолжил снижаться. По оценкам Банка России, заметный негативный вклад в динамику выпуска строительных материалов внесло производство керамических плиток (-0,3 п.п.), а также изделий

из глины (-0,2 п.п.). Это могло быть обусловлено слабой динамикой в строительстве, на которую указывали, в частности, замедление роста объема перевозок строительных грузов железнодорожным транспортом в октябре и их сокращение в ноябре (рис. 3.3.6).

Производство потребительских товаров.

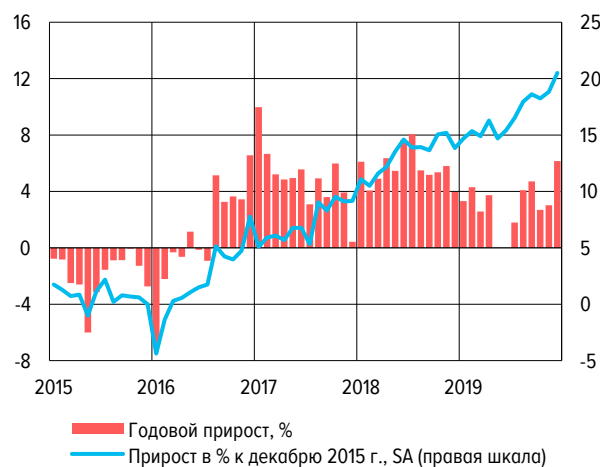
Выпуск потребительских товаров в IV квартале 2019 г. вырос на 1,3% (SA) (в III квартале: 1,9%) (рис. 3.3.7). Основной вклад в его увеличение внесло производство продовольственных товаров, которое наблюдалось непрерывно (SA) начиная с июня 2019 года. Прирост выпуска в среднем за IV квартал составил 2,6% по сравнению со средним уровнем предыдущего квартала. Наибольший вклад в увеличение производства продовольственных товаров внесла динамика выпуска молочной и мясной продукции (масло, сыр, свинина), а также переработки продукции растениеводства (переработка картофеля и овощей, производство сахара).

Выпуск непродовольственных товаров за указанный период сократился (-1,4% SA), компенсировав увеличение предыдущего квартала; при этом его динамика в различных производствах была разнонаправленной. На фоне увеличения реальных доходов населения и расширения спроса наблюдался рост выпуска в секторе производства товаров потребительского назначения. Помимо этого, поддержку отдельным производствам оказал возросший объем экспортных поставок (лекарства). В то же время, несмотря на происходившее оживление спроса, сокращался выпуск отдельных товаров длительного пользования (например, бытовой техники, автомобилей), что было связано преимущественно с реализацией ранее накопленных запасов готовой продукции.

Опросы предприятий. Индекс PMI обрабатывающих отраслей России в январе составил 47,9 пункта, оставшись вблизи уровня прошлого месяца (декабрь: 47,5). Несмотря на слабый рост, индекс остается ниже отметки в 50 пунктов девятый месяц подряд, что свидетельствует о продолжении ухудшения деловых настроений в промышленности (рис. 3.3.8). При этом объемы новых заказов как на внешнем, так и на внутреннем рынках

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ТОВАРЫ

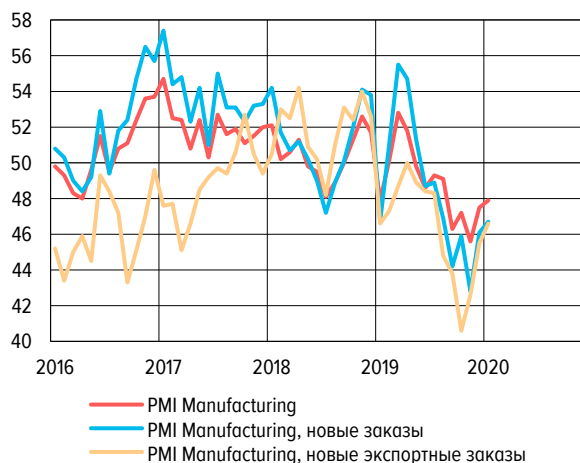
Рис. 3.3.7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ИНДЕКСЫ PMI: ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ СПРОСА НА СВОЮ ПРОДУКЦИЮ (SA)

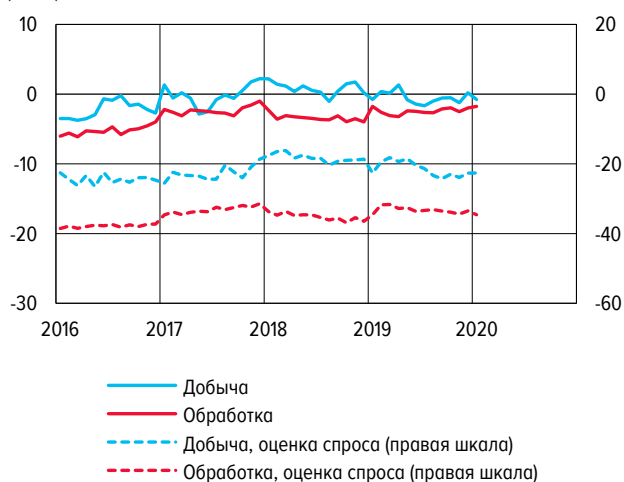
Рис. 3.3.8



Источник: IHS Markit.

ИНДЕКСЫ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ
УВЕРЕННОСТИ РОССТАТА
(%, SA)

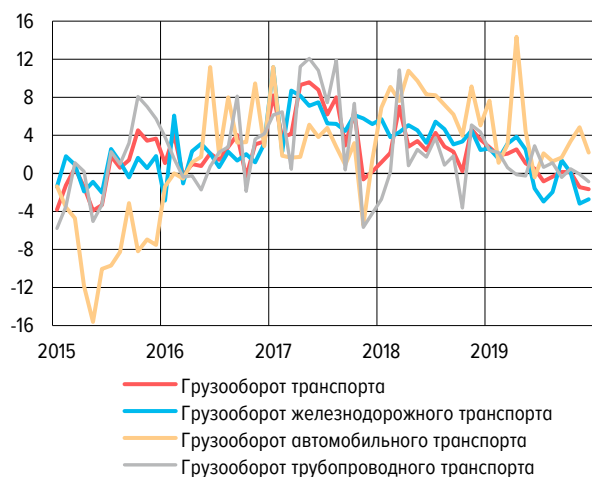
Рис. 3.3.9



Источник: Росстат.

ГРУЗООБОРОТ ТРАНСПОРТА
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)

Рис. 3.3.10



Источник: Росстат.

в январе продолжили снижаться, но темп сокращения замедлился. В то же время прочие опережающие индикаторы в январе продемонстрировали смешанную динамику. На фоне сокращения производства нефти и газа индекс предпринимательской уверенности Росстата в добыче заметно снизился, в то время как в обрабатывающих отраслях показал рост (рис. 3.3.9). Противоречивые сигналы относительно экономической конъюнктуры индексов Росстата и IHS Markit могут быть связаны с разной выборкой опрашиваемых предприятий⁶.

Транспорт. Грузооборот транспорта в IV квартале 2019 г. снизился на 0,9% в годовом выражении (в III квартале: -0,2%) (рис. 3.3.10). При этом динамика грузооборота по видам транспорта носила разнонаправленный характер. Оживление розничной торговли в IV квартале способствовало ускорению роста грузооборота автомобильного транспорта. Грузооборот трубопроводного транспорта демонстрировал околонулевую динамику. Поддержку ему оказало открытие в декабре 2019 г. газопровода «Сила Сибири». В то же время заметный отрицательный вклад в динамику общего показателя внес грузооборот железнодорожного транспорта, который показал падение три месяца подряд. Сокращение железнодорожных грузоперевозок было связано со снижением экспортных поставок угля и черных металлов на фоне слабого внешнего спроса.

Сельское хозяйство. Высокий урожай ряда сельскохозяйственных культур, в том числе зерна, подсолнечника, сахарной свеклы, тепличных овощей, а также высокие темпы роста производства продукции животноводства способствовали увеличению выпуска в сельском хозяйстве в IV квартале 2019 г.,

⁶ Расхождение в результатах опросов Росстата и IHS Markit обусловлено как разной выборкой опрашиваемых предприятий, так и несовпадением методологии расчетов.

по оценкам, на 4–5%⁷. В декабре 2019 г. рост сельскохозяйственного производства продолжился, что связано с увеличением выпуска свинины и молока.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

По оценкам Банка России, годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в IV квартале 2019 г., как и кварталом ранее, составил 0,8% (рис. 3.3.11). Поддержку росту оказали укрепление рубля во втором полугодии 2019 г. и смягчение денежно-кредитных условий. При этом рост инвестиционной активности был обусловлен увеличением государственных и инфраструктурных инвестиций, в том числе в рамках реализации национальных проектов. Вместе с тем вклад частных инвестиций в основной капитал в годовой темп прироста инвестиций в IV квартале 2019 г., как и в II–III кварталах, по оценкам, был отрицательным (рис. 3.3.12). В 2020 г. реализация отложенного инвестиционного спроса, а также продолжение смягчения денежно-кредитных условий окажут поддержку динамике частных инвестиций, в результате чего их рост может возобновиться.

Динамика косвенных индикаторов инвестиционной активности в декабре 2019 г. свидетельствовала о сохранении тенденции роста инвестиций в основной капитал. В начале текущего года рост инвестиционного спроса, вероятнее всего, продолжился, на что указывают увеличение импорта машиностроительной продукции и рост перевозок строительных материалов железнодорожным транспортом. По оценкам, в I квартале 2020 г. поддержку инвестиционной активности продолжит оказывать исполнение национальных проектов.

Слабый рост инвестиций в основной капитал в IV квартале 2019 г. и близкий к нулю рост прочих компонент нашли отражение в динамике ВНОК. Его рост в IV квартале 2019 г. оценивается на уровне 0–0,5% в годовом выражении.

ИНДИКАТОРЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Рис. 3.3.11

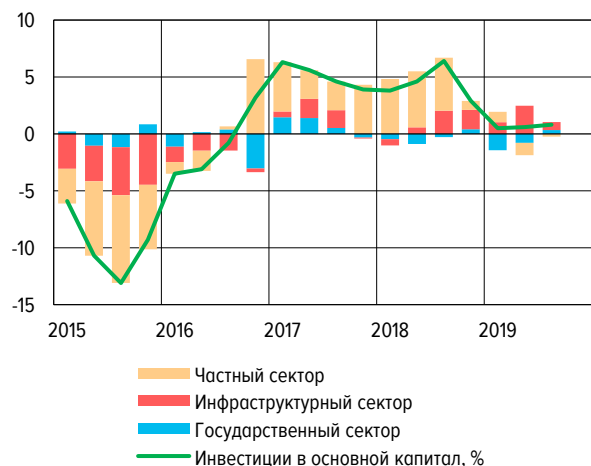


*IV квартал 2019 г. — оценка Банка России.
Источники: Росстат, ФТС, ОАО «РЖД», расчеты Банка России.

ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ

(вклад в годовой прирост, п.п.)

Рис. 3.3.12



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

⁷ Согласно данным Росстата, опубликованным 7 февраля 2020 г. (после заседания Совета директоров Банка России), темп прироста производства продукции сельского хозяйства в IV квартале 2019 г. составил 5,3%, что близко к оценкам Банка России.

САЛЬДИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ
РЕЗУЛЬТАТ ПО ВИДАМ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
(трлн руб.)

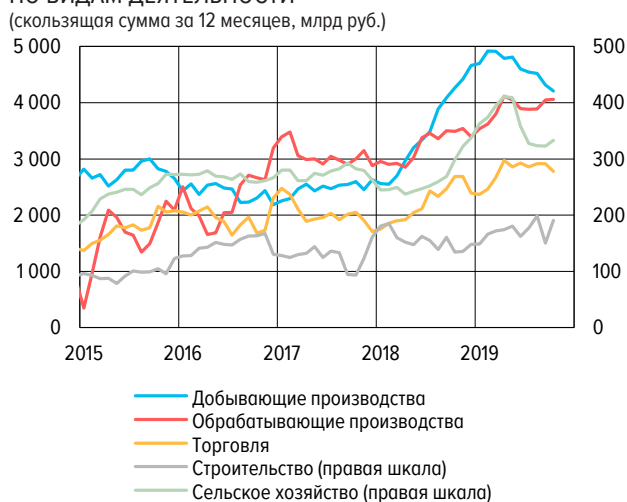
Рис. 3.3.13



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

Рис. 3.3.14



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИЙ

Финансовый результат. Темп роста сальдированного финансового результата продолжает замедляться, но признаки стабилизации динамики уже появились. Темп роста накопленного финансового результата за скользящий год в ноябре составил 11% (здесь и далее – изменения к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное) против 14% в октябре (рис. 3.3.13).

Согласно накопленным данным с начала 2019 г., в ноябре темп роста сальдированного финансового результата несколько ускорился. В частности, за январь-ноябрь 2019 г. прирост финансового результата по всем отраслям составил 9,1% (в январе-октябре: 8,5%; пиковое значение в январе-апреле: 51,4%). Отраслевая структура динамики финансового результата в целом осталась прежней, но тенденции в отдельных отраслях изменились относительно периода января-сентября (рис. 3.3.14). Так, в ноябре еще больше снизился финансовый результат в добыче (18,6% против 15,3% в январе-сентябре) и в сельском хозяйстве (14,5% против 12,1%). В добыче наиболее значительное падение наблюдалось в добыче угля (-60,9%), в сельском хозяйстве – в отрасли лесоводства и лесозаготовок (-67,8%) и животноводства (-64,3%). В строительстве резкий рост, сформировавшийся к октябрю (84,7%), в ноябре сменился падением на 9,3%. Больше всего (-62,1%) финансовый результат сократился у компаний, выполняющих специализированные работы в строительстве (подготовка строительных площадок, расчистка территорий, разведочное бурение, установка окон и дверей и так далее). В обработке и торговле в январе-ноябре рост несколько замедлился (16,4% против 18,7% и 24,0% против 35,2% соответственно). В ряде секторов обрабатывающей промышленности в январе-ноябре финансовый результат сократился: в частности, в производстве табачных изделий (-15,4%), одежды (-14,2%), кожи и изделий из кожи (-46,6%), бумаги и бумажных изделий (-11%), электрического оборудования (-12,5%) и готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования (-13,1%). В торговле сокращение фи-

нансового результата наблюдалось лишь в сегменте оптовой и розничной торговли автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонте (-12,2%).

Доля прибыльных организаций во всех отраслях оказалась несколько выше, чем годом ранее (71,9% против 71,0%), что в совокупности с более медленным ростом финансового результата может указывать скорее на сокращение маржинальности продаж, чем на сокращение возможностей по реализации продукции.

Суммарный убыток организаций за январь-ноябрь 2019 г. составил почти 1,7 трлн руб., сократившись на 20,8%. Лидерами по темпам роста убытков в январе-ноябре остаются сельское хозяйство (рост в 2,5 раза), водоснабжение, водоотведение (1,3 раза), транспортировка и хранение (1,2 раза), строительство (1,3 раза).

Долг. Объем требований банковской системы к юридическим лицам⁸, включая финансовые организации, в рублях и иностранной валюте за IV квартал 2019 г. вырос на 1,5% (в III квартале: 1,6%). Сохранение положительных темпов роста произошло за счет динамики требований в рублях, которые за октябрь-декабрь 2019 г. продемонстрировали рост на 2,5% (в III квартале: 1,3%). Требования в иностранной валюте за указанный период сократились на 3,6% в рублевом выражении (в III квартале: рост на 3,4%), что объясняется укреплением курса рубля. Рост требований банковской системы к юридическим лицам в IV квартале 2019 г. составил 5,1% в годовом выражении (в IV квартале 2018 г.: 8,4%). При этом уровень долговой нагрузки почти не изменился по сравнению с III кварталом (рис. 3.3.15, 3.3.16): более быстрый рост объемов внутренних требований в рублях относительно темпов роста ВВП компенсировал понижающее давление совокупности прочих факторов.

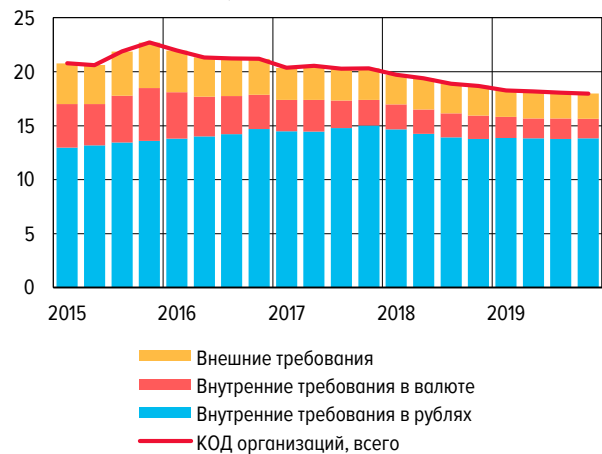
ПОТРЕБЛЕНИЕ И СБЕРЕЖЕНИЯ

Расходы на конечное потребление домашних хозяйств. В III квартале 2019 г. рост

СОВОКУПНАЯ ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОРГАНИЗАЦИЙ

Рис. 3.3.15

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

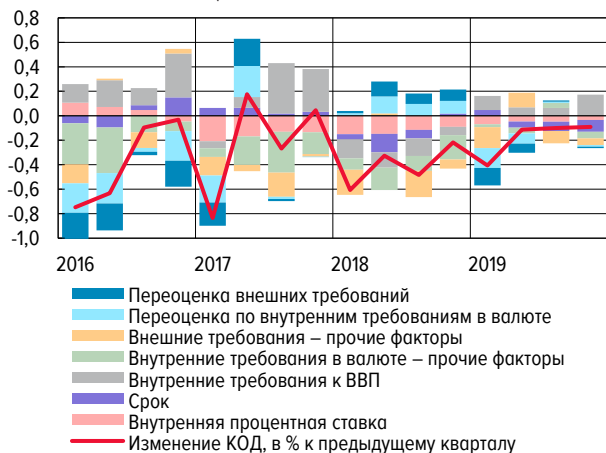


Источник: расчеты Банка России.

ДЕКОМПОЗИЦИЯ ИЗМЕНЕНИЯ СОВОКУПНОЙ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ОРГАНИЗАЦИЙ

Рис. 3.3.16

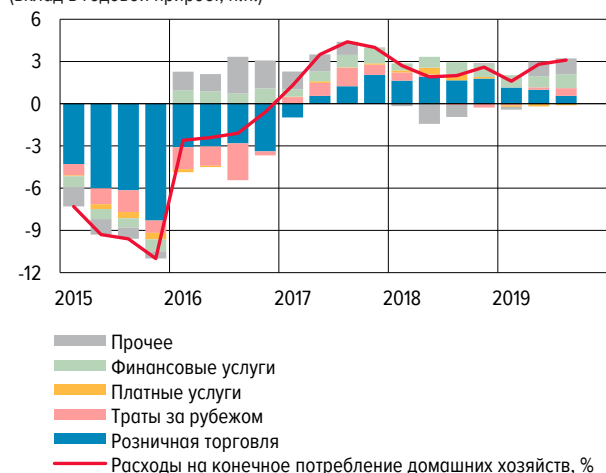
(коэффициент обслуживания долга и вклады факторов в его изменение, % к ВВП)



Источник: расчеты Банка России.

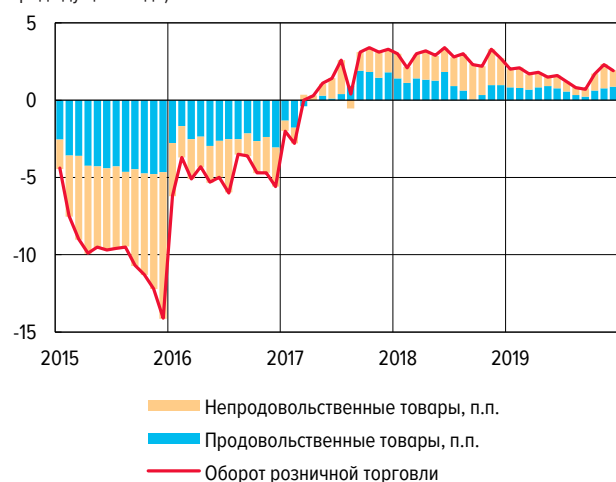
⁸ Включает в себя кредиты и займы, долговые ценные бумаги и прочие требования.

**РАСХОДЫ НА КОНЕЧНОЕ ПОТРЕБЛЕНИЕ
ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ** *Рис. 3.3.17*
(вклад в годовой прирост, п.п.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ *Рис. 3.3.18*
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

расходов на конечное потребление домашних хозяйств ускорился до 3,1% в годовом выражении (в II квартале: 2,8%) (рис. 3.3.17), что превысило оценки Банка России⁹. Расширение потребительской активности происходило в основном за счет увеличения трат населения за рубежом и в иностранных интернет-магазинах, тогда как рост оборота розничной торговли замедлялся. Кроме того, наблюдалось увеличение спроса на финансовые услуги. По оценкам Банка России, в IV квартале 2019 г. рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств замедлился до 2,5–3,0% из-за эффекта высокой базы предыдущего года. Поддержку ему оказывало ускорение роста розничных продаж в указанный период. По итогам 2019 г. рост расходов на конечное потребление домашних хозяйств составил 2,3%.

Оборот розничной торговли. В IV квартале 2019 г. происходило оживление розничной торговли. Годовой темп прироста ее оборота ускорился до 2,0% (в III квартале: 0,9%) (рис. 3.3.18). Это было обусловлено как замедлением инфляции, так и улучшением потребительских настроений на фоне роста доходов населения (см. пункт «Рынок труда и доходы»). Наиболее заметным ускорением роста оборота розничной торговли в годовом выражении было в ноябре и наблюдалось среди непродовольственных товаров (в ноябре: 3,0%, в октябре и декабре: 2,1%). Особенно заметно выросли продажи товаров длительного пользования: мебели, стиральных машин и холодильников. Это могло быть связано с более успешным проведением распродажи в «черную пятницу»¹⁰, чем в предыдущем году. Согласно исследованию GfK, в 2019 г. прирост продаж бытовой техники и электроники в неделю «черной пятницы» по отношению к предыдущей неделе составил 35,3%, что на 5 п.п. выше значения 2018 года.

По оценкам Банка России, на фоне дальнейшего роста доходов и замедления инфляции в I квартале 2020 г. оборот розничной

⁹ В ДодКП 4/19 годовой темп прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств оценивался в 2,0–2,5%.

¹⁰ «Черная пятница» прошла 29 ноября 2019 года.

торговли вырастет на 2,8–3,2% в годовом выражении.

Потребительские настроения. Расширение потребительской активности сопровождалось улучшением потребительских настроений. Значение индекса потребительской уверенности Росстата в IV квартале 2019 г. было максимальным за год. Результаты опроса ООО «инФОМ» также подтверждают улучшение настроений: в октябре 2019 – январе 2020 г. значение индекса потребительских настроений превышало значения предыдущих месяцев¹¹. Отношение респондентов к крупным покупкам было наиболее позитивным с мая 2018 г., а максимальное значение индекса пришлось на ноябрь. Также в значительной мере выросла оценка текущего и будущего изменений личного материального положения респондентов.

Норма сбережений. В IV квартале 2019 г. норма сбережений сохранилась вблизи уровня предыдущего квартала (рис. 3.3.19). По сравнению с началом года она находилась на повышенном уровне, что связано с замедлением роста потребительского кредитования и притоком средств населения во вклады в основном свыше одного года (см. подраздел 3.2)¹².

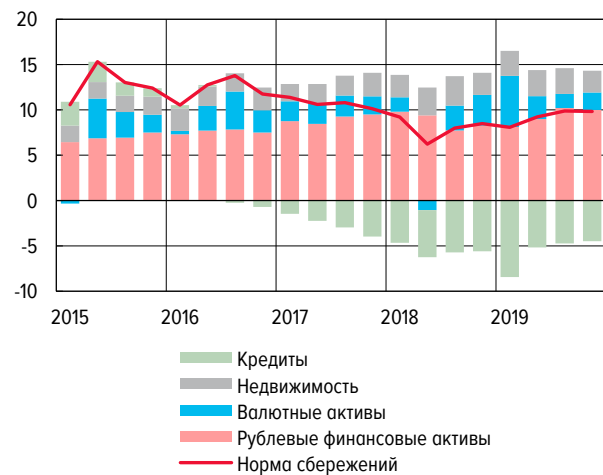
РЫНОК ТРУДА И ДОХОДЫ

Безработица. В октябре-декабре 2019 г. безработица оставалась вблизи средних уровней предыдущих месяцев (4,5–4,6% SA, рис. 3.3.20). По данным опроса IHS Markit PMI, снижение занятости происходило в обрабатывающей промышленности. На это указывает индекс занятости PMI Manufacturing, значение которого на протяжении октября-декабря находилось в отрицательной зоне (47,7–48,0 SA, рис. 3.3.21). В сфере услуг индекс PMI демонстрировал позитивную динамику (51,4–52,1 SA). В целом ситуация на рынке труда существенно не изменилась: динамика опросных индикаторов оставалась

НОРМА СБЕРЕЖЕНИЙ

(в % от располагаемых доходов населения SA)

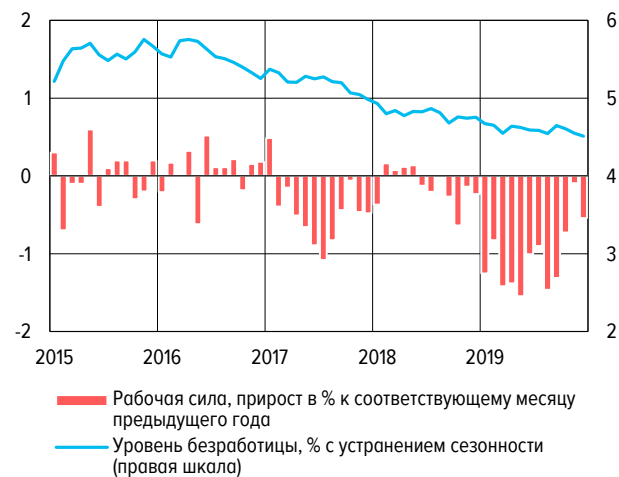
Рис. 3.3.19



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

БЕЗРАБОТИЦА И РАБОЧАЯ СИЛА

Рис. 3.3.20



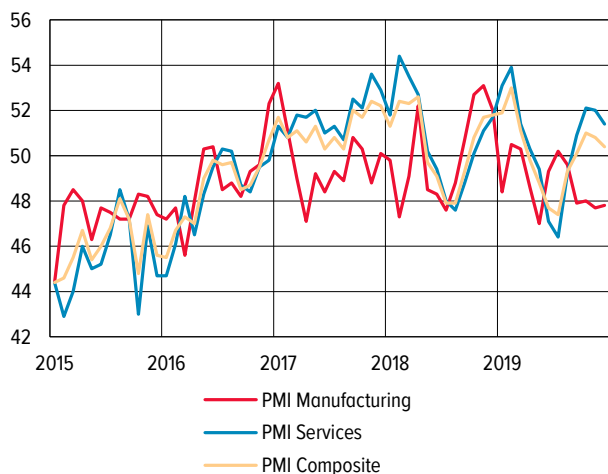
Примечание. Статистика по годовому приросту рабочей силы за 2015 г. в целях сопоставимости приведена без учета Республики Крым и города Севастополь. Источник: расчеты Банка России.

¹¹ См. информационно-аналитический комментарий «Инфляционные ожидания и потребительские настроения» (№ 1 (37), январь 2020 г.).

¹² См. информационно-аналитический материал «О развитии банковского сектора в 2019 году».

PMI В СФЕРЕ ЗАНЯТОСТИ
(SA)

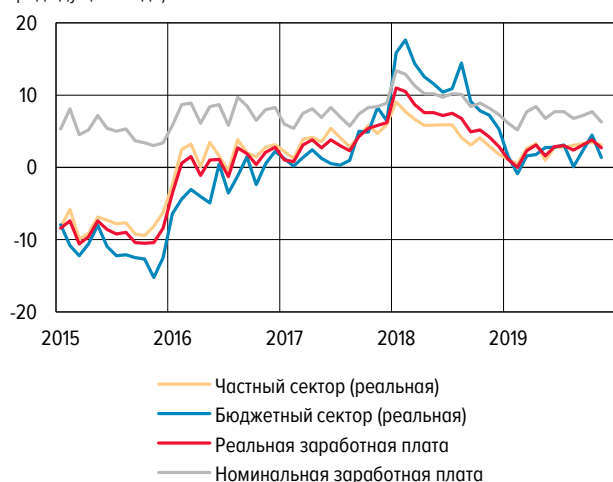
Рис. 3.3.21



Источник: IHS Markit.

ЗАРАБОТНАЯ ПЛАТА
(прирост в % к соответствующему месяцу
предыдущего года)

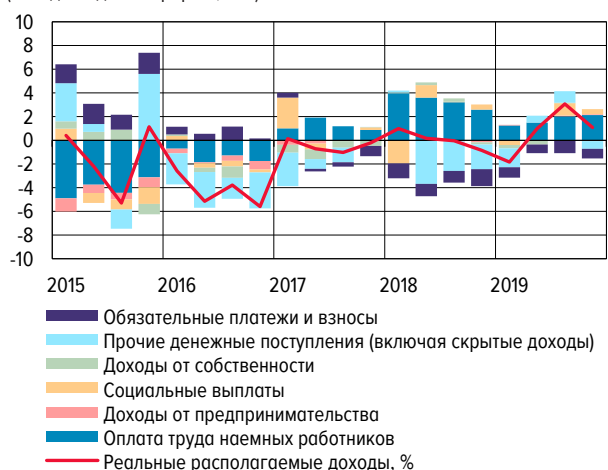
Рис. 3.3.22



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

Рис. 3.3.23



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

в рамках своей волатильности, и значимых структурных изменений не наблюдалось.

Заработная плата. Реальная заработная плата в октябре-ноябре 2019 г. увеличилась на 2,7–3,8% в годовом выражении (рис. 3.3.22). Опережающим темпом росла реальная заработная плата в бюджетном секторе в октябре, что связано преимущественно с индексацией оплаты труда госслужащих и военных на 4,3% с 1 октября 2019 г., а также со смещением сезонности части выплат (с ноября на октябрь). Годовой рост в частном секторе остался на уровне сентября. По оценкам Банка России, в среднем за 2019 г. прирост реальной зарплаты составит 2,5–3,0%. В I квартале 2020 г. ожидается ускорение роста до 3,5–4,0% за счет дальнейшего замедления роста цен, а также динамики трудовых доходов в бюджетном секторе, основным фактором которой будет индексация заработной платы работникам социальной сферы и культуры на 5,4%¹³.

Доходы населения. В IV квартале 2019 г. рост реальных располагаемых доходов населения замедлился до 1,1% в годовом выражении (рис. 3.3.23). Это произошло за счет сокращения прочих поступлений (включая скрытые доходы), а также замедления роста социальных выплат. При этом основной вклад в рост доходов продолжала вносить динамика оплаты труда наемных работников.

3.4. ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

С сентября и до конца 2019 г. бюджетная политика стимулировала внутренний спрос. Однако по итогам 2019 г. бюджетный сектор внес отрицательный вклад в экономическую динамику из-за жесткой политики в первом полугодии. Федеральный бюджет в 2019 г. исполнен с профицитом 1,8% ВВП. Ненефтегазовый дефицит федерального бюджета по сравнению с 2018 г. сократился на 0,6 п.п. ВВП, до 5,4% ВВП. При этом в начале 2019 г. планировалось, что по итогам 2019 г. раз-

¹³ См. «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов».

мер нефтегазового дефицита федерального бюджета составит 6,0% ВВП¹⁴.

Недоисполнение расходов федерального бюджета за 2019 г. составило 281 млрд руб., в том числе по национальным проектам – 150 млрд рублей. Остатки бюджетных средств на счетах в банковской системе в 2019 г. в среднем были выше, чем в 2018 году. Покупки валюты в рамках бюджетного правила в 2019 г. составили 46 млрд долл. США. Минфин России полностью выполнил программу заимствований на 2019 год. По итогам года государственный федеральный долг составил 12,4% ВВП, в том числе внешний – 3,1% ВВП.

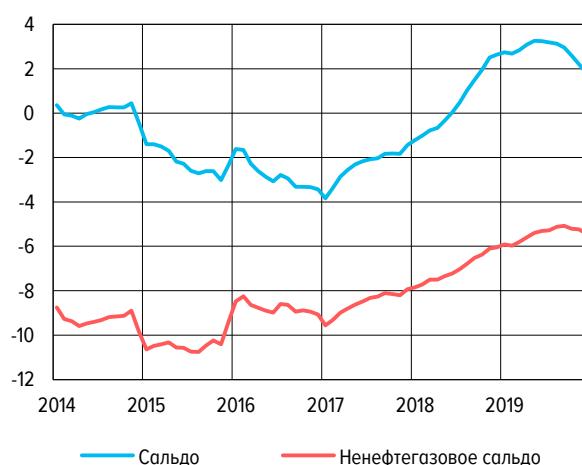
Макроэкономические эффекты бюджетной политики. В сентябре-декабре бюджетная политика положительно влияла на экономическую активность. Активизация капитальных государственных расходов во втором полугодии 2019 г. оказала поддержку инвестиционной активности в III–IV кварталах 2019 года. Проведенная в сентябре-октябре индексация зарплат в бюджетном секторе внесла положительный вклад в динамику доходов населения и, как следствие, расходов домохозяйств на конечное потребление в IV квартале 2019 года. Поддержку спросу со стороны домохозяйств в 2020 г. окажут проведенные в январе индексации страховых пенсий (на 6,6%) и зарплат в социальной сфере (в среднем – на 5,4%). По оценкам Банка России, в 2020 г. бюджетный импульс будет находиться в положительной области.

Пакет мер социально-демографического характера, озвученный в Послании Президента Федеральному Собранию Российской Федерации 15 января 2020 г., в основном будет способствовать росту потребления домашних хозяйств в 2020 году.

Федеральный бюджет. Оценка исполнения федерального бюджета в декабре 2019 г.¹⁵ указывает на сохраняющийся с сентября стимулирующий характер бюджетной политики. Однако по итогам 2019 г. вклад в совокупный спрос и инфляцию был сдер-

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

Рис. 3.4.1



Источники: Росказна, расчеты Банка России.

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

Табл. 3.4.1

	2017 г.	2018 г.	Ноябрь 2019 г.	Декабрь 2019 г.
Консолидированный бюджет				
Доходы	33,8	35,8	35,9	
Расходы	35,3	32,9	33,5	
Сальдо	-1,5	2,9	2,4	
Федеральный бюджет				
Доходы	16,4	18,6	18,4	18,4
Нефтегазовые доходы	6,5	8,6	7,4	7,2
Дополнительные нефтегазовые доходы (сверхдоходы)	0,9	4,1	2,8	2,7
Ненефтегазовые доходы	9,9	10,0	10,9	11,2
Расходы	17,9	16,0	16,2	16,6
Сальдо	-1,4	2,6	2,2	1,8

Источники: Росказна, расчеты Банка России.

¹⁴ В соответствии с Федеральным законом от 29.11.2018 № 459-ФЗ «О федеральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов».

¹⁵ Оперативный отчет об исполнении федерального бюджета на 1.01.2020 (Росказна).

ИСПОЛНЕНИЕ РАСХОДОВ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА НА НАЦИОНАЛЬНЫЕ ПРОЕКТЫ В 2019 ГОДУ (%)

Рис. 3.4.2



Источники: Росказна, Минфин России, расчеты Банка России.

живающим. На это указывает снизившийся на 0,6 п.п. ВВП ненефтегазовый дефицит, который составил 5,4% ВВП (рис. 3.4.1). Недоисполнение расходов федерального бюджета за 2019 г. составило 281 млрд руб., в том числе по национальным проектам – 150 млрд рублей. Поступления ненефтегазовых доходов превысили план на 120 млрд рублей. Профицит федерального бюджета в IV квартале продолжил сокращаться и на конец 2019 г. достиг 1,8% ВВП (табл. 3.4.1). Сокращение профицита происходило из-за замедления роста доходов и ускорения исполнения расходов. В 2019 г. годовой прирост расходов (+8,9%) был выше прироста доходов (+3,7%). Замедление годового прироста доходов (после +7,5% в конце III квартала 2019 г.) было обусловлено ускорением падения нефтегазовых доходов (до -12,1% в годовом выражении) вследствие более низкой, чем годом ранее, цены нефти. Годовой темп прироста расходов в IV квартале 2019 г., напротив, ускорился и по итогам года был особенно высоким по статьям «Образование и здравоохранение» (+22,2%) и «Национальная экономика» (+17,6%). Исполнение расходов на национальные проекты по итогам 2019 г. составило 91,4% от годового плана¹⁶. В IV квартале 2019 г. расходы федерального бюджета на исполнение национальных проектов составили 42% от годового объема, в том числе в декабре – 21% от итоговой суммы. По итогам года высокий процент исполнения (более 95%) сложился по национальным проектам: «Культура», «Наука», «Здравоохранение», «Демография», «Безопасные и качественные автодороги» (рис. 3.4.2). Вместе с тем в капиталоемких проектах исполнение было слабым – «Международная кооперация и экспорт» (89%), «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры» (88%), «Цифровая экономика» (73%), «Экология» (66%) (рис. 3.4.2).

¹⁶ Предварительные данные об исполнении расходов федерального бюджета на реализацию национальных проектов (Минфин России, от 17.01.2020).

Бюджет расширенного правительства.

В ноябре 2019 г. профицит бюджетной системы за скользящий год снизился до 2,4% ВВП¹⁷ (в конце III квартала: 3,3% ВВП) (табл. 3.4.1). Одной из причин стало снижение профицита региональных бюджетов (рис. 3.4.3). В ноябре этот показатель продолжил снижение до 0,2% ВВП с максимального уровня 0,9% ВВП, достигнутого в апреле. По итогам ноября 2019 г. темп роста расходов бюджета расширенного правительства ускорился в годовом выражении до 8,0% (в конце III квартала: 7,4%), в том числе темп роста инвестиционных расходов¹⁸ составил 15,6%. Рост доходов замедлился до 5,6% (в конце III квартала: 8,6%). Снижение темпов роста поступлений по налогу на прибыль (до 11,3%) и налогу на доходы физических лиц (до 8,0%) привело к замедлению роста ненефтегазовых доходов (до 11,1%) по итогам 11 месяцев 2019 г. Однако доля поступлений в ВВП по основным ненефтегазовым налогам за 11 месяцев 2019 г. оказалась больше, чем за аналогичный период 2018 г. (рис. 3.4.4).

Остатки средств на счетах в банковской системе. В декабре органы бюджетной системы сокращали остатки средств в банковской системе для финансирования бюджетных расходов (рис. 3.4.5). В частности, почти в два раза снизился объем средств, размещенных в кредитных организациях Федеральным казначейством (см. подраздел 4.2). Тем не менее по итогам 2019 г. рублевые остатки средств расширенного правительства увеличились, что связано с неполным исполнением расходов бюджета.

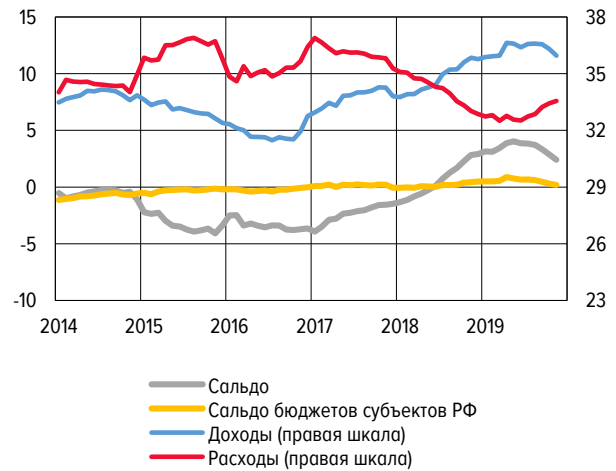
Фонд национального благосостояния.

Объем средств ФНБ на 1.01.2020 составил 125,6 млрд долл. США (7,1% ВВП в 2019 г.), в том числе ликвидная часть – 99,1 млрд долл. США (5,6% ВВП, рис. 3.4.6). На специальном валютном счете федерального бюджета на 1.01.2020 накоплено 46,2 млрд долл.

¹⁷ Ежемесячный отчет Федерального казначейства «Об исполнении консолидированного бюджета Российской Федерации и бюджетов государственных внебюджетных фондов» на 1.12.2019.

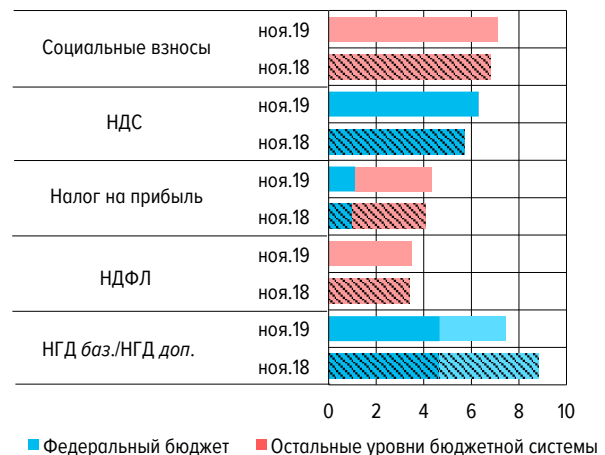
¹⁸ Расходы на капитальные вложения в объекты государственной собственности.

САЛДО КОНСОЛИДИРОВАННОГО БЮДЖЕТА Рис. 3.4.3
(скользящая сумма за 12 месяцев, % ВВП)



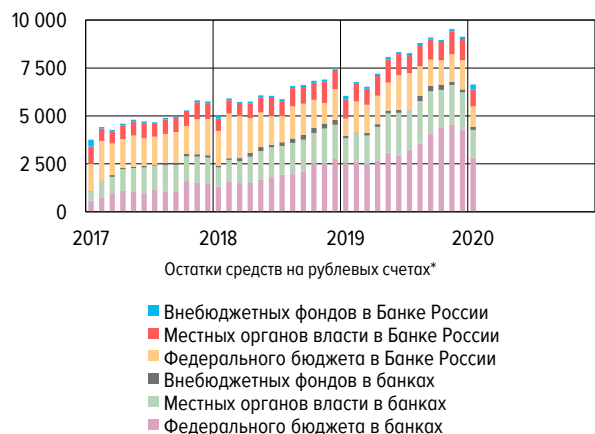
Источники: Росказна, расчеты Банка России.

ДОХОДЫ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ ПО ОСНОВНЫМ ВИДАМ НАЛОГОВ Рис. 3.4.4
(январь-ноябрь, % ВВП)



Источники: Росказна, Минфин России, расчеты Банка России.

ОСТАТКИ СРЕДСТВ БЮДЖЕТНОЙ СИСТЕМЫ НА РУБЛЕВЫХ СЧЕТАХ В БАНКАХ И БАНКЕ РОССИИ Рис. 3.4.5
(млрд руб.)

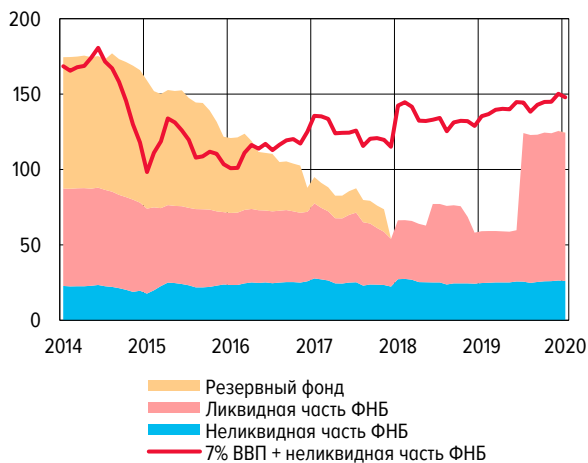


* По данным формы банковской отчетности 0409301 «Отдельные показатели, характеризующие деятельность кредитной организации» и баланса Банка России. Источник: Банк России.

ОБЪЕМ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

(млрд долл. США)

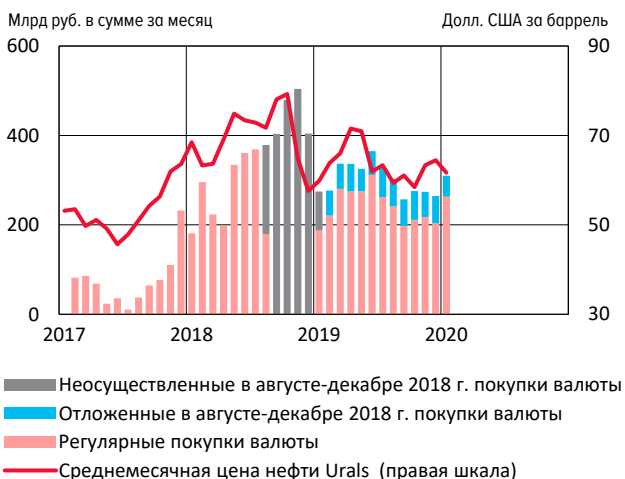
Рис. 3.4.6



Источники: Минфин России, расчеты Банка России.

ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ В ЦЕЛЯХ ПОПОЛНЕНИЯ ФНБ

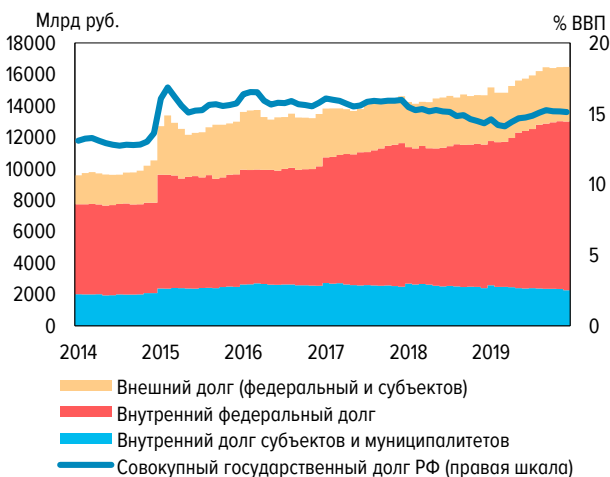
Рис. 3.4.7



Источники: Минфин России, Банк России.

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Рис. 3.4.8



Источник: Минфин России.

США (2,6% ВВП) от осуществленных в рамках бюджетного правила покупок валюты в раз- мере дополнительных нефтегазовых доходов 2019 г. (рис. 3.4.7). После перечисления этой суммы в ФНБ (в середине 2020 г.) ликвидная часть ФНБ превысит порог 7% ВВП, что позволит инвестировать средства ФНБ в иные разрешенные финансовые активы.

Государственный долг. По данным Минфи- на России, объем совокупного федерального государственного долга Российской Федерации в 2019 г. увеличился на 7,8% по сравне- нию с предыдущим годом и составил 12,4% ВВП, что на 0,3 п.п. ВВП выше, чем год назад (рис. 3.4.8). Рост совокупного федерального долга произошел за счет внутреннего долга (+10,8% по сравнению с 2018 г.). Внешний фе- деральный долг, несмотря на рост в долларо- вом выражении (+11,6%), при переводе в на- циональную валюту практически не изменил- ся вследствие укрепления рубля и составил 3,1% ВВП.

В 2019 г. Минфин России выполнил годо- вой план по заимствованиям, разместив ОФЗ на 2,08 трлн рублей¹⁹. На I квартал 2020 г. Минфин запланировал размещение на 600 млрд рублей.

¹⁹ Федеральный закон № 459-ФЗ от 29.11.2018 «О феде- ральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020–2021 годов» (в редакции от 2.12.2019).

4. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ

4.1. РЕШЕНИЯ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Принятые решения по ключевой ставке. Совет директоров Банка России 7 февраля принял решение снизить ключевую ставку на 25 б.п., до 6,00% годовых.

В период с момента заседания Совета директоров 13 декабря годовая инфляция продолжала замедляться быстрее, чем прогнозировалось. Показатели инфляции, отражающие наиболее устойчивые процессы ценовой динамики в указанный период, по оценкам Банка России, находились вблизи или ниже 3%. На фоне замедления годовой инфляции инфляционные ожидания населения и ценовые ожидания предприятий в целом оставались стабильными. Однако дезинфляционные риски, по оценкам Банка России, в указанный период по-прежнему преобладали над проинфляционными на краткосрочном горизонте, что было прежде всего связано с состоянием внутреннего и внешнего спроса. В этих условиях и с учетом проводимой денежно-кредитной политики Банк России сохранил в феврале прогноз годовой инфляции в 2020 г. в интервале 3,5–4,0%, однако допустил, что в I квартале годовая инфляция может составить около 2%, что ниже, чем прогнозировалось в ДоДКП 4/19.

При этом в период с декабря Банк России также продолжал учитывать при принятии решений по ключевой ставке возможные проинфляционные риски, связанные с тенденциями на продовольственном рынке, а также с влиянием на инфляцию реализованного с июня 2019 г. смягчения денежно-кредитной политики.

Банк России также отметил по итогам февральского решения, что важными факторами неопределенности на горизонте 2020 г. являются ситуация с распространением коро-

навируса и график исполнения бюджетных средств.

В конце 2019 – начале 2020 г. продолжилось смягчение денежно-кредитных условий, чему в том числе способствовали принятое в декабре Советом директоров решение о снижении ключевой ставки, а также данный по итогам декабрьского заседания сигнал о будущей направленности денежно-кредитной политики. Снижались доходности ОФЗ и депозитно-кредитные ставки.

В IV квартале 2019 г. в основном продолжилось улучшение показателей экономической активности. Поддержку инвестиционной активности в конце 2019 г. оказало ускоренное увеличение капитальных расходов бюджета, в том числе в связи с реализацией национальных проектов. Продолжился годовой рост оборота розничной торговли и промышленного производства. Вместе с тем снижение внешнего спроса на товары российского экспорта в условиях замедления роста мировой экономики продолжало сдерживать экономическую активность. В этих условиях в феврале Банк России сохранил прогноз роста ВВП в 2020–2022 гг. в целом без изменений. При этом Банк России также отметил, что реализация заявленных в январе дополнительных социальных мер не окажет существенного проинфляционного влияния на прогнозном горизонте.

Денежно-кредитная политика на среднесрочном горизонте. С учетом принятого в феврале решения ключевая ставка достигла нижней 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%). При развитии ситуации в соответствии с базовым прогнозом Банк России допускает возможность дальнейшего снижения клю-

чевой ставки на ближайших заседаниях. 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 4/19 ожидания рынка по ключевой ставке в целом изменились незначительно. На декабрьском заседании Совета директоров Банк России снизил ключевую ставку до 6,25% (на 25 б.п.). По итогам заседания Банк России также указал на то, что дезинфляционные риски по-прежнему преобладают над проинфляционными на краткосрочном горизонте, и отметил в своем сигнале, что будет оценивать целесообразность дальнейшего снижения ключевой ставки в первом полугодии 2020 года. В этих условиях большинство аналитиков и участников финансового рынка по-прежнему ожидали дальнейшего снижения ключевой ставки до 6,00% годовых в I квартале 2020 г. и ее сохранения на данном уровне до конца 2020 года.

В январе – начале февраля по мере развития ситуации в мировой и российской экономике и выхода новых данных по динамике инфляции постепенно росла доля участников финансового рынка, ожидающих снижения ключевой ставки уже в феврале. В результате непосредственно перед февральским решением по ключевой ставке большинство аналитиков и участников финансового рынка ожидали снижения ключевой ставки на предстоящем заседании на 25 б.п., до 6,00% годовых.

Ожидания участников финансового рынка в отношении дальнейшей траектории ключевой ставки Банка России находили 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.

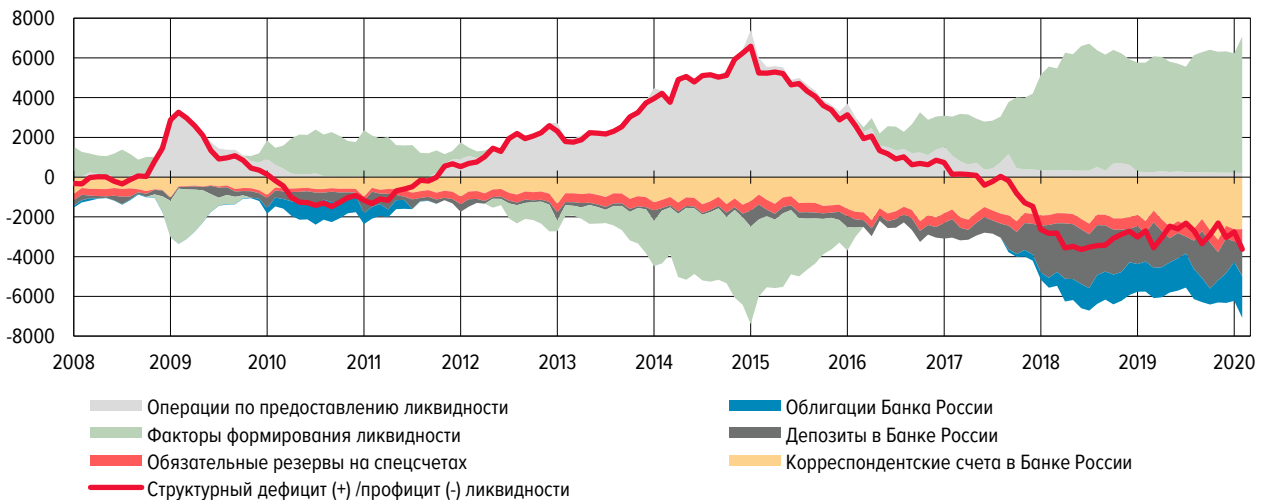
Структурный профицит ликвидности в декабре 2019 – январе 2020 г. увеличился с 3,0 до 3,6 трлн руб. (рис. 4.2.1, табл. 4.2.1). На конец 2019 г. его величина составила 2,8 трлн руб., что ниже прогноза Банка России, который составлял 3,6–3,9 трлн рублей. Основным фактором отклонения был меньший, чем ожидалось, приток ликвидности по бюджетному каналу в декабре. Прогноз Банка России предполагал, что в том случае, если часть запланированных на 2019 г. бюджетных расходов будет перенесена на 2020 г. и последующие годы, Федеральное казначейство может увеличить объем средств, предлагаемых к размещению на депозиты в банках. Однако за декабрь задолженность кредитных организаций по этим операциям уменьшилась в два раза.

Еще одним фактором отклонения фактического уровня профицита от прогнозного было несколько запаздывающее выполнение банками усреднения обязательных резервов. В начале периода усреднения на стратегии банков оказывали влияние ожидания снижения ключевой ставки на заседании Совета директоров Банка России 13 декабря. После принятого решения по ключевой ставке банки постепенно увеличивали остатки средств на своих корсчетах. С учетом сезонной смещенности бюджетных расходов на последнюю неделю года, а также того, что после праздников до конца периода усреднения обязательных резервов оставалась еще одна неделя, остаток средств на корсчетах банков на конец года составил 2,6 трлн руб., что на 0,3 трлн руб. выше прогноза Банка России.

Операции по счетам бюджета. В декабре фактором притока ликвидности был сезонно высокий объем операций по бюджетным счетам. Однако увеличение расходов не в полной мере компенсировало их запаздывающий характер в течение года. Одновременно Фе-

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

Рис. 4.2.1



Источник: расчеты Банка России.

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ И ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЛИКВИДНОСТИ
(трлн руб.)

Табл. 4.2.1

	Декабрь 2019 г.	Январь 2020 г.
1. Факторы формирования ликвидности	-0,1	0,9
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции*	0,3	0,5
– изменение наличных денег в обращении	-0,4	0,4
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и операции по покупке монетарного золота	0,0	0,0
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0
2. Изменение свободных банковских резервов (корреспондентских счетов)	0,2	0,0
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России и КОБР	-0,3	0,9
4. Изменение задолженности по операциям рефинансирования Банка России (4 = 2 + 3 – 1)	0,0	0,0
Структурный дефицит (+) / профицит (-) ликвидности (на конец периода)	-2,8	-3,6

* 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.

деральное казначейство и бюджеты субъектов Российской Федерации значительно снизили объем размещенных в банках депозитов и требований по иным операциям по управлению временно свободными остатками бюджетных средств. Так, в декабре задолженность кредитных организаций по операциям Федерального казначейства уменьшилась с 3,2 до 1,6 трлн рублей.

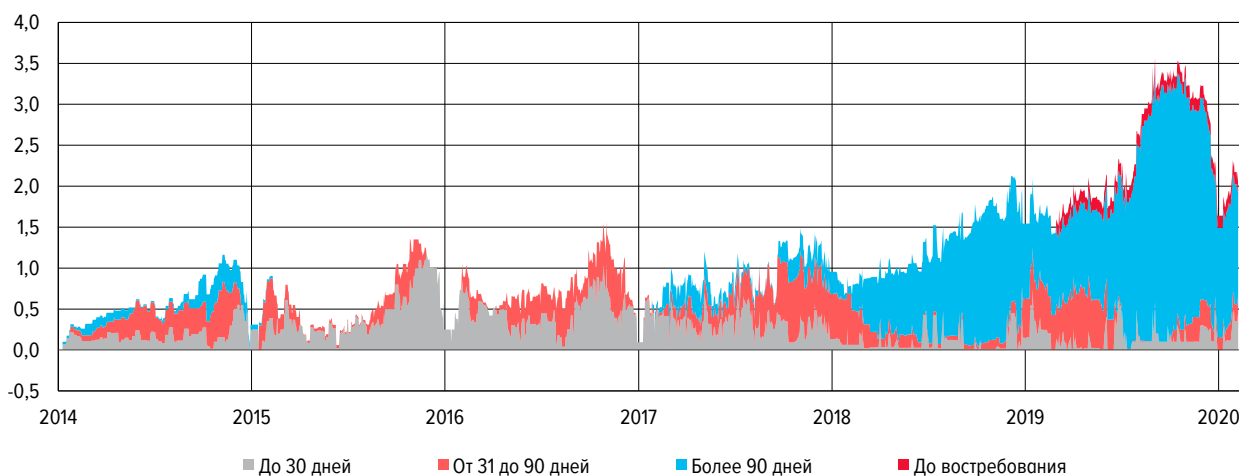
В начале 2020 г. Федеральное казначейство возобновило постепенное увеличение объемов размещения средств в банки – к концу января приток ликвидности составил 0,5 трлн рублей. Кроме того, около 0,1 трлн руб. вернулось в банки в результате опера-

ций Минфина России с ОФЗ – объем погашения с учетом выплаты купонного дохода был больше объема размещения государственных ценных бумаг в этот период. Расходы бюджетной системы и поступления средств в банки за счет возвратов НДС в январе 2020 г. сформировались на более высоком уровне, чем в предыдущие годы. В совокупности, указанные операции превысили отток средств за счет крупных налоговых платежей клиентов банков.

Наличные деньги в обращении. В декабре увеличение объема наличных денег в обращении способствовало оттоку ликвидности из банков. Динамика показателя боль-

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

Рис. 4.2.2



Источники: Федеральное казначейство, расчеты Банка России.

СТАВКА RUONIA И ПРОЦЕНТНЫЙ КОРИДОР БАНКА РОССИИ
(% годовых)

Рис. 4.2.3



Источник: Банк России.

шую часть месяца была близка к значениям предыдущего года. Однако в последний день декабря сформировался приток ликвидности в банки. При этом в январе 2020 г. поступило средств на аналогичную величину меньше. Возможно, учет кассовой выручки предприятий розничной торговли прошел несколько раньше, чем обычно. Как следствие, отток ликвидности в декабре и приток средств в январе за счет изменения объема наличных денег в обращении оказались несколько ниже прогноза.

Применение системы инструментов денежно-кредитной политики. Банк России

продолжил постепенное увеличение объема размещения купонных облигаций (КОБР) в целях абсорбирования устойчивой части структурного профицита ликвидности банковского сектора. В декабре 2019 – январе 2020 г. банки нарастили вложения в данный инструмент на 0,6 трлн рублей. С учетом сложившейся конъюнктуры на денежном рынке и объема спроса на КОБР со стороны кредитных организаций в январе 2020 г. Банк России изменил подход к установлению минимальной цены КОБР на аукционах по их размещению (доразмещению). Минимальная цена КОБР новых выпусков будет устанавливаться

СТРУКТУРНЫЙ ПРОФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ И СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Рис. 4.2.4



Источник: расчеты Банка России.

на уровне, равном 100% от номинальной стоимости, что предполагает отсутствие премии к ключевой ставке Банка России.

Прогноз структурного профицита ликвидности на конец 2020 г. составляет 3,4–3,9 трлн рублей. В последующие годы, как и ранее, ожидается некоторый рост профицита, связанный с дальнейшим проведением отложенных в 2018 г. покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках реализации механизма бюджетного правила.

Достижение операционной цели денежно-кредитной политики. Краткосрочные ставки в сегменте МБК денежного рынка формировались в нижней половине процентного коридора вблизи ключевой ставки Банка Рос-

сии (рис. 4.2.3). Средний спред в декабре-январе составил -21 б.п. (в IV квартале: -14 б.п.) при колебаниях в интервале от -40 до -2 б.п. (в IV квартале: от -52 до 26 б.п.).

Расширение спреда в отдельные периоды происходило на фоне запаздывающего выполнения банками усреднения обязательных резервов, в том числе в результате ожиданий снижения ключевой ставки на заседании Совета директоров Банка России. В конце декабря после крупных налоговых выплат спред сузился. Однако в начале января в связи с сезонным притоком средств по бюджетному каналу и за счет динамики наличных денег в обращении он снова несколько расширился.

ВРЕЗКИ

**ОБ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ЭФФЕКТАХ МЕР В 2020–2024 ГГ. ИЗ ПОСЛАНИЯ
ПРЕЗИДЕНТА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ ФЕДЕРАЛЬНОМУ СОБРАНИЮ**

В Послании Президента Федеральному Собранию Российской Федерации 15 января 2020 г. (далее – Послание) был предложен ряд мер социально-демографического характера, направленных на повышение рождаемости, уровня жизни, благосостояния семей с низкими доходами, улучшение в области образования и здравоохранения. Наиболее значимые меры с точки зрения бюджетной и социально-демографической политики и объема необходимых для реализации расходных ассигнований приведены в таблице 1 и на рисунке 1.

В зависимости от способа финансирования расходов, направленных на исполнение мер, указанных в Послании, будет различаться их конечное влияние на ВВП¹. Далее приведены оценки влияния указанных мер в условиях, когда их финансирование не ведет к увеличению налоговой нагрузки.

Доплаты классным руководителям (5 тыс. руб. в месяц), обеспечение горячим питанием и расширение бюджетных мест в школах и медицинских вузах окажут влияние на ВВП в силу особенностей расчета этого показателя по доходам. Поэтому непосредственное влияние этой меры на ВВП 2020 г. составит +110 млрд руб., или около 0,09–0,1% ВВП. При этом возможны положительные вторичные эффекты.

Выплаты на детей в возрасте от 3 до 7 лет – социальный трансферт, влияние которого на ВВП может отразиться через рост потребительского спроса, часть которого уйдет в импорт, а часть – в рост потребительских цен. Использование мультипликатора совокупных государственных расходов указывает на то, что эта мера приведет к увеличению ВВП на 70–80 млрд руб., или около 0,06–0,07% ВВП.

Пакет мер в области демографии может оказать более комплексное влияние на ВВП, причем не только в 2020 г., но и в последующие годы. Ряд получателей материнского капитала 2020 г. распорядятся им в последующие годы, при этом распорядившиеся используют не весь максимально возможный лимит (рис. 2, табл. 2). В среднем за 2011–2018 гг. фактическое использование средств получателями, распорядившимися материнским капиталом, составляло 85–86% (табл. 2) от максимально возможного объема средств. В 2010–2019 гг. фактическое исполнение объема расходов бюджета на предоставление материнского капитала относительно плана составляло 94–95%, заметное сни-

**ОБЪЕМ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ БЮДЖЕТНЫХ РАСХОДОВ НА РЕАЛИЗАЦИЮ
СОЦИАЛЬНО-ДЕМОГРАФИЧЕСКИХ МЕР В 2020–2024 ГГ. СОГЛАСНО ПРОЕКТУ
ИЗМЕНЕНИЙ В ФЕДЕРАЛЬНЫЙ ЗАКОН ОТ 02.12.2019 №380-ФЗ «О ФЕДЕРАЛЬНОМ БЮДЖЕТЕ
НА 2020 ГОД И НА ПЛАНОВЫЙ ПЕРИОД 2021 И 2022 ГОДОВ»**
(февраль 2020 г.)*

Табл. 1

№	Социально-демографические меры	Оценка дополнительных расходов бюджета в 2020–2024 годах	
		2020 г.	2020–2024 гг.
1	Введение материнского капитала при рождении первого ребенка в размере 466,6 тыс. руб.	122 млрд руб.	1,2 трлн руб.
2	Повышение материнского капитала при рождении второго ребенка на 150 тыс. руб. – с 466,6 до 616,6 тыс. руб.		
3	Социальное пособие на детей в возрасте 3–7 лет в размере ½ прожиточного минимума ребенка в регионе (≈ 5,5 тыс. руб.) и полного прожиточного минимума (≈ 11 тыс. руб.) с 2021 года	159 млрд руб.	1,4 трлн руб.
4	Меры в сфере образования (дополнительные выплаты в размере 5000 руб. классным руководителям, обеспечение бесплатным горячим питанием учеников начальных школ, расширение бюджетных мест в школах и медицинских вузах и другое), налоговый инвестиционный вычет и прочие	112 млрд руб.	1,5 трлн руб.
Итого дополнительные расходы бюджета		393 млрд руб.	4,1–4,2 трлн руб.

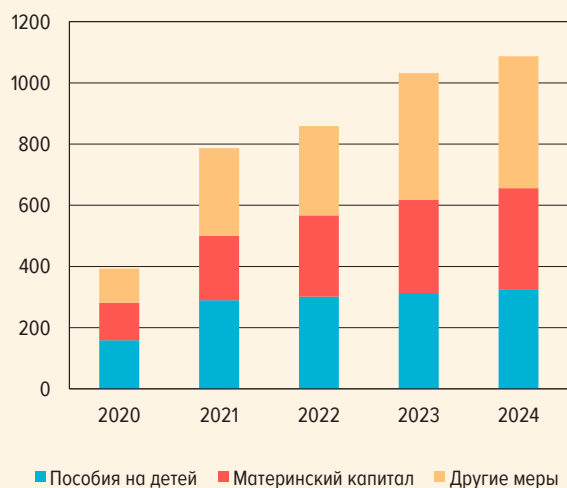
* По оценкам Минфина России.

Источники: Администрация Президента Российской Федерации (kremlin.ru), Минфин России.

¹ *Дополнительные расходы могут быть профинансированы как за счет повышения собираемости основных налогов и неналоговых доходов, так и за счет привлечения заимствований или использования переходящих остатков средств бюджетной системы.*

ОБЪЕМ И СТРУКТУРА ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ
БЮДЖЕТНЫХ РАСХОДОВ НА РЕАЛИЗАЦИЮ
СОЦИАЛЬНО-ДЕМОГРАФИЧЕСКИХ МЕР

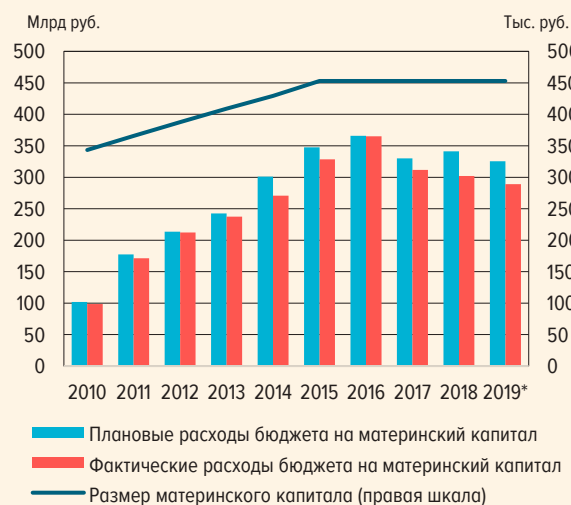
Рис. 1



Источник: Минфин России.

БЮДЖЕТНЫЕ РАСХОДЫ НА МАТЕРИНСКИЙ
КАПИТАЛ

Рис. 2



* Оценка.

Источники: ПФР, Росказна, Росстат, расчеты Банка России.

ПОКАЗАТЕЛИ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ МАТЕРИНСКОГО КАПИТАЛА
В 2011–2018 ГОДАХ

Табл. 2

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Число детей, родившихся вторыми в семье, тыс. человек	647	694	701	728	737	727	652	622
Выдано сертификатов на материнский капитал, тыс. единиц	700	724	787	823	1 041	925	727	698
Число распорядившихся материнским капиталом, тыс. человек	521	643	700	767	798	848	855	855
Отношение фактических расходов бюджета на материнский капитал к максимально возможному, %	89,9	85,2	83,0	82,2	90,9	95,1	80,5	78,0

Источники: ПФР, Росказна, Росстат, расчеты Банка России.

жение уровня исполнения этих расходов наблюдалось в последние годы из-за оптимистичных предположений о уровне рождаемости, заложенных в бюджет (рис. 2).

Учитывая эти факты, изменения в параметрах выплаты материнского капитала обойдутся бюджетной системе примерно в 120–130 млрд руб. в 2020 г. (табл. 1, пункты 1–2). На эту же величину вырастет благосостояние (богатство) домохозяйств в 2020 г., но непосредственно в сферу потребления или инвестиций эти средства в полном объеме в 2020 г., скорее всего, не попадут.

Влияние на ВВП будет зависеть от модели потребительского поведения. При равномерном расходовании прироста богатства эффект на ВВП в 2020 г. составит 7–10 млрд руб. (оценка основана на среднем сроке ипотечного кредита²). Если же весь прирост богатства будет направлен на потребление или инвестиции в жилищное строительство в текущем году, то это может привести к дополнительному росту ВВП в 2020 г. на 60–70 млрд руб., или 0,06% ВВП, но это маловероятное развитие событий. Наибольший эффект эти меры окажут, если прирост богатства станет для домохозяйств определяющим при решении о приобретении жилья. В этом случае покупка жилья с использованием кредита приведет к росту спроса на недвижимость, который будет в 3–4 раза больше, чем прирост богатства домохозяйств. Однако затем домохозяйства будут вынуждены обслуживать этот долг, что приведет к снижению их располагаемых доходов.

² При направлении материнского капитала на улучшение жилищных условий в виде погашения ипотечного кредита снижается ежемесячный процентный платеж заемщика, высвобождая дополнительные ресурсы, которые домохозяйства могут направить на потребление или сбережения.

Значимого влияния этих мер на инвестиции в 2020 г. не ожидается. Инвестиции в жилищное строительство могут вырасти в следующие годы из-за увеличения относительной цены жилья и повышения привлекательности жилищного строительства для инвесторов.

По оценкам Банка России, в случае финансирования дополнительных расходов за счет переходящих остатков средств бюджетной системы или привлечения заемных средств совокупный положительный эффект со стороны бюджетной политики за календарный год составит около 190–200 млрд руб., что добавит 0,17–0,18 п.п. к росту ВВП.

К этому эффекту может добавиться вклад со стороны мер по стимулированию инвестиций за счет поощрения применения региональными властями инвестиционного налогового вычета (в виде компенсации 2/3 выпадающих доходов за счет средств федерального бюджета). Однако оценить влияние этой меры на инвестиции достаточно сложно, поскольку отсутствует информация о плановых объемах и структуре бюджетных расходов по этому направлению.

С учетом вероятных временных лагов, связанных с нормативным и законодательным утверждением предложенных мер, их влияние на выпуск начнет проявляться только со второго полугодия 2020 года.

По оценкам Минфина России, финансирование этих обязательств в 2020 г. можно осуществить за счет поступления дополнительных нефтегазовых доходов, перераспределения расходов между статьями в пользу социальных направлений, переходящих остатков от неисполненных расходов 2019 г. и превышения фактическими нефтегазовыми доходами 2019 г. уровня, запланированного в законе о бюджете. Поскольку значительных изменений сальдо бюджетной системы (в % ВВП) в результате подобных корректировок не ожидается, эффект от реализации данных мер на инфляцию в 2020–2022 гг. оценивается ограниченным. Влияние дополнительных бюджетных мер на среднесрочный прогноз будет учтено Банком России после утверждения пакета поправок к Федеральному закону от 02.12.2019 № 380-ФЗ «О федеральном бюджете на 2020 год и на плановый период 2021 и 2022 годов».

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РАЗЛИЧНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЦЕНОВОЙ ДИНАМИКИ

Цель по инфляции – вблизи 4% – определена на основе индекса потребительских цен (ИПЦ) Росстата, рассчитанного по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года¹ (годовая инфляция).

В анализе ценовых процессов Банк России использует также показатели изменения цен по отношению к предыдущему месяцу (здесь и далее значения месячного прироста цен аннуализированы), а также скользящую среднюю инфляцию за 12 месяцев (среднегодовую инфляцию) (рис. 1). Использование различных ценовых индикаторов, каждый из которых обладает особенностями, позволяет получить всестороннюю картину инфляции. Рассмотрим соотношение между указанными показателями на примере изменений цен на все товары и услуги.

Месячная инфляция с исключением сезонности. Показатели месячной инфляции отображают текущую ценовую динамику. Они не подвержены эффекту базы, однако для них характерны систематические колебания внутри года (сезонность), не влияющие на годовую инфляцию. Для того чтобы очистить от них динамику цен на товары и услуги, используется алгоритм коррекции сезонности². Показатели с исключением сезонности (SA) позволяют проводить сравнительный анализ текущей ценовой динамики в отдельные месяцы.

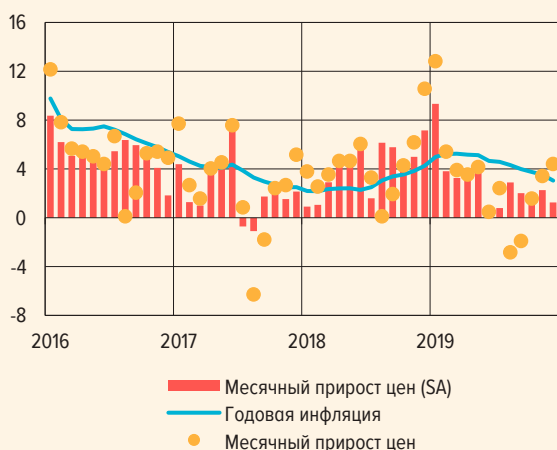
Годовая инфляция. Данный показатель соответствует целевой инфляции и понятен широкой аудитории. Он представляет собой отношение уровня цен в текущем месяце к уровню цен в соответствующем месяце предыдущего года, то есть показывает, на сколько в среднем цены выросли за год. По построению годовая инфляция является суммой 12 месячных приростов цен.

Скользящая средняя инфляция. Для анализа более долгосрочных тенденций в ценовой динамике используется среднегодовой показатель, измеряющий средний уровень цен за последние 12 месяцев к среднему уровню цен за предыдущие 12 месяцев. Он менее подвержен влиянию разовых факторов, эффект от которых исчерпывается в краткосрочном периоде (до года), что достигается усреднением положительных и отрицательных существенных приростов цен за год. Динамика среднегодовой инфляции помогает оценить среднее инфляционное давление за последний год.

У измерения роста цен за длительный период есть особенность. Такие показатели зависят от ценовой динамики за несколько предыдущих периодов. Например, среднегодовая инфляция зависит

ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНФЛЯЦИИ

Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

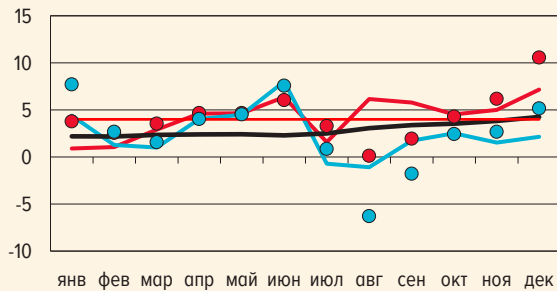
от значений годовой инфляции в последние 12 месяцев, а годовая инфляция, в свою очередь, – от месячных приростов цен за последний год. Текущая ценовая динамика может быть иной. Например, в апреле-декабре 2018 г. месячный прирост цен (SA) сохранялся выше 4% (за исключением июля 2018 г.) (рис. 2). При этом показатель годовой инфляции оставался достаточно стабильным и не превышал 2,5% до июля 2018 г., а среднегодовая инфляция – снижалась. С августа 2018 г. инфляция начала расти и достигла 4% лишь в декабре. Низкий уровень годовой инфляции был связан со значениями месячного прироста цен во второй половине 2017 г.: в июле-августе они были отрицательными (SA), с сентября находились вблизи 2%. Таким образом, ускорение годовой инфляции во второй половине 2018 г. (с 2,5 до 4,3%) в первую очередь было связано

¹ О выборе целевого показателя ценовой динамики см. в подразделе «О денежно-кредитной политике» раздела «Денежно-кредитная политика» сайта Банка России, www.cbr.ru/DKP/about_monetary_policy/inflation.

² См. Обзор методологических особенностей сезонной корректировки индекса потребительских цен в Банке России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 33. Июнь 2018 г., www.cbr.ru/Content/Documents/File/44277/wp33.pdf.

СООТНОШЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МЕСЯЧНОГО
И ГОДОВОГО ПРИРОСТА ЦЕН
В 2017–2018 ГОДАХ

Рис. 2

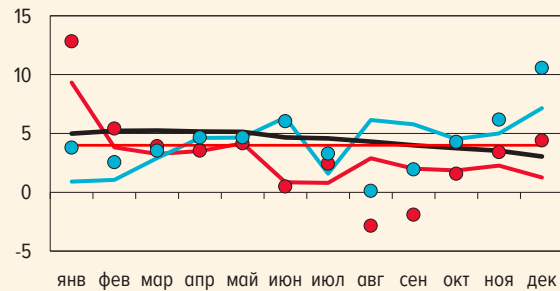


- Месячный прирост цен (SA): 2018 год
- Месячный прирост цен (SA): 2017 год
- Инфляция: 2018 год
- Месячный прирост цен: 2018 год
- Месячный прирост цен: 2017 год

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

СООТНОШЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МЕСЯЧНОГО
И ГОДОВОГО ПРИРОСТА ЦЕН
В 2018–2019 ГОДАХ

Рис. 3



- Месячный прирост цен (SA): 2019 год
- Месячный прирост цен (SA): 2018 год
- Инфляция: 2019 год
- Месячный прирост цен: 2019 год
- Месячный прирост цен: 2018 год

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

с выходом из расчета низких месячных приростов цен 2017 г. при относительно стабильном месячном росте цен (SA) в 2018 году.

Такой же эффект наблюдался в динамике цен в 2019 г. и сохранится в 2020 году. Так, в марте-мае 2019 г. инфляция оставалась относительно стабильной из-за незначительного различия между оценками месячного прироста цен в соответствующие месяцы 2018 и 2019 гг. (рис. 3). С июня годовая инфляция замедлялась по мере выхода из расчета высоких темпов месячного прироста цен в 2018 года. Этот эффект оказывал максимальное влияние на инфляцию в декабре 2019 – январе 2020 г., когда из базы расчета выходил эффект от повышения НДС с 1 января 2019 года. В первой половине текущего года инфляция, по оценкам Банка России, останется низкой из-за учета в ней низких значений месячного прироста цен в июне-июле 2019 года. По мере выхода из расчета низких месячных приростов цен второй половины 2019 г. инфляция начнет ускоряться и достигнет 3,5–4,0% к концу года, при этом среднегодовая инфляция продолжит снижаться в течение практически всего 2020 года. В такой ситуации более оперативным и наглядным индикатором ускорения инфляционного давления и возврата инфляции к 4% будет оценка месячного прироста цен (SA).

ВЛИЯНИЕ ИЗМЕНЕНИЯ СТАВОК АКЦИЗОВ НА ИНФЛЯЦИЮ В 2020 ГОДУ

Налоговый кодекс Российской Федерации предполагает ежегодное изменение ставок акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину для расчета индекса потребительских цен. С 1 января 2020 г. выросли акцизы на бензин, дизельное топливо, сигареты, алкогольную продукцию и легковые автомобили. Кроме того, из-за требований ВТО по созданию равных условий для отечественных и импортных производителей с этого года отменены льготные акцизы на вино и шампанское с защищенными географическим указанием и наименованием места происхождения (табл. 1).

Наиболее значительный рост акцизов ожидается на алкогольную продукцию. Полный перенос повышения акциза в розничную цену алкоголя при прочих равных условиях приведет к росту средних цен на пиво на 0,8%, вино – на 3,5%, крепкие алкогольные напитки – на 1,2%. Вклад в годовую инфляцию составит около 0,08 процентного пункта.

С начала этого года акцизы на сигареты повышены на 2,8%, что при прочих равных условиях приведет к их удорожанию на 1,4%. Учитывая низкий вес сигарет в потребительской корзине для расчета индекса потребительских цен, вклад роста акцизов на табачную продукцию в инфляцию будет незначительным (менее 0,02 п.п.).

Ставки акцизов на моторное топливо в 2020 г. в среднем вырастут на 3,5%. Это приведет к росту цен на бензин на 0,7%, дизельное топливо – на 0,5%. Рост цен на моторное топливо, не превышающий инфляцию, не создаст нежелательных вторичных эффектов со стороны роста издержек производителей. Вклад в годовую инфляцию составит около 0,03 процентного пункта.

С 1 января 2020 г. акцизы на легковые автомобили вырастут на 4,0%, что при прочих равных условиях вызовет повышение розничных цен на автомобили в среднем на 0,2%. Увеличение акцизных ставок на легковые автомобили окажет незначительное влияние на инфляцию.

Совокупный вклад прироста акцизов в годовую инфляцию может составить около 0,15 п.п. (табл. 2).

ИЗМЕНЕНИЕ СТАВОК АКЦИЗОВ И ИХ ДОЛЯ В ЦЕНЕ ПОДАКЦИЗНЫХ ТОВАРОВ

Табл. 1

Подакцизный товар	Темп прироста акциза в 2020 г.	Доля акциза в потребительской цене товара в 2019 г.
Алкогольная продукция, пиво	4,8	17,6
Алкогольная продукция, вино	158,8*	4,2*
Алкогольная продукция, крепкие алкогольные напитки	4,0	31,1
Табачная продукция	2,8	49,5
Автомобильный бензин	3,5	21,1
Дизельное топливо	3,4	15,6
Легковые автомобили	4,0	4,0

* С учетом отмены льготных ставок акцизов на вино и шампанское с защищенными географическим указанием и наименованием места происхождения.

Источники: Росстат, ФНС, Налоговый кодекс РФ, расчеты Банка России.

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН ПОДАКЦИЗНЫХ ТОВАРОВ И ВЛИЯНИЕ НА ИНФЛЯЦИЮ

Табл. 2

Подакцизный товар	Темп прироста потребительской цены в 2020 г., %	Вклад в годовую инфляцию в 2020 г., п.п.
Алкогольная продукция, пиво	0,8	0,01
Алкогольная продукция, вино	3,5*	0,05*
Алкогольная продукция, крепкие алкогольные напитки	1,2	0,02
Табачная продукция	1,4	0,02
Автомобильный бензин	0,7	0,03
Дизельное топливо	0,5	0,00
Легковые автомобили	0,2	0,01
Совокупный вклад в инфляцию		0,15*

* С учетом отмены льготных ставок акцизов на вино и шампанское с защищенными географическим указанием и наименованием места происхождения.

Источники: Росстат, ФНС, Налоговый кодекс РФ, расчеты Банка России.

ПРИЛОЖЕНИЯ

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ В РЕГИОНАХ РОССИИ

В декабре 2019 г. в большинстве регионов продолжилось замедление инфляции, сопровождаемое уменьшением ее региональной неоднородности. Наметившееся с сентября улучшение динамики реальных зарплат в большинстве регионов привело к росту потребительской активности, который оказался более выраженным в субъектах Центрального федерального округа. В ЦФО рост потребительского спроса определял и общую положительную динамику экономической активности в ноябре. В остальных округах она в значительной мере зависела от действия краткосрочных факторов в отдельных отраслях (в первую очередь – в строительстве) и оставалась разнонаправленной. В то же время улучшение динамики реальных зарплат и потребительской активности во всех федеральных округах сопровождалось однородным замедлением потребительского кредитования и не оказывало существенного проинфляционного влияния.

ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЭКОНОМИКИ И ИНФЛЯЦИИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ОКРУГАМ
(%)

Табл. 1

	ЦФО	СЗФО	ЮФО	СКФО	ПФО	УФО	СФО	ДФО
Инфляция (декабрь)	3,0	3,0	2,7	3,2	2,7	3,1	3,6	3,9
Индикатор экономической активности (г/г, ноябрь)	3,1	-1,1	-1,4	4,1	-0,3	-1,5	-1,3	-3,1
Промышленное производство (г/г, ноябрь)	5,2	2,5	0,3	2,5	0,2	2,1	-0,1	-0,9
Оборот розничной торговли (г/г, ноябрь)	3,8	0,5	2,9	2,6	1,6	0,9	2,3	2,2
Объем платных услуг (г/г, ноябрь)	2,2	-2,3	-0,4	0	-0,4	-2,9	-2,9	-4,5
Объем работ в строительстве (г/г, ноябрь)	-7,8	-17,7	-39,7	33,0	-13,1	-18,6	-11,3	-11,5
Прирост задолженности по кредитам физическим лицам (г/г, декабрь)	20,3	19,8	20,1	18,5	16,7	15,3	16,0	17,6
Прирост задолженности по кредитам юридическим лицам (г/г, ноябрь)	3,3	5,6	5,7	8,9	-1,2	6,6	3,6	30,0
Реальная заработная плата (г/г, ноябрь)	2,9	1,2	3,4	2,8	3,5	1,6	1,7	2,7
Уровень безработицы (IV квартал)	2,9	3,6	5,3	11,1	4,1	4,1	5,8	6,3

Источники: Росстат, Банк России.

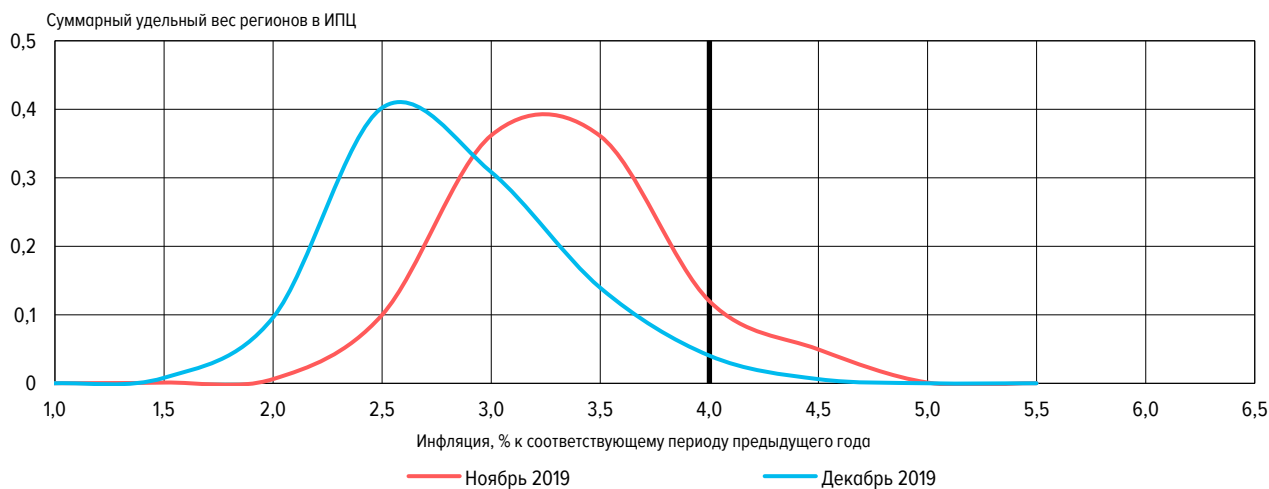
ИНФЛЯЦИЯ И ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО УРОВНЯМ ИНФЛЯЦИИ

Инфляция в декабре продолжила замедляться в большинстве регионов (80 из 85). Наиболее сильное замедление происходило в Северо-Кавказском (на 0,7 п.п.) и Южном (на 0,6 п.п.) федеральных округах. Основной вклад в уменьшение темпов прироста цен в них, как и в целом по стране, внесла продовольственная инфляция. Ускорение инфляции произошло в тех регионах, где ее значения были заметно ниже среднероссийских – в Ханты-Мансийском АО, Ямало-Ненецком АО, Республике Алтай, а также в двух дальневосточных субъектах – Сахалинской области и Приморском крае. Тенденция к снижению темпов роста цен, наблюдаемая для России в целом, как и в предыдущие месяцы, сопровождалась уменьшением неоднородности их динамики по регионам (рис. 1). В декабре значения годовой инфляции в российских реги-

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО УРОВНЯМ ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ*

Рис. 1



* Тюменская и Архангельская области учтены вместе с автономными округами.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

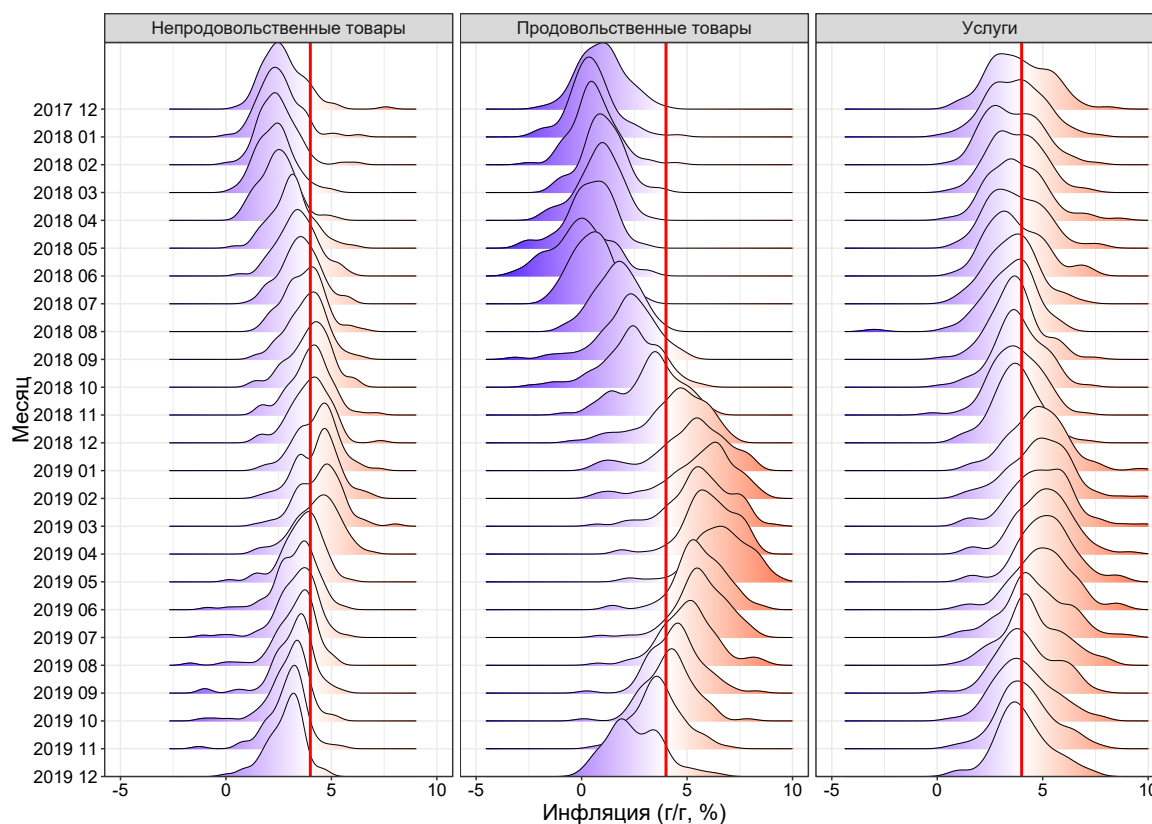
онах находились в интервале от 1,6% (Ямало-Ненецкий АО) до 4,8% (Амурская область) при среднероссийском значении 3,0%. Существенно выше среднего значения по России остается инфляция в регионах Дальнего Востока (рис. 3). В них замедление динамики продовольственных цен – компоненты, вносящей основной вклад в общероссийское замедление инфляции, – началось позднее, чем в остальных округах, и остается менее выраженным из-за удаленности от основных аграрных регионов страны. Выше среднего по России значения остается инфляция и во многих сибирских регионах, где сохраняется влияние краткосрочных факторов, реализовавшихся в первой половине года на рынках продовольствия (сокращение предложения продукции животноводства) и услуг (отложенный рост цен авиабилетов из-за происшедшего в 2018 г. удорожания топлива).

ПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ

Региональная неоднородность продовольственной инфляции в декабре возросла, а в распределении регионов по годовому росту цен обозначились два пика (рис. 2). К росту неоднородности и формированию правой вершины распределения привело главным образом менее существенное, чем в остальной части страны, замедление продовольственной инфляции в регионах Дальнего Востока и Восточной Сибири. В европейской части страны, регионы которой составляют в основном левую часть распределения, наибольший вклад в уменьшение темпов прироста цен продовольственных товаров вносило изменение цен плодоовощной продукции, в большинстве регионов перешедшее в отрицательную область на фоне расширения предложения, а также пониженных из-за теплой погоды затрат на производство овощей закрытого грунта. На Дальнем Востоке и в большей части сибирских регионов расширение предложения оказалось существенно меньшим, в результате чего темпы прироста цен плодоовощей несколько снизились, но оставались в положительной зоне. Причина такого расхождения динамики – географическая удаленность субъектов азиатской части страны от основных регионов производства овощей и фруктов, а также их низкая самообеспеченность данной продукцией. Из-за более высокой транспортной составляющей в конечной цене, а также большей доли импортной продукции дезинфляционный эффект расширения предложения, наиболее значительно проявившийся в европейской части страны, на Дальнем Востоке был слабее.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНОВ ПО ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ ТОВАРОВ И УСЛУГ

Рис. 2



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

НЕПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ

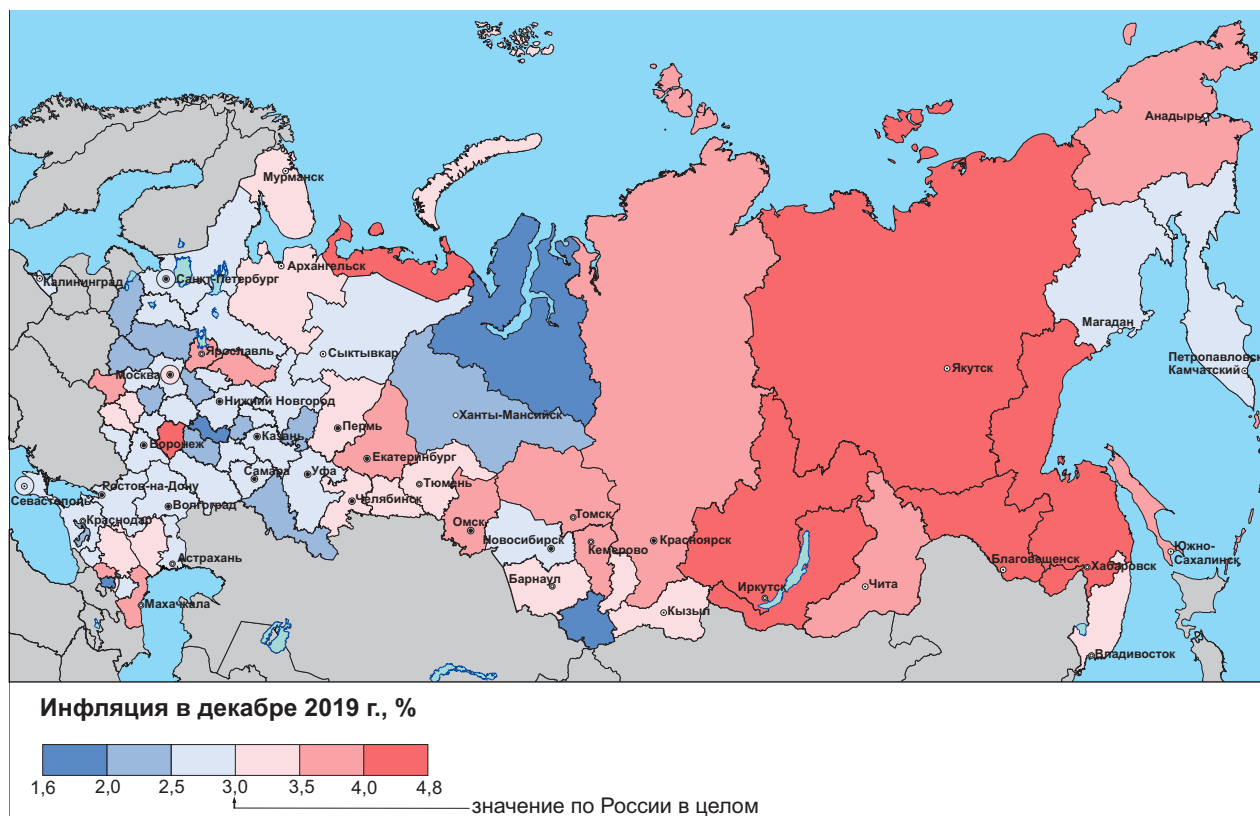
Региональная неоднородность непродовольственной инфляции в декабре продолжила сокращаться (рис. 2) как за счет замедления роста цен в регионах с ее наибольшими значениями (Ярославская область, Еврейская АО), так и за счет ускорения в субъектах, где она в последние месяцы оставалась наиболее низкой (Республика Алтай, Ямало-Ненецкий АО). В целом региональные различия в уровнях непродовольственной инфляции остаются низкими с апреля в связи с однонаправленным действием общестрановых факторов (сохранение сдержанного спроса, укрепление рубля) в большинстве регионов.

ИНФЛЯЦИЯ В СФЕРЕ УСЛУГ

Продолжавшееся в декабре замедление инфляции услуг сопровождалось дальнейшим уменьшением ее региональной неоднородности (рис. 2). В отличие от большинства регионов, где тенденции в динамике цен были близки к наблюдаемым для России в целом, в Северо-Западном и Дальневосточном округах инфляция услуг незначительно ускорилась (на 0,02 и 0,03 п.п. соответственно). На Дальнем Востоке это ускорение было связано с динамикой цен на услуги пассажирского транспорта (опережающий рост стоимости железнодорожного и городского транспорта), а также туристские услуги. В Северо-Западном ФО повысились темпы прироста цен на услуги воздушного и железнодорожного транспорта. Ускорение роста

ИНФЛЯЦИЯ В РЕГИОНАХ В ДЕКАБРЕ 2019 ГОДА

Рис. 3



Источники: Росстат, Банк России.

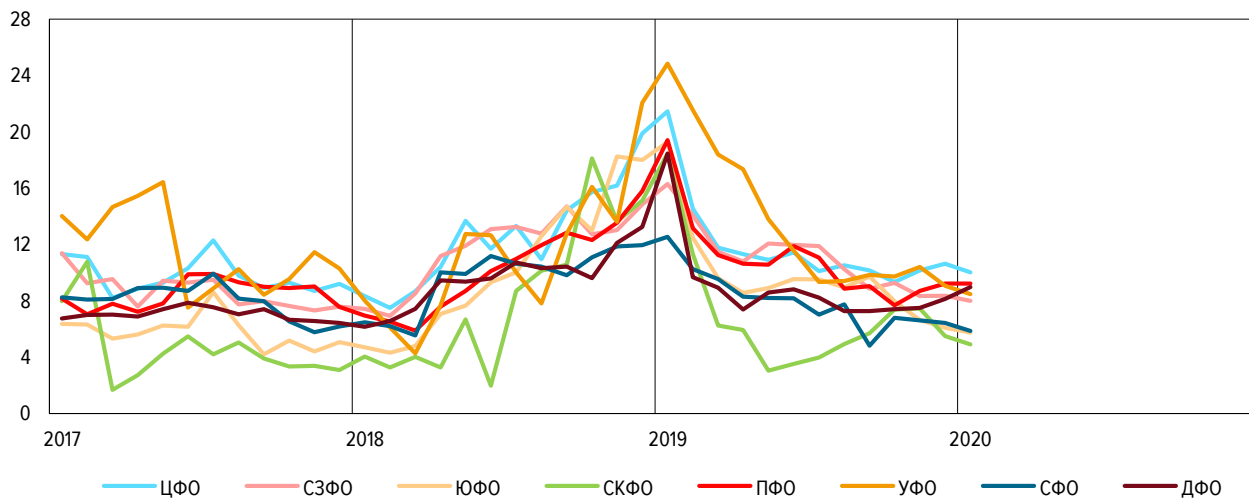
цен на железнодорожные билеты может быть связано с повышением спроса и действием программ динамического ценообразования на поездах РЖД (при этом ставки тарифов на перевозки в декабре не изменялись). Этот же фактор, вероятно, обуславливает и увеличение темпов прироста цен на авиабилеты на отдельных направлениях.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ

Ценовые ожидания предприятий на три месяца вперед в декабре 2019 – январе 2020 г. в большинстве округов несколько снизились (рис. 4). Существенное увеличение ожиданий произошло только на Дальнем Востоке, где оно было в основном связано с ростом ожиданий предприятий сельского хозяйства, а также строительства и торговли. Наиболее низкие ценовые ожидания установились в Северо-Кавказском и Южном федеральных округах, в том числе за счет снизившихся ожиданий предприятий сельского хозяйства. Этому снижению способствовало хорошее состояние посевов озимых культур и прогнозы высокого урожая 2020 г., а также исчерпание действия немонетарных факторов на рынке молока и мясопродуктов, которые оказывали влияние на динамику инфляции и ценовых ожиданий на Северном Кавказе в сентябре-ноябре. Низкими также остаются ценовые ожидания в Сибири, в основном за счет предприятий добычи полезных ископаемых, где сохраняются низкие мировые цены на отдельные сырьевые товары (уголь, металлические руды, газ). Наиболее высокими остаются, несмотря на произошедшее незначительное снижение, ценовые ожидания в ЦФО, где происходит заметное оживление потребительской активности.

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ
(баланс ответов, %)

Рис. 4



Источник: Банк России.

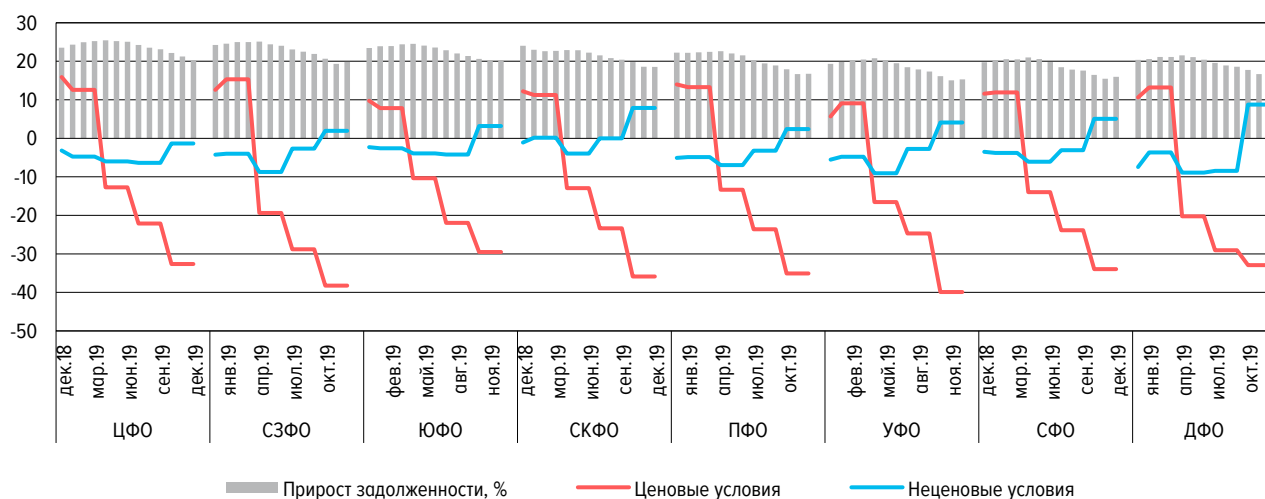
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

КРЕДИТОВАНИЕ НАСЕЛЕНИЯ

В IV квартале 2019 г. смягчение ценовых условий банковского кредитования (УБК)¹ населения продолжилось во всех федеральных округах (рис. 5) на фоне замедления инфляции, снижения ключевой ставки Банка России и уменьшения инфляционных ожиданий. В то же время смягчение неценовых условий кредитования физических лиц в IV квартале в большинстве округов сменилось их ужесточением. В целом оценки условий кредитования населения в большей части регионов оставались неизменными (в 46 из 68, в которых проводился опрос). По сравнению с III кварталом уменьшилось (с 29 до 12) число субъектов, где УБК оценивались как мягкие, и увеличилось (с 4 до 10) число субъектов, в которых банки назвали ус-

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

Рис. 5



Источник: Банк России.

¹ Согласно данным ежеквартального обследования крупнейших банков, проводимого Банком России. УБК оцениваются на основе диффузного индекса, отражающего баланс ответов кредитных организаций, оценивающих изменение условий как ужесточение или смягчение.

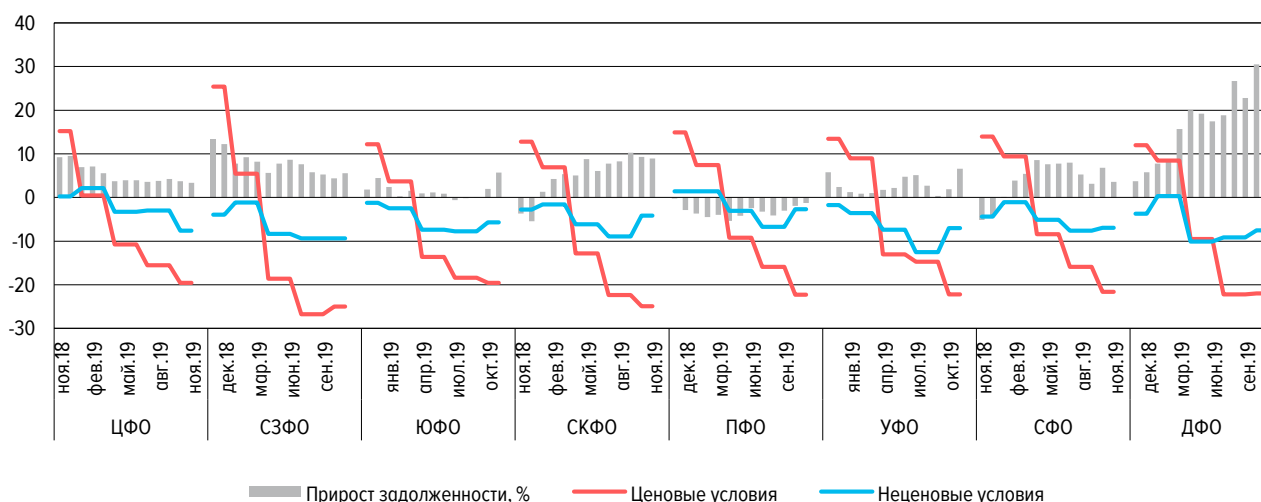
ловия жесткими. Темпы роста потребительского кредитования в ноябре-декабре продолжили уменьшаться во всех регионах под действием общестрановых факторов (введение новых макропруденциальных мер по необеспеченным потребительским кредитам заемщикам с высокой долговой нагрузкой, окончание периода восстановительного роста 2017 – начала 2019 г.). Некоторое ускорение динамики розничного кредитования в целом, наблюдавшееся в декабре в отдельных округах, было в основном связано с динамикой задолженности по ипотечным кредитам, темпы роста которой увеличились в большинстве ФО, за исключением Центрального и Северо-Кавказского.

КРЕДИТОВАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

Ценовые условия банковского кредитования корпоративных заемщиков в IV квартале 2019 г. продолжали смягчаться во всех федеральных округах, наиболее существенно – в Северо-Западном и Северо-Кавказском ФО (рис. 6). Смягчение неценовых условий было менее выраженным, но также наблюдалось во всех округах. Тем не менее оценки УБК юридических лиц остаются жесткими в большинстве регионов (37 из 68, в которых проводился опрос) и федеральных округов (кроме УФО, СФО и СЗФО, где они находятся в зоне нейтральных значений). В динамике корпоративного кредитования (в годовом сопоставлении) в октябре-ноябре в большинстве федеральных округов преобладали повышательные тенденции. Сокращение кредитного портфеля происходило только в Приволжском федеральном округе, где оно продолжается с ноября 2018 года. Наиболее высокие темпы роста кредитования (в октябре-ноябре 30% г/г) сохраняются на Дальнем Востоке, где имело место расширение кредитного портфеля организаций всех базовых видов экономической деятельности. В отраслевом разрезе во всех федеральных округах высокие темпы роста корпоративного кредитования наблюдаются в строительстве (где с июля произошел переход к проектному финансированию строительства жилья) и в сельском хозяйстве (где действуют государственные программы поддержки отрасли, в том числе через субсидирование процентной ставки по кредитам). Снижение доли просроченной задолженности корпоративных заемщиков в октябре-ноябре продолжилось в большинстве регионов (61 из 85).

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

Рис. 6



Источник: Банк России.

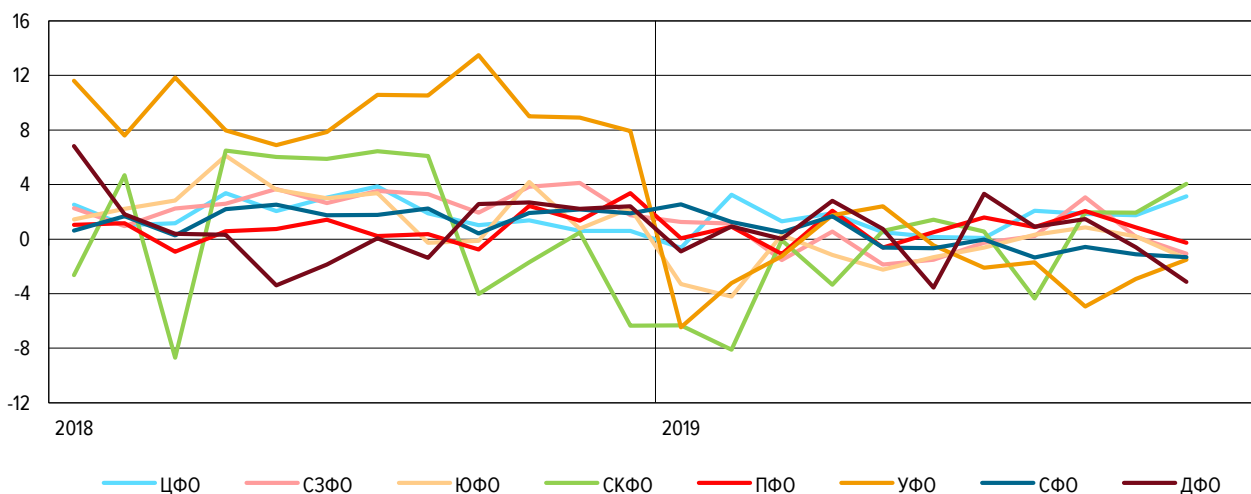
ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

ИНДИКАТОР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ АКТИВНОСТИ

Региональная неоднородность динамики экономической активности в ноябре заметно возросла. Согласно индикатору экономической активности (ИЭА)², в Центральном округе и на Северном Кавказе темпы роста заметно ускорились, в то время как в остальных округах динамика была отрицательной (рис. 7). Ускорение роста в ЦФО и СКФО было обусловлено различными факторами. В Центральном округе улучшение экономической активности происходит в последние месяцы на фоне устойчивого роста потребления и реальной зарплаты, в разрезе отраслей основной вклад в динамику ИЭА вносят связанные с потребительским спросом розничная торговля и услуги, продолжается также рост в промышленности (за счет обрабатывающих отраслей). На Северном Кавказе действуют временные факторы – основной вклад в динамику ИЭА с сентября вносит строительство, рост в котором, учитывая небольшие размеры округа, может быть связан с реализацией нескольких крупных проектов. В большинстве остальных округов основной вклад в снижение ИЭА вносила отрицательная динамика строительства (оперативные показатели для этой отрасли в региональном разрезе характеризуются сильной волатильностью и, как правило, существенно пересматриваются Росстатом по итогам года), в Сибири и на Дальнем Востоке – динамика платных услуг.

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

Рис. 7



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

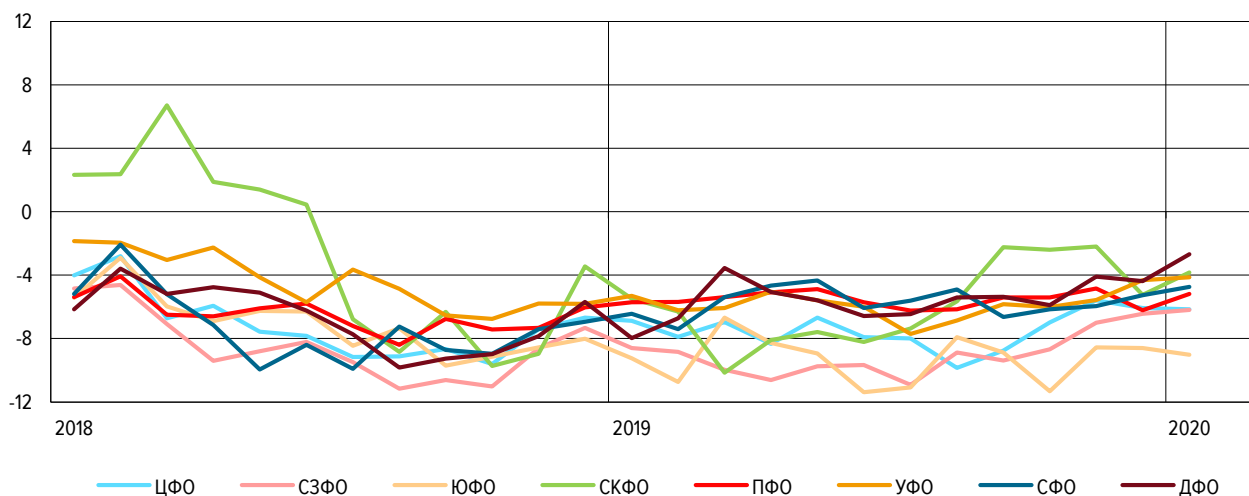
ДЕЛОВЫЕ НАСТРОЕНИЯ

Динамика оценок экономической конъюнктуры предприятиями – участниками мониторинга Банка России в декабре 2019 – январе 2020 г. в разрезе федеральных округов была разнонаправленной. Улучшились оценки на Урале, Дальнем Востоке, в Сибири и на Северо-Западе. Ухудшились – в Центральном и Северо-Кавказском ФО. В Южном и Приволжском округах оценки изменились незначительно (рис. 8). В отраслевом разрезе улучшение экономической

² Индикатор экономической активности (ИЭА) рассчитывается как средневзвешенный годовой темп прироста 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.

ОЦЕНКА ПРЕДПРИЯТИЯМИ ИЗМЕНЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КОНЪЮНКТУРЫ
(баланс ответов, %)

Рис. 8



Источник: Банк России.

конъюнктуры отмечалось предприятиями сельского хозяйства и обрабатывающей промышленности, где оно происходило на фоне снижения оценок рисков хозяйственной деятельности и роста оцениваемого спроса. Несколько ухудшились оценки предприятий транспортировки и хранения и услуг (во многом за счет отмечаемого предприятиями этих отраслей снижения спроса).

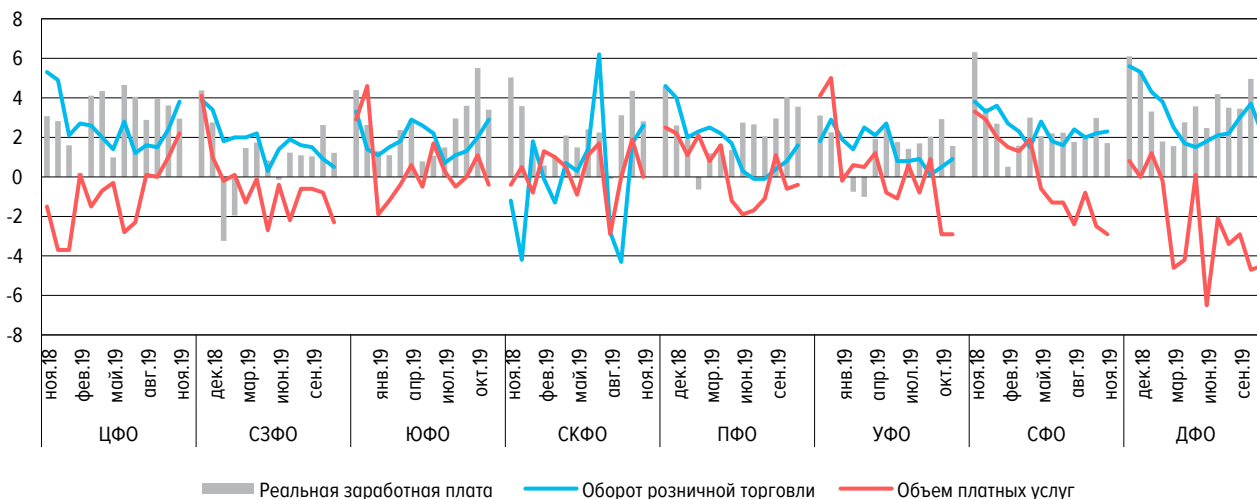
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СПРОС И СБЕРЕЖЕНИЯ

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ ПОТРЕБЛЕНИЯ

Динамика потребительской активности в регионах в ноябре несколько улучшилась на фоне положительной динамики реальных зарплат. Ускорение роста зарплат, происходившее в сентябре-октябре почти во всех субъектах, в ноябре сменилось некоторым замедлением, при этом темпы роста оставались положительными в большинстве регионов – в ноябре в 75 из 85, в октябре – в 83 (рис. 9). Наиболее заметный рост потребительского спроса наблюдался в регионах ЦФО (в Москве и Московской области). При этом сдерживающее влияние на потре-

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

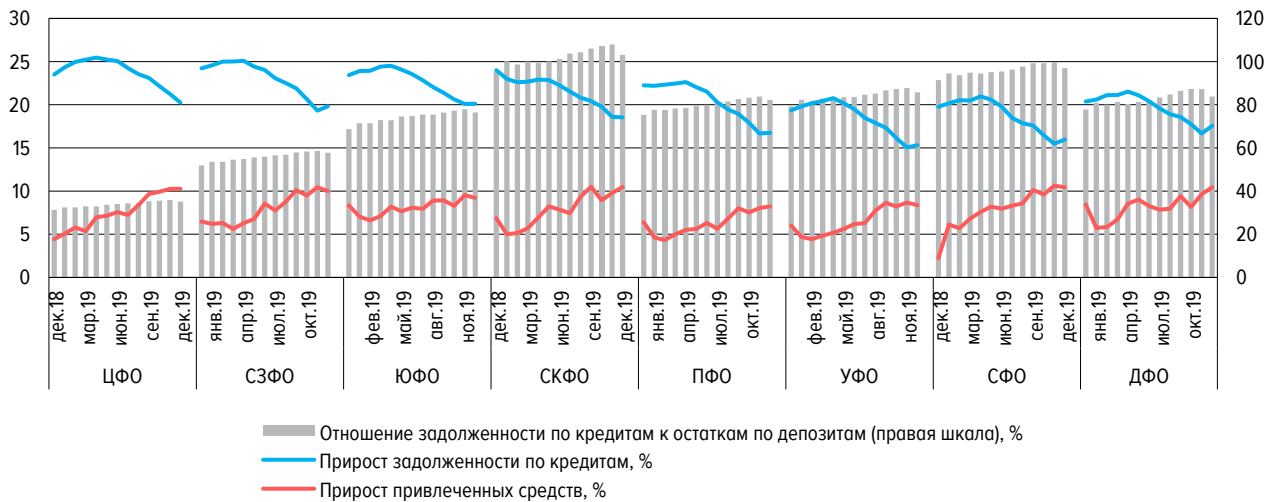
Рис. 9



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ НАСЕЛЕНИЯ В ФЕДЕРАЛЬНЫХ ОКРУГАХ*

Рис. 10



* Выброс в динамике показателя прироста депозитов в Сибирском федеральном округе в начале 2019 г. связан с изменением статистического учета по филиалам в одном из банков в Новосибирской области.

Источник: Росстат.

ние населения, как и в предыдущие месяцы, оказывало замедление потребительского кредитования (рис. 10). На фоне улучшения динамики реальных зарплат продолжалось ускорение темпов прироста оборота розничной торговли в большинстве регионов. В ноябре ее рост наблюдался в 68 субъектах (в октябре – в 59) и во всех федеральных округах. Годовые темпы прироста платных услуг при этом с мая остаются в отрицательной зоне в большинстве регионов (в ноябре – в 55 из 85) и федеральных округов (в ноябре – во всех, кроме ЦФО и СКФО).

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ТАБЛИЦЫ

Табл. 1

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

Назначение (% годовых)	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 01.01.2019	С 17.06.2019	С 29.07.2019	С 09.09.2019	С 28.10.2019	С 16.12.2019	С 10.02.2020	Общий подход к установлению ставок ¹
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные нерыночными активами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) ² ; операции репо	1 день	Ежедневно	8,75	8,50	8,25	8,00	7,50	7,25	7,00	Ключевая ставка + 1,00
			От 2 до 549 дней		9,50	9,25	9,00	8,75	8,25	8,00	Ключевая ставка + 1,75	
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами ³	3 месяца	Ежемесячно ⁴	8,00	7,75	7,50	7,25	6,75	6,50	6,25	Ключевая ставка + 0,25
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ⁵	7,75 (ключевая ставка)	7,50 (ключевая ставка)	7,25 (ключевая ставка)	7,00 (ключевая ставка)	6,50 (ключевая ставка)	6,25 (ключевая ставка)	6,00 (ключевая ставка)	Ключевая ставка
			От 1 до 6 дней									
	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 2 дней	Еженедельно ⁵	6,75	6,50	6,25	6,00	5,50	5,25	5,00	Ключевая ставка
			От 1 до 6 дней									
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день ⁷	Ежедневно	6,75	6,50	6,25	6,00	5,50	5,00	Ключевая ставка - 1,00	

¹ С 4 июня 2018 г. размеры процентных ставок по операциям Банка России с кредитными организациями устанавливаются в виде спреда к ключевой ставке. См. пресс-релиз www.cbr.ru/press/ pr/?file=01062018_180510dkr2018-06-01118_04_36.htm.

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

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

⁴ Операции не проводятся с апреля 2016 года.

⁵ В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

⁶ Операции «тонкой настройкой».

⁷ 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 Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности					
					На 01.01.19	На 01.04.19	На 01.07.19	На 01.10.19	На 01.01.20	На 01.02.20
Предоставление ликвидности	Операции постоянно-го действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	8,1	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Сделки «валютный своп»			4,1	32,8	3,6	0,0	12,6	0,0
		Операции репо			3,6	2,6	1,4	0,0	0,0	0,0
	Операции на открытом рынке	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами	От 1 до 549 дней	Ежемесячно ¹	5,1	8,1	5,1	5,1	5,1	5,1
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
		Аукционы репо	1 неделя		Еженедельно ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
От 1 до 6 дней	Нерегулярно ³		0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	
Аукционы «валютный своп»		От 1 до 2 дней	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ²	1 478,2	1 680,0	704,4	2 180,0	696,6	1 619,4
			1 неделя		1 391,3	1 515,3	1 716,6	808,2	1 956,3	2 072,2
	Операции постоянно-го действия	Аукционы по размещению и до-размещению КОБР ⁴	До 3 месяцев	Нерегулярно	423,8	136,4	152,8	135,1	329,7	146,7
		Депозитные операции	1 день ⁵	Ежедневно						

¹ Операции не проводятся с апреля 2016 года.² В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.³ Операции «тонкой настройки».⁴ 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.⁵ 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	Даты действия			
	01.12.17–31.07.18	01.08.18–31.03.19	01.04.19–30.06.19	с 01.07.19 ¹
Банки с универсальной лицензией и небанковские кредитные организации				
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				
Банки с базовой лицензией				
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				

¹ 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 2020 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			
11.12.2019 – 14.01.2020	35	ноябрь 2019	13.12.2019 – 17.12.2019	2526	2428	617
15.01.2020 – 11.02.2020	28	декабрь 2019	22.01.2020 – 24.01.2020	2479	2418	618
12.02.2020 – 10.03.2020	28	январь 2020	14.02.2020 – 18.02.2020			
11.03.2020 – 07.04.2020	28	февраль 2020	16.03.2020 – 18.03.2020			
08.04.2020 – 12.05.2020	35	март 2020	14.04.2020 – 16.04.2020			
13.05.2020 – 09.06.2020	28	апрель 2020	20.05.2020 – 22.05.2020			
10.06.2020 – 07.07.2020	28	май 2020	15.06.2020 – 17.06.2020			
08.07.2020 – 04.08.2020	28	июнь 2020	14.07.2020 – 16.07.2020			
05.08.2020 – 08.09.2020	35	июль 2020	14.08.2020 – 18.08.2020			
09.09.2020 – 06.10.2020	28	август 2020	14.09.2020 – 16.09.2020			
07.10.2020 – 10.11.2020	35	сентябрь 2020	14.10.2020 – 16.10.2020			
11.11.2020 – 08.12.2020	28	октябрь 2020	16.11.2020 – 18.11.2020			
09.12.2020 – 01.01.2021	35	ноябрь 2020	14.12.2020 – 16.12.2020			

ОСНОВНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Табл. 6

		01.19	02.19	03.19	04.19	05.19	06.19	07.19	08.19	09.19	10.19	11.19	12.19	01.20
Реальный сектор														
Инфляция	% г/г	5,0	5,2	5,3	5,2	5,1	4,7	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,0	2,4
ВВП ¹	% г/г			0,5			0,9			1,7				
ВВП в текущих ценах ¹	трлн руб.			24,5			26,2			28,0				
Выпуск по базовым ВЭД	% г/г	0,3	2,3	0,2	3,1	0,0	2,1	2,6	2,3	3,1	3,1	1,5		
Промышленное производство	% г/г	1,1	4,1	1,2	4,6	0,9	3,3	2,8	2,9	3,0	2,6	0,3	2,1	
Производство сельхозпродукции	% г/г	0,7	1,0	1,5	1,4	1,0	1,1	6,2	3,4	5,6	5,2	5,8		
Строительство	% г/г	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	1,0	1,1	0,3	0,4	
Инвестиции в основной капитал ¹	% г/г			0,5			0,6			0,8				
Грузооборот транспорта	% г/г	2,4	1,8	2,5	2,6	1,0	0,5	-0,9	-0,3	0,5	0,2	-1,2	-1,7	
PMI Composite Index	% SA	53,6	54,1	54,6	53,0	51,5	49,2	50,2	51,5	51,4	53,3	52,9	51,8	52,6
Оборот розничной торговли	% г/г	2,0	2,1	1,7	1,8	1,5	1,6	1,2	0,8	0,7	1,7	2,3	1,9	
Реальные располагаемые доходы ¹	% г/г			-1,8			0,9			3,1			1,1	
Реальная заработная плата	% г/г	1,1	0,0	2,3	3,1	1,6	2,9	3,0	2,4	3,1	3,8	2,7		
Номинальная заработная плата	% г/г	6,1	5,2	7,7	8,4	6,8	7,7	7,7	6,8	7,2	7,7	6,3		
Уровень безработицы	% SA	4,7	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5	
Банковский сектор														
Широкая денежная масса	% г/г, ИВП	6,5	7,9	7,0	6,6	6,7	6,4	7,0	7,3	8,0	7,9	8,3	7,7	
Денежная масса (агрегат M2)	% г/г	9,9	9,9	8,9	7,7	8,0	7,3	7,8	7,2	9,1	8,7	9,6	9,7	
Депозиты населения	% г/г, ИВП	5,4	5,7	5,6	6,8	7,0	7,3	7,1	8,2	9,4	9,2	9,8	9,8	
в рублях	% г/г	7,8	7,5	6,6	7,0	6,7	6,6	6,5	7,8	8,9	8,6	10,0	9,9	
в иностранной валюте	% г/г	-3,6	-1,2	1,6	5,8	8,1	9,9	9,5	9,6	11,3	11,7	9,6	9,8	
долларизация	%	21,5	21,5	21,5	21,1	21,3	20,9	21,1	21,5	21,1	20,9	20,6	19,6	
Кредиты нефинансовым организациям	% г/г, ИВП	4,8	5,6	5,7	5,4	6,2	6,4	5,7	5,0	3,4	4,1	4,0	4,3	
краткосрочные (до 1 года)	% г/г, ИВП	-0,6	-2,0	2,7	-1,0	1,3	4,7	4,9	2,1	1,2	1,3	0,6	0,4	
долгосрочные (свыше 1 года)	% г/г, ИВП	4,9	6,1	5,2	5,8	5,9	5,4	4,3	4,0	2,1	3,0	3,1	3,2	
просроченная задолженность	%	7,8	7,9	7,9	7,8	7,9	7,9	8,1	8,0	8,0	8,0	7,9	7,8	
Кредиты населению	% г/г, ИВП	23,0	23,4	23,5	23,8	23,3	22,8	21,9	21,2	20,7	19,7	18,6	18,5	
ипотечные жилищные кредиты	% г/г, ИВП	24,7	24,8	24,2	23,5	22,7	21,6	19,8	19,0	18,3	17,3	16,4	16,9	
необеспеченные потребительские ссуды	% г/г	23,4	23,7	24,2	25,2	24,9	24,6	24,4	23,7	23,4	22,6	21,1	20,8	
просроченная задолженность	%	5,4	5,3	5,1	5,1	5,0	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5	4,3	

Обозначения:

г/г – к соответствующему периоду предыдущего года;

SA – сезонно скорректированный;

ВЭД – виды экономической деятельности;

ИВП – с исключением валютной переоценки.

¹ 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	III квартал 2019	IV квартал 2019 ¹
Платежный баланс²									
Цена нефти марки Urals	% г/г	25,9	50,8	44,3	10,7	-3,7	-5,5	-16,9	-7,2
Курс к доллару («+» – укрепление, «-» – ослабление рубля)	% г/г	3,4	-7,5	-9,9	-12,1	-14,0	-4,3	1,4	4,3
Экспорт товаров и услуг	% г/г	21,7	27,3	28,2	18,2	1,2	-6,6	-6,0	-8,4
Импорт товаров и услуг	% г/г	18,8	8,2	-0,2	-3,0	-3,0	-1,1	5,8	9,1
Счет текущих операций									
	млрд долл. США	29,8	17,9	27,4	38,4	33,8	9,9	10,6	16,3
Торговый баланс	млрд долл. США	44,1	45,4	47,8	57,2	47,0	39,5	37,6	39,1
Экспорт	млрд долл. США	101,5	108,8	110,4	122,4	102,6	101,5	102,9	110,9
Импорт	млрд долл. США	57,4	63,4	62,7	65,2	55,7	62,0	65,3	71,9
Баланс услуг	млрд долл. США	-6,6	-7,7	-8,8	-6,9	-5,7	-9,1	-11,3	-8,5
Экспорт	млрд долл. США	13,9	16,7	17,4	16,7	14,2	15,7	17,3	16,4
Импорт	млрд долл. США	20,5	24,3	26,1	23,6	20,0	24,8	28,6	24,9
Баланс первичных и вторичных доходов	млрд долл. США	-7,7	-19,8	-11,6	-11,9	-7,4	-20,5	-15,7	-14,2
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	млрд долл. США	29,6	17,7	27,4	37,7	33,9	9,6	10,5	16,1
Финансовый счет, кроме резервов (чистое кредитование (+)/ чистое заимствование (-))	млрд долл. США	12,4	9,3	24,1	30,8	12,6	-5,1	-7,2	-2,1
Государственный сектор	млрд долл. США	-6,5	11,1	2,9	1,5	-9,0	-5,9	-3,5	-5,3
Частный сектор	млрд долл. США	18,9	-1,8	21,2	29,3	21,6	0,8	-3,8	3,2
Чистые ошибки и пропуски	млрд долл. США	2,1	2,9	1,7	-4,3	-2,6	1,9	-1,8	-2,8
Изменение резервных активов («+» – рост, «-» – снижение)	млрд долл. США	19,3	11,3	5,0	2,6	18,6	16,6	15,9	15,4

¹ Оценка.² 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 обла-

дает 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 обо-

значена 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: 2/19 – № 2 2019 г., 3/19 – № 3 2019 г., 4/19 – № 4 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
- ОНЕГДКП 2020–2022 гг. – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов (одобрены Советом директоров Банка России 25 октября 2019 г.)
- 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
- ФНБ – Фонд национального благосостояния
- 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)
- SA – с исключением сезонности
- 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)

