



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 4

Декабрь 2015

Информационно-  
аналитический  
сборник

## ДОКЛАД О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Москва

## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по данным на 04.12.2015.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 04.12.2015.

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

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

# Содержание

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| РЕЗЮМЕ .....                                                                                     | 3  |
| 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....                                                              | 6  |
| 1.1. Внешние экономические и финансовые условия .....                                            | 6  |
| Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах .....                                   | 6  |
| Внешние финансовые условия .....                                                                 | 11 |
| Условия торговли .....                                                                           | 14 |
| 1.2. Внутренние финансовые условия .....                                                         | 16 |
| Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности<br>банковского сектора ..... | 16 |
| Валютный рынок и операции Банка России с иностранной валютой .....                               | 20 |
| Цены активов и долговой рынок .....                                                              | 22 |
| Кредитные и депозитные операции банков .....                                                     | 25 |
| 1.3. Внутренние экономические условия .....                                                      | 30 |
| Спрос .....                                                                                      | 30 |
| Предложение .....                                                                                | 34 |
| Рынок труда .....                                                                                | 39 |
| Инфляция .....                                                                                   | 42 |
| 2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ<br>И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ .....             | 50 |
| 2.1. Перспективы развития экономической ситуации .....                                           | 50 |
| 2.2. Оценка рисков .....                                                                         | 56 |
| ПРИЛОЖЕНИЕ .....                                                                                 | 58 |
| Динамика основных статей платежного баланса в III квартале 2015 года .....                       | 58 |
| Прогноз платежного баланса на 2015–2018 годы .....                                               | 60 |
| Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики<br>и иные меры Банка России .....    | 63 |
| Статистические таблицы .....                                                                     | 65 |
| ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....                                                                            | 74 |
| ГЛОССАРИЙ .....                                                                                  | 75 |
| СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....                                                                          | 83 |



## РЕЗЮМЕ

В сентябре – начале декабря 2015 г. на международных товарных и финансовых рынках сохранялась высокая волатильность. После некоторого роста в сентябре – первой половине октября цены на нефть вновь снизились в условиях избытка ее предложения. В ноябре переоценка участниками рынка вероятности повышения ставки ФРС США оказала дополнительное давление на нефтяные котировки и привела к возобновлению оттока капитала из стран с формирующимися рынками. Несмотря на это, на фоне некоторой стабилизации ситуации на Украине и ожиданий снятия санкций в отношении России наблюдалось снижение премий за риск на российские активы до уровня, сопоставимого с другими странами – экспортерами нефти. Кроме того, ряд крупных российских компаний смогли осуществить размещение своих еврооблигаций на международном рынке. Впервые с 2010 г. в III квартале 2015 г. наблюдался приток капитала. В этих условиях ослабление рубля было менее значительным относительно изменения цен на нефть. Несмотря на улучшение восприятия инвесторами российской экономики, в целом внешнеэкономические условия по-прежнему были неблагоприятными: сохранялись невысокие темпы экономического роста в странах – торговых партнерах, доступ на международные рынки капитала для российских компаний оставался закрытым, а условия торговли ухудшались.

Динамика большинства макроэкономических индикаторов указывала на преодоление острой фазы спада в российской экономике. Однако говорить о тенденции к восстановлению экономической активности пока преждевременно. Снижение промышленного производства происходило более медленными темпами. Поддержку производству оказывали рост в экспортно ориентированных отраслях и процессы импортозамещения по отдельным товарным группам. Сокращение инвестиционного спроса также замедлялось, что было обусловлено позитивной динамикой капитальных вложений в добывающих отраслях. Однако высокая экономическая неопределенность, слабый потребительский спрос и относительно жесткие условия кредитования ограничивали инвестиционную активность. Потребление продолжало снижаться ускоряющимися темпами в условиях сокращения реальной заработной платы и розничного кредитования, а также сохранения сберегательной модели поведения населения. Слабый потребительский спрос и умеренно жесткие денежно-кредитные условия ограничивали рост цен. Снижению инфляции также способствовал хороший урожай. Вместе с тем произошедшее в июле-августе ослабление рубля оказывало повышательное давление на цены в сентябре-октябре, тормозило процесс снижения годовой инфляции и удерживало инфляционные ожидания на высоком уровне. Годовой темп прироста потребительских цен снизился с 15,8% в августе до 15,0% в ноябре.

Дальнейшее развитие ситуации в российской экономике будет во многом зависеть от изменения внешнеэкономических условий и скорости адаптации к ним экономики. Среднесрочный макроэкономический прогноз Банка России существенно не изменился по сравнению с опубликованным в сентябре в Докладе о денежно-кредитной политике и в ноябре – в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов». Однако сохранение и даже некоторое увеличение инфляционных рисков в рассматриваемый период обусловило необходимость проведения осторожной денежно-кредитной политики. В октябре и декабре 2015 г. Банк России принял решение оставить ключевую ставку неизменной – на уровне 11,00% годовых. Однако по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом и при усло-

вии ослабления инфляционных рисков снижение ключевой ставки будет возобновлено на одном из ближайших заседаний Совета директоров.

Банк России по-прежнему рассматривает наряду с базовым сценарием оптимистичный и рискованный сценарии. Основное отличие данных сценариев заключается в динамике цен на нефть. В базовом сценарии ожидается восстановление цен на нефть до 50 долл. США за баррель в первом полугодии 2016 г. и их сохранение вблизи данного уровня до конца 2018 года. С одной стороны, продолжительное пребывание цен на нефть на низком уровне и связанное с ним снижение доходов по сравнению с предыдущими годами ограничат потенциал восстановления экономики. С другой стороны, адаптация к негативным внешним условиям будет осуществляться через постепенное перераспределение трудовых и капитальных ресурсов в более производительные сектора, имеющие потенциал для импортозамещения или экспорта на внешние рынки. По оценке Банка России, в 2016 г. сокращение ВВП продолжится, однако оно будет меньше, чем в 2015 г.:  $-(0,5-1,0)\%$ . Постепенное смягчение внутренних финансовых условий, снижение долговой нагрузки и улучшение деловых настроений во второй половине 2016 г. создадут предпосылки для восстановления инвестиционной и производственной активности в 2017 году. Активизация инвестиционного спроса приведет к увеличению производства инвестиционной продукции, что создаст условия для роста заработной платы. Это, наряду с повышением доступности заемных ресурсов, будет способствовать восстановлению потребительского спроса в 2018 году. Сдержанная динамика внешнего спроса при стабильной динамике реального курса обусловит низкие темпы роста экспорта. По мере увеличения внутреннего спроса ожидается рост спроса на импорт. В результате вклад чистого экспорта в темп прироста ВВП будет снижаться и станет отрицательным в 2018 году. По прогнозу Банка России, в 2017 и 2018 гг. темп прироста ВВП составит 0,0–1,0% и 1,5–2,5% соответственно.

В начале 2016 г. ожидается значительное замедление инфляции, что будет связано с выходом из базы расчета периода резкого роста потребительских цен в начале 2015 года. По оценкам Банка России, введение с января 2016 г. внешнеторговых ограничений в отношении Турции не окажет существенного влияния на инфляцию. Слабый потребительский спрос в 2016–2017 гг. и проводимая денежно-кредитная политика продолжат способствовать снижению темпов роста потребительских цен. Сдерживать рост цен будут также консервативная бюджетная политика и низкие темпы индексации регулируемых цен и тарифов компаний инфраструктурного сектора. По мере замедления инфляции прогнозируется снижение инфляционных ожиданий. По прогнозу Банка России, годовой темп прироста потребительских цен снизится до 5,5–6,5% в конце 2016 г. и до целевого уровня 4% в 2017 году. По мере снижения инфляции в соответствии с прогнозом Банк России будет снижать ключевую ставку.

Вместе с тем в настоящее время сохраняются существенные риски для данного прогноза. Они связаны прежде всего с возможным снижением цен на нефть до уровня ниже 40 долл. США за баррель в 2016 г. и сохранением их на данном уровне продолжительное время. Развитие ситуации по такому сценарию возможно в случае существенного замедления экономики Китая и уменьшения спроса на сырье, укрепления доллара США на фоне ускоренной нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, увеличения поставок нефти из стран – членов ОПЕК и ее добычи из нетрадиционных источников. В этом случае сокращение российской экономики станет более глубоким и продолжительным, а инфляция будет снижаться медленнее. Кроме того, риском для прогноза инфляции является сохранение инфляционных ожиданий на высоком уровне продолжительное время. Снижению инфляции может препятствовать смягчение бюджетной политики, в том числе более значительное, чем запланировано, а также повышение бюджетных выплат и тарифов на услуги государственных монополий. Реализация указанных рисков потребует проведения более жесткой, чем в базовом сценарии, денежно-кредитной политики.

*Во всех сценариях ожидается сохранение санкций в отношении российских организаций. В этих условиях для обеспечения стабильного функционирования банковского сектора и финансового рынка Банк России продолжит проведение операций рефинансирования в иностранной валюте. При этом в зависимости от сценария Банк России будет определять объем и сроки предоставления средств по указанным операциям исходя из потребности в валютной ликвидности и ситуации на валютном рынке. В частности, в ноябре для обеспечения более гибкого управления банками своей валютной ликвидностью Банк России принял решение о возобновлении проведения операций репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев. При этом процентная ставка по операциям валютного рефинансирования на этот срок была повышена на 50 базисных пунктов.*



# 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

## 1.1. Внешние экономические и финансовые условия

Ситуация в мировой экономике в сентябре-ноябре по-прежнему была неоднородной. Локомотивом экономического роста оставались развитые страны, несмотря на появившиеся в III квартале признаки некоторого (по оценкам Банка России – временного) охлаждения их экономик. В то же время в развивающихся странах темпы роста были сравнительно низкими, несмотря на небольшое улучшение ситуации в рассматриваемом периоде.

При этом условия на мировых финансовых и товарных рынках заметно менялись. В сентябре-октябре несколько снизились опасения глобальных инвесторов относительно ситуации в экономике Китая, что способствовало росту спроса на рискованные активы на всех сегментах мирового финансового рынка, притоку капитала в страны с формирующимися рынками и росту цен на нефть. Однако впоследствии переоценка участниками рынка вероятности повышения ставки ФРС США привела к укреплению доллара США, коррекции на фондовых рынках и падению цен на нефть, усугубленному для России ростом дисконта цены нефти марки «Юралс» к цене нефти марки «Брент» на фоне усиления конкуренции поставщиков на европейском рынке нефти. С учетом последних событий Банк России пересмотрел прогноз цен на нефть марки «Юралс» и ожидает более низких цен в ближайшие месяцы по сравнению со сценариями, представленными в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике (далее – Доклад). Это может оказать некоторое сдерживающее влияние на восстановление экономики России в ближайшие один-два квартала.

Основания для быстрого улучшения внешних экономических условий для России по-прежнему отсутствуют, однако можно кон-

статировать, что зависимость российской экономики от внешних условий в сентябре-ноябре несколько снизилась. Так, впервые за длительное время произошли значительные привлечения внешних займов российскими компаниями; премии по российским CDS и доходности еврооблигаций российских эмитентов в течение рассматриваемого периода быстро снижались. По оценкам Банка России, за рассматриваемый период недооцененность рубля (наблюдавшаяся в августе-сентябре) относительно фундаментально обоснованных значений почти исчезла.

## Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах

Как и предполагалось в сценариях, представленных в предыдущем Докладе, темпы роста развитых экономик в целом остаются достаточно устойчивыми. В сентябре-ноябре восстановление в развитых странах продолжилось, хотя и проявились некоторые признаки замедления экономического роста.

Рост ВВП США сохранился на высоком уровне, хотя и замедлился в III квартале<sup>1</sup>. При этом показатели за II и III кварталы текущего года пересматривались в сторону повышения по мере уточнения официальных оценок. Высокие темпы создания новых рабочих мест и сокращение безработицы ниже среднего исторического уровня являются главными факторами устойчивого роста потребительских расходов, который остается основой восстановления американской экономики.

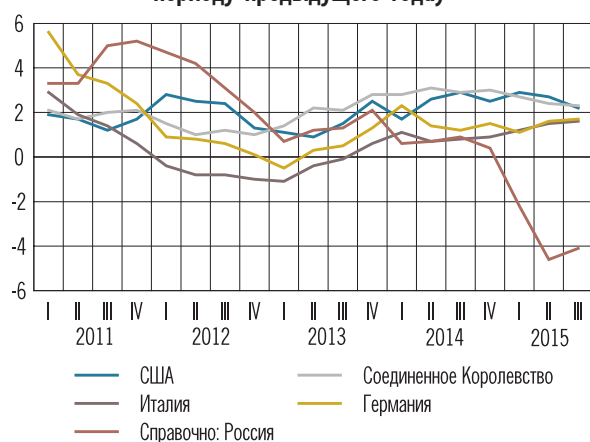
В экономике еврозоны сохраняются высокие квартальные темпы роста (хотя рост в III квартале также замедлился) благодаря стимулирующей политике ЕЦБ, низкому курсу евро

<sup>1</sup> Здесь и далее в разделе 1.1 речь идет о темпах роста показателей к предыдущему периоду с исключением сезонности, если не указано иное.



Рисунок 1.1.1

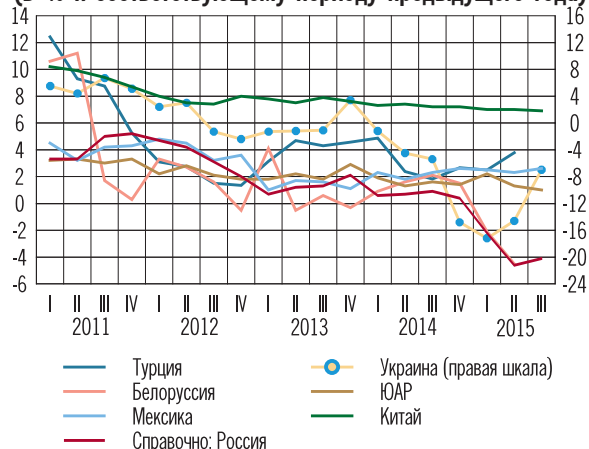
**Темпы прироста ВВП стран – торговых партнеров  
России: развитые экономики (в % к соответствующему  
периоду предыдущего года)**



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Рисунок 1.1.2

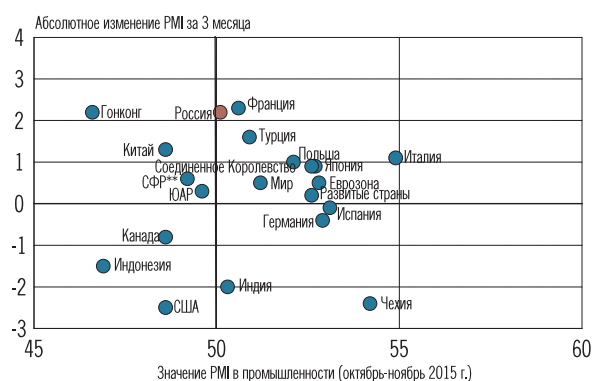
**Темпы прироста ВВП стран – торговых партнеров  
России: страны с формирующимися рынками  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источники: национальные органы государственной статистики.

Рисунок 1.1.3

### Изменение индикаторов деловой активности



\* Индикаторы PMI в обрабатывающей промышленности, по Китаю — PMI банка HSBC. Данные по миру в целом рассчитаны J.P.Morgan на основе данных по США, Японии, Германии, Испании, Италии, Франции, странам БРИКС, Австралии, Мексике и другим странам.

\*\* СФР — страны с формирующейся рыночной экономикой.

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

и невысоким ценам на энергоносители. Среди основных экономик еврозоны только Франции удалось увеличить темпы роста, в то время как в Германии, Италии и Испании экономический рост замедлился. На динамику экономических показателей в европейских странах в III квартале продолжало оказывать влияние охлаждение экономики Китая, важного торгового партнера еврозоны. Рост ВВП Великобритании также замедлился в III квартале — сокращение сектора строительства, спрос в котором во многом формируется нерезидентами, свидетельствует о негативном влиянии ситуации в развивающихся и экспортоориентированных странах на британскую экономику. Экономика Японии сократилась в III квартале за счет снижения инвестиций (хотя потребительские расходы выросли).

Банк России ожидает сохранения текущих темпов экономического роста в большей части развитых экономик или некоторого их увеличения в IV квартале 2015 — I квартале 2016 года. На это указывают, в частности, краткосрочные опережающие индикаторы (PMI) за октябрь-ноябрь, прежде всего в Германии, Италии и еврозоне в целом, а также в Великобритании (рис. 1.1.3). В то же время в США PMI в промышленности в ноябре продолжил снижаться, значение индекса опустилось ниже уровня 50 пунктов. Предполагаемое сокращение экономической активности в IV квартале может объясняться снижением инвестиций в сфере до-

бычи сланцевой нефти и в связанных с этим сектором других отраслях экономики США, а также высоким курсом доллара, ухудшающим возможности экспортеров. В связи с этим можно ожидать некоторого замедления роста в IV квартале, хотя темпы роста экономики США сохранятся на достаточно высоком уровне. В Японии высокий уровень PMI свидетельствует о том, что экономика страны сможет вернуться к росту в IV квартале. В краткосрочной перспективе продолжение мягкой денежно-кредитной политики в еврозоне и Японии и ожидаемая плавность ее нормализации в США и Великобритании будут способствовать сохранению текущих темпов роста в большинстве развитых стран (и их повышению в Японии).

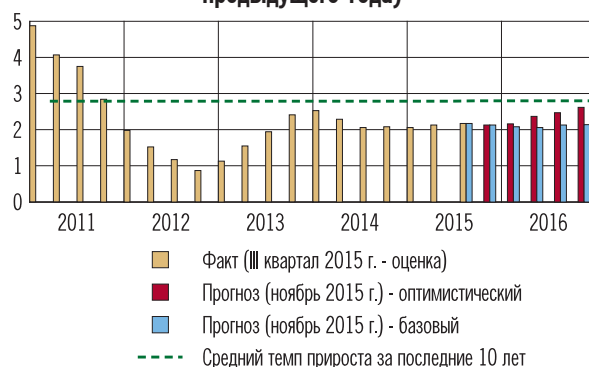
В большинстве СФР<sup>2</sup> в III квартале 2015 г. продолжилось замедление экономического роста (несмотря на стимулирующие меры, принимаемые центральными банками этих стран), прежде всего по причине охлаждения экономики Китая. Годовой темп прироста ВВП Китая в III квартале снизился, хотя квартальный прирост сохранился на уровне II квартала. В октябре Народный банк Китая шестой раз за последний год снизил ключевую ставку, однако данные за сентябрь и октябрь пока указывают на продолжение тенденции к сокращению экспорта, несмотря на ослабление юаня в августе. Еще более существенно сократился импорт, прежде всего сырьевой, что указывает на слабый спрос в ключевых секторах экономики, включая строительный сектор.

В то же время появились некоторые признаки улучшения экономической конъюнктуры. Ситуация на китайском фондовом рынке стабилизировалась, а объем совокупного кредитования экономики (включая параллельный банковский сектор) перестал сокращаться.

Проблемы в китайской экономике привели к снижению темпов роста экономик других стран азиатского региона (за исключением Индии, где темп прироста ВВП в III квартале увеличился). Ухудшение ожиданий относительно экономического роста в Китае негативно повлияло на экономики стран – экспортеров природных ресурсов (в том числе Бразилии и Индонезии) через снижение цен на сырьевые товары, крупнейшим потребителем которых является китайская экономика.

В IV квартале 2015 – I квартале 2016 г. Банк России, учитывая динамику краткосрочных опережающих индикаторов, ожидает сохранения текущих низких (в сравнении с историческими значениями) темпов экономического роста или даже дальнейшего замедления роста во многих СФР. В частности, PMI в промышленности Китая в ноябре указывает на снижение деловой активности уже девятый месяц подряд (хотя само значение индекса и увеличилось до 48,6 пункта с минимальных 47,2 пункта в сентябре). В Бразилии (значение PMI – 44,1 пункта), Индонезии (47,8 пункта), ЮАР (47,5 пункта) продолжается снижение деловой активности, связанное в том

Рисунок 1.1.4  
Темпы прироста агрегированного ВВП стран – торговых партнеров (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



\* Прогнозы Банка России с использованием прогнозов МВФ, Всемирного банка, ОЭСР, Европейской комиссии, Азиатского банка развития, национальных центральных банков, консенсус-прогнозов Consensus Economics, Bloomberg, Thomson Reuters.  
Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат, расчеты и прогноз Банка России.

числе с низкими ценами на экспортируемые товары. Среди крупных развивающихся экономик значение PMI в промышленности выше критической отметки 50 пунктов наблюдается только в Индии.

Темпы роста ВВП<sup>3</sup> стран – торговых партнеров во II–III кварталах текущего года складывались на уровне прогнозов, опубликованных в предыдущем Докладе, однако внешний спрос оставался низким по сравнению с историческими значениями. Темпы роста в странах – торговых партнерах в ближайшие кварталы стабилизируются на текущих уровнях. Потенциальный положительный вклад в динамику агрегированного ВВП торговых партнеров за счет более высоких показателей развитых экономик (прежде всего еврозоны и США) компенсируется замедлением роста экономики Китая, других азиатских стран и стран СНГ (Белоруссии, Казахстана).

Прогноз агрегированного ВВП стран – торговых партнеров России связан с существенной неопределенностью, прежде всего в связи с риском усиления негативных тенденций в экономике Китая, что может повлиять на динамику ВВП других торговых партнеров России и привести к дальнейшему снижению цен на товарных рынках. Сохраняется и риск ускоренной нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, что может привести к укреплению доллара и снижению цен на нефть, а также ро-

<sup>2</sup> См. Список сокращений.

<sup>3</sup> См. таблицу 10 Приложения.

### Агрегированный ВВП и инфляция стран – торговых партнеров России

Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по 24 зарубежным странам - торговым партнерам, доля которых в российском экспорте в среднем за 5-летний период (2010-2014 гг.) превышает 1% (ранее при расчете показателя за период 2008-2012 гг. таких стран было 23), удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны - основные торговые партнеры.

Агрегированный показатель прироста инфляции рассчитывается аналогично. В базу для расчета входят 24 зарубежные страны, доля которых в структуре импорта товаров в Россию в среднем в 2010-2014 гг. ежегодно составляла не менее 1%. Удельный вес каждой страны определен исходя из структуры ввоза товаров в Россию из стран - основных торговых партнеров.

Прогнозы роста агрегированного ВВП и агрегированной инфляции стран - торговых партнеров России по сравнению с предыдущим Докладом рассчитываются без учета вклада экономики Украины. Доля Украины во внешней торговле России снижается, динамика ВВП и инфляции на Украине характеризуется высокой волатильностью и неопределенностью экономических показателей. Согласно методике расчета агрегированного показателя, вес Украины составляет 6,5%, согласно данным ФТС за январь-сентябрь 2015 г. доля Украины в экспорте из России составила 2,5%; сохранение Украины в списке стран, по которым рассчитываются агрегированные показатели, достаточно существенно искажает динамику прогнозных значений агрегированного ВВП и инфляции торговых партнеров в 2015-2016 годах. Также для агрегированного ВВП были изменены веса торговых партнеров с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов и была добавлена еще одна страна - Литва (для расчета агрегированной инфляции были добавлены Венгрия и Швейцария). Предполагается, что рост ВВП стран – торговых партнеров транслируется в рост ВВП России как вследствие непосредственного увеличения объема российского экспорта, так и в связи с улучшением настроений экономических агентов (см. таблицу 10 Приложения).

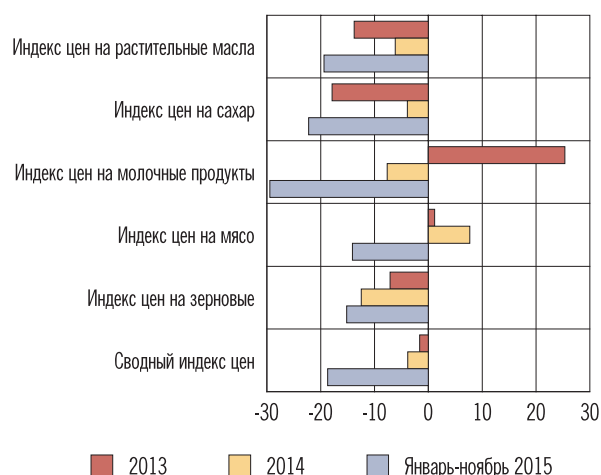
сту процентных ставок и увеличению волатильности потоков капитала (с соответствующими негативными последствиями для СФР).

Стабильные и сравнительно невысокие темпы роста ВВП торговых партнеров будут оказывать очень умеренный положительный эффект на физические объемы российского экспорта. Однако риски, связанные со сложной экономической ситуацией в Китае, потенциально способны оказать более сильное негативное воздействие на стоимостной объем экспорта (а также на курс рубля) через снижение цен на нефть.

Цены на мировых товарных рынках оставались относительно низкими в условиях слабого спроса и невысоких темпов роста мировой экономики. Цены на продовольствие в сентябре-ноябре 2015 г. стабилизировались и даже незначительно выросли впервые за достаточно длительное время, как и ожидалось в предыдущем Докладе. Тем не менее значительное предложение, высокий уровень запасов, низкие издержки на топливо и укрепление доллара США продолжают оказывать понижающее давление на цены продовольственных товаров.

Индекс продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН в сентябре-ноябре вырос на 1,1%, но продолжает оставаться вблизи шестилетних минимумов. Значительнее всего в сентябре-ноябре выросли цены на сахар и молочные продукты, в то время как цены на зерновые несколько снизились (рис. 1.1.5).

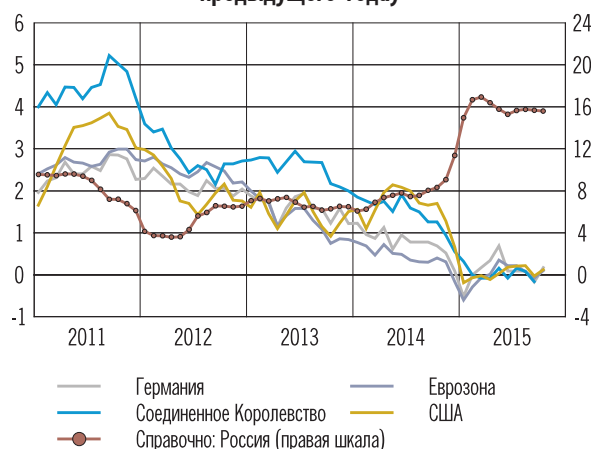
Рисунок 1.1.5  
Динамика мировых продовольственных цен (%)



Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

Рисунок 1.1.6

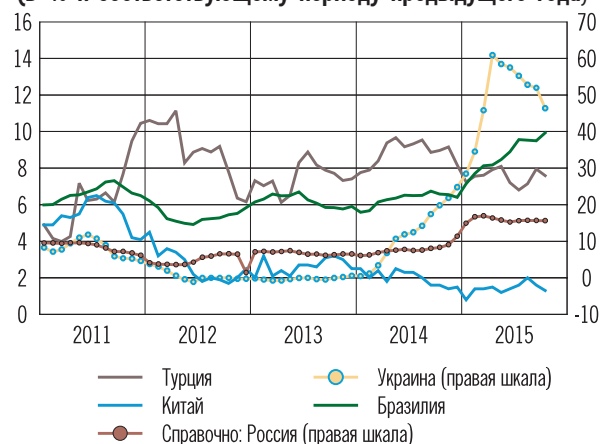
**Инфляция в странах – торговых партнерах России: развитые страны (в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Рисунок 1.1.7

**Инфляция в странах – торговых партнерах России: страны с формирующимися рынками (в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источники: национальные органы государственной статистики.

В ближайшие кварталы высокий уровень производства и запасов, низкие цены на топливо и сохранение опасений относительно замедления экономического роста в Китае будут продолжать оказывать понижающее давление на продовольственные цены. Однако на фоне постепенного восстановления мировой экономики в целом и неблагоприятных климатических условий<sup>4</sup> ожидается некоторое повышение мировых цен. Тем не менее цены на продовольствие все же останутся существенно ниже как уровня 2014 г., так и средних исторических показателей.

На фоне низких мировых цен на продовольствие и энергоносители и сравнительно низких темпов экономического роста темпы инфляции в большинстве стран мира остаются невысокими по сравнению с историческими средними уровнями, что в целом соотносится с ожиданиями Банка России, озвученными в рамках предыдущих Докладов. После небольшого ускорения темпов роста цен в августе, в сентябре-октябре 2015 г. в большинстве развитых стран цены стабилизировались, в некоторых странах в сентябре наблюдалась отрицательная динамика цен, а инфляция в годовом выражении оставалась

близкой к нулю (рис. 1.1.6). Банк России ожидает, что снижение цен на нефть и невысокие темпы экономического роста будут способствовать сохранению потребительских цен в развитых странах в ближайшие кварталы на текущем низком уровне или их очень умеренному увеличению, несмотря на стимулирующие меры ряда центральных банков.

Инфляция в ряде СФР в сентябре-октябре замедлилась, а в некоторых странах – сохранилась на уровне июля-августа. Уменьшение цен на энергоносители для большинства СФР и стран с переходными экономиками привело к снижению инфляционного давления. Однако в отдельных регионах (прежде всего в ряде стран СНГ и Латинской Америки) темп роста потребительских цен сохранялся на высоком уровне, что во многом было обусловлено ослаблением национальных валют на фоне ухудшения условий торговли и укрепления доллара США (рис. 1.1.7). Банк России прогнозирует ослабление внешнего инфляционного давления в ближайшие кварталы со стороны большинства стран СФР (включая страны СНГ), поскольку влияние фактора ослабления курсов национальных валют постепенно исчерпывается, а слабый внутренний спрос продолжает способствовать замедлению инфляции. В то же время инфляция в Казахстане в ближайшие месяцы может ускориться после перехода в конце августа к политике свободно плавающего курса и девальвации тенге на 50%.

<sup>4</sup> Связанных с природным явлением Эль-Ниньо (колебание температуры поверхностного слоя воды в экваториальной части Тихого океана, оказывающее заметное влияние на климат), активность которого по прогнозу ФАО сохранится на высоком уровне в течение первой половины 2016 года.

Агрегированная инфляция в странах – торговых партнерах России в III квартале 2015 г. несколько превысила общий уровень инфляции в мире. Превышение было обусловлено сохраняющимися высокими темпами роста цен в странах СНГ (прежде всего в Белоруссии, но с сентября отмечается некоторое повышение инфляции и в Казахстане), а также в Бразилии и Турции.

Согласно прогнозу Банка России, в годовом выражении темпы роста цен в странах – торговых партнерах в 2015 г. будут соответствовать прогнозу, представленному в предыдущем Докладе. В большинстве развитых и ряде развивающихся стран темп инфляции сохранится на текущем невысоком уровне или лишь незначительно увеличится, поскольку снижение цен на нефть и другие сырьевые товары оказывает более заметное воздействие на инфляцию, чем ускорение экономического роста.

В результате внешнее инфляционное давление на российскую экономику останется слабым по сравнению со средними историческими уровнями. В условиях сохранения низких темпов роста цен в странах – торговых партнерах России и невысоких мировых цен на продовольствие повышательное давление на цены со стороны внешней инфляции будет практически отсутствовать. При этом эффект от невысокой внешней инфляции, который мог бы способствовать снижению внутренней инфляции, будет сдерживаться эмбарго на импорт ряда продовольственных товаров (подробнее – см. раздел 1.3.). На уровень цен более сильное влияние окажут динамика курса рубля и совокупного внутреннего спроса.

## Внешние финансовые условия

В условиях низкого инфляционного давления и умеренных темпов роста мировой экономики большинство центральных банков продолжают проводить мягкую денежно-кредитную политику (рис. 1.1.8). Замедление китайской экономики и падение фондового рынка в августе-сентябре обусловили дальнейшее смягчение монетарной политики Народным банком Китая, способствовавшее возобновлению роста на рынке акций в октябре-ноябре текущего

Рисунок 1.1.8  
Взвешенная средняя ставка денежно-кредитной политики развивающихся стран (% годовых)\*



\* В качестве весов для расчета средней ставки использованы величины активов центральных банков.

Источники: Bloomberg, МВФ, центральные банки, расчеты Банка России.

года. На декабрьском заседании совета директоров ЕЦБ было принято решение о снижении ставки по депозитам на 10 базисных пунктов (до -0,3%) и продлении срока действия программы количественного смягчения до марта 2017 года. Банк Японии намерен расширить меры стимулирования в начале 2016 г. при условии сохранения низких цен на нефть, негативно сказывающихся на достижении цели по инфляции.

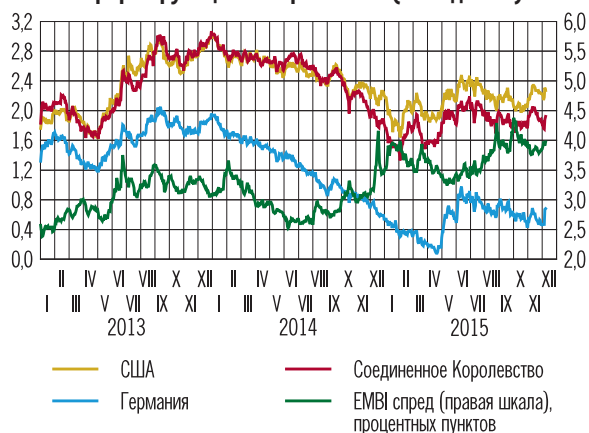
В свою очередь ожидания более быстрого повышения ставки ФРС США усиливались в октябре-ноябре на фоне позитивной статистики по числу новых рабочих мест и уровню безработицы, подкрепленной высказываниями ряда представителей ФРС США. По состоянию на конец ноября большинство аналитиков ожидает первого повышения ставки в декабре 2015 г. и второго – во II квартале 2016 года.

Пересмотр ожиданий относительно политики ФРС США (и в меньшей степени ЕЦБ) оказал влияние на все сегменты мирового финансового рынка, отразившись на динамике курсов валют и фондовых индексов, доходностях облигаций и потоках капитала в СФР. После заявлений президента ЕЦБ о вероятном расширении и усилении стимулирующих мер во второй половине октября курс доллара США начал укрепляться по отношению к остальным валютам. В ноябре, после высказываний представителей ФРС США о возможности повышения ставки на декабрьском заседании, данная тенденция усилилась (рис. 1.1.9), однако объявленные



Рисунок 1.1.9

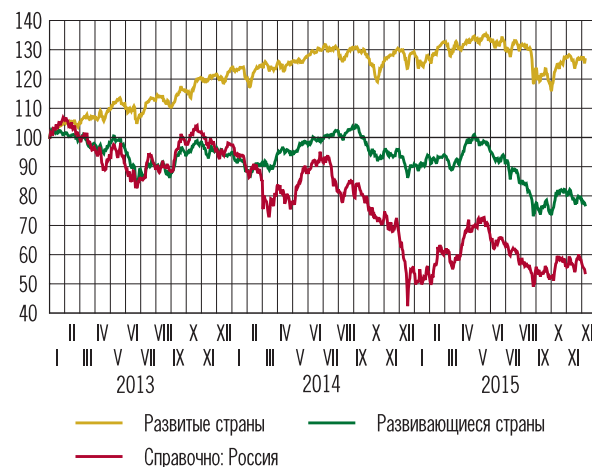
**Доходности 10-летних государственных облигаций развитых стран и спред EMBI доходностей государственных облигаций стран с формирующимися рынками (% годовых)**



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.1.10

**Мировые фондовые индексы MSCI (1.01.2013 = 100, пунктов)**



Источник: Bloomberg.

ЕЦБ стимулирующие меры (недостаточные по мнению участников рынка) привели к резкому укреплению евро относительно доллара и других мировых валют. Произошедшее укрепление доллара США оказалось более быстрым, чем ожидалось, однако в целом колебания его курса остаются в пределах, прогнозируемых участниками рынка и Банком России.

В течение ближайших двух кварталов возможно дальнейшее укрепление доллара США на фоне сохраняющейся разницы в фазах денежно-кредитной политики США и остальных стран. ФРС США раньше других переходит к нормализации денежно-кредитной политики, что способствует сохранению положительного (для доллара США) соотношения процентных ставок в США и других развитых странах. Укрепление доллара США может привести к новому снижению цены на нефть и другие сырьевые товары, что окажет дополнительное негативное воздействие на экономический рост в странах-экспортерах, в том числе в России. Вместе с тем существует вероятность, что, повышая ставки в декабре, ФРС может убедить рынок в том, что дальнейшая траектория повышения ставок будет более плавной. При таком развитии ситуации курс доллара может впоследствии немного ослабнуть.

Доходности на рынках государственных ценных бумаг несколько выросли в октябре на фоне ужесточения риторики представите-

лей ФРС США, однако в ноябре снижение возобновилось. В ближайшие один-два квартала долгосрочные ставки, скорее всего, останутся на прежнем уровне, небольшой рост возможен, но маловероятен, поскольку ожидается плавный процесс повышения ключевой ставки ФРС. Низкое инфляционное давление и слабость индикаторов деловой активности в США ограничивают потенциал роста ставок.

В сентябре-октябре на мировых фондовых рынках складывалась благоприятная ситуация: фондовые индексы росли на фоне выхода макроэкономической статистики лучше ожиданий аналитиков, индикаторы восприятия риска участниками рынка значительно снизились благодаря некоторой стабилизации ситуации в Китае. В октябре, по данным EPFR, впервые за четыре месяца был зафиксирован приток капитала в СФР.

Однако октябрьский рост фондовых рынков и приток капитала, скорее всего, носили временный характер. Текущие оценки акций компаний находятся на исторически высоких уровнях, при этом темпы экономического роста в большинстве стран остаются сравнительно низкими. В подтверждение этой гипотезы в ноябре мировые фондовые рынки отреагировали на «вербальные интервенции» ФРС: рост индексов приостановился, возобновился отток капитала из СФР. В ближайшие один-два квартала при отсутствии новых шоков индикаторы

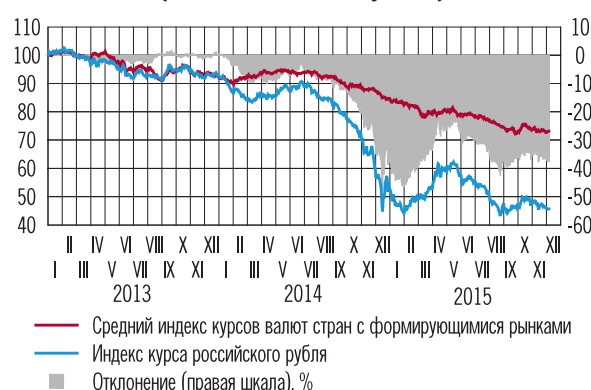


Рисунок 1.1.11

**Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками (базисных пунктов)\***

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

Рисунок 1.1.12

**Индексы курсов валют к доллару США\* (1.01.2013 = 100, пунктов)**

\* Средний индекс по развивающимся странам является средним геометрическим курсов к доллару США венгерского форинта, бразильского реала, турецкой лиры, мексиканского песо, польского злотого, румынского лея, малайзийского ринггита, филиппинского песо, индонезийской и индийской рупий.

Источники: Bloomberg, расчеты банка России.

торы восприятия риска инвесторами ожидаются на низком уровне, существенные коррекции на фондовых рынках маловероятны.

В октябре-ноябре российский финансовый рынок оказался несколько в стороне от тенденций, формировавших ситуацию на мировых рынках. Премии по 5-летним CDS на Россию и доходности еврооблигаций российских эмитентов в сентябре-ноябре быстро снижались. Эта тенденция продолжилась и в ноябре, несмотря на некоторое снижение спроса на рисковые активы на мировых финансовых рынках. Существующий разрыв в премиях по CDS между Россией и другими странами — экспортерами нефти практически закрылся. Снижение CDS-премий происходило быстрее, чем ожидалось, оказывая поддержку курсу рубля. Вероятнее всего, причинами ускоренного снижения CDS-премий стали некоторая стабилизация ситуации на Украине, выход более хорошей, чем ожидалось, макроэкономической статистики, а также появившиеся надежды участников рынка на прогресс в процессе снятия международных санкций в отношении России после вмешательства России в события в Сирии (рис. 1.1.12, 1.1.13).

В условиях стабилизации цен на нефть в дальнейшем можно ожидать незначительного снижения премий по CDS. Снижение премии за риск по России (особенно — большее, чем предполагает изменение цен на нефть) свиде-

Рисунок 1.1.13

**Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков\***

\* Показатели доходности и дюрации (IG) и (NIG) рассчитываются по индексному портфелю еврооблигаций с рейтингами инвестиционного и верхнего неинвестиционного классов соответственно.

Источник: информационное агентство «Сбондс.ру».

тельствует о более позитивном восприятии российской экономики инвесторами и оказывает поддержку рублю.

На фоне снижения премий за риск и роста спроса со стороны инвесторов на активы СФР в октябре состоялся ряд размещений еврооблигаций крупных российских компаний на международных рынках (рис. 1.1.13). В то же время объемы размещения по историческим меркам остаются крайне малы, рост объема размещений, скорее всего, носит временный характер. Для большинства российских заемщиков доступ на внешние рынки капитала остается закрытым. Недоступность внешних рынков огра-

ничивает потенциальный позитивный эффект от снижения премий за риск на Россию.

В целом в сентябре-ноябре динамика курса рубля была разнонаправленной. В период с начала сентября до середины октября рубль демонстрировал тенденцию к укреплению на фоне роста нефтяных цен и снижения рисковой премии на российские активы. Однако вслед за начавшимся во второй половине октября снижением цен на нефть курс рубля упал, в результате итоговое удешевление рубля относительно доллара США с начала сентября составило более 3%. От более сильного ослабления рубль защищало продолжающееся снижение CDS. Банк России не ожидает значительных изменений курса национальной валюты в краткосрочной перспективе, при этом основными факторами курсовой динамики останутся нефтяные цены и премия за риск.

По оценкам Банка России, реальный эффективный курс рубля по состоянию на ноябрь 2015 г. находился вблизи равновесия.

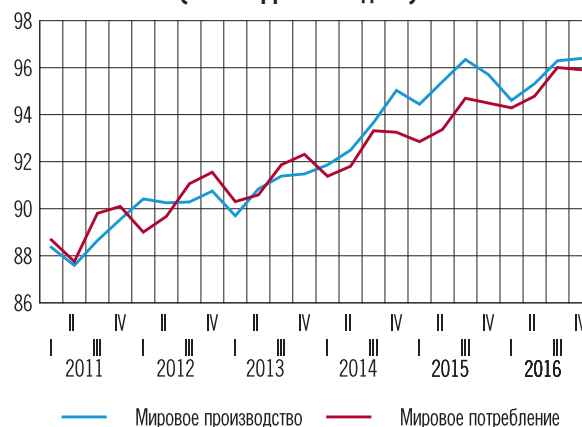
## Условия торговли

Мировые цены на основные товары российского экспорта в сентябре-ноябре 2015 г. в условиях избытка предложения и слабого спроса продолжали снижаться, что привело к дальнейшему ухудшению условий торговли.

Несмотря на небольшой рост в сентябре – начале октября, цена на нефть марки «Юралс» снизилась с 54,6 долл. США за баррель в июне-августе 2015 г. до 45,6 долл. США за баррель в сентябре-ноябре 2015 года. Данное снижение оказалось более существенным, чем предполагалось в базовом прогнозе в предыдущем Докладе.

Снижение цены на нефть было обусловлено увеличением коммерческих запасов в странах – членах Организации экономического сотрудничества до максимального значения с 1984 года. Понижительное давление также оказал рост курса доллара США на фоне ожиданий повышения ключевой процентной ставки США в декабре 2015 года. Кроме того, снижению цен способствовало усиление конкуренции на европейском рынке в связи с началом импорта нефти из Саудовской Аравии и ожидани-

Рисунок 1.1.14  
Соотношение мирового производства и потребления нефти и другого жидкого топлива (млн баррелей в день)\*



\* Прогноз с IV квартала 2015 года.

Источник: Управление по информации в области энергетики США.

ями возобновления поставок иранской нефти после снятия санкций.

На этом фоне Банк России ожидает, что в ближайшие месяцы цены на нефть будут находиться на более низких уровнях, чем прогнозировалось в предыдущем Докладе. В условиях сохранения значительного избытка предложения, по крайней мере до конца 2015 г., цена на нефть марки «Юралс» сохранится вблизи текущего уровня (рис. 1.1.14). В I квартале 2016 г. может начаться плавное восстановление цен на нефть (рис. 1.1.15). Росту цен будет способствовать уменьшение предложения вне Организации стран – экспортеров нефти (ОПЕК) на 0,3–0,6 млн баррелей в день в среднем в 2016 г. в результате сокращения инвестиций в разработку месторождений и добычу более чем на 20% в 2015 году.

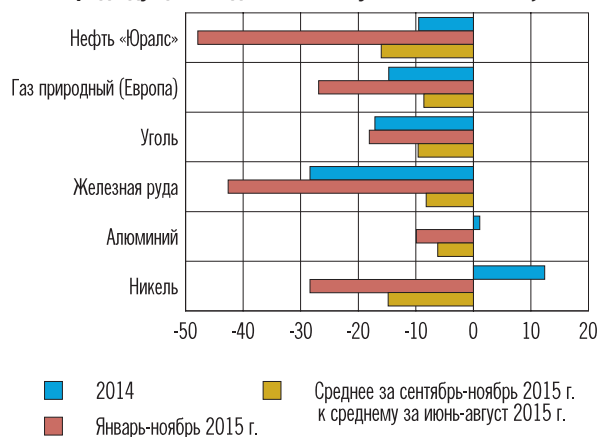
Вместе с тем понижительное давление на нефтяные цены по-прежнему будут оказывать укрепление доллара США и конкуренция внутри ОПЕК. После снятия санкций в первой половине 2016 г. поставки сырой нефти из Ирана могут увеличиться к концу следующего года по сравнению с текущим уровнем на 0,5–1,0 млн баррелей в день, что усугубит проблему избытка предложения. Другие страны – члены ОПЕК, скорее всего, будут поддерживать объем добычи на высоком уровне, стремясь сохранить и увеличить долю рынка. Существенным фактором неопределенности останется объем

Рисунок 1.1.15

**Динамика мировых цен на нефть  
(долл. США за баррель)**

Источники: Reuters, EIU, EIA, Consensus Economics.

Рисунок 1.1.16

**Динамика мировых цен на основные товары  
российского экспорта (к соответствующему периоду  
предыдущего года, если не указано иное, %)**

Источники: Всемирный банк, по нефти — Reuters.

добычи из нетрадиционных источников, устойчивость которого может помешать сокращению избытка предложения и восстановлению баланса на мировом рынке нефти. Более того, из-за замедления экономического роста и снижения энергоемкости экономики уменьшится прирост спроса со стороны Китая, занимающего второе место в мире по объему потребления нефти и первое — по его приросту. Таким образом, сохраняются риски снижения прогноза цен на нефть.

Снижение мировых цен на другие ключевые экспортные товары России, которое происходило на протяжении последних лет, в сентябре-ноябре 2015 г. продолжилось. Природный газ на европейском рынке подешевел в условиях высокого уровня запасов и корректировки контрактных цен, привязанных к ценам на нефть. Мировые цены на уголь и металлы продолжали снижаться на фоне замедления роста спроса со стороны Китая, на который приходится около половины мирового потребления угля и металлов, а также из-за укрепления доллара США.

В ближайшие кварталы в условиях сохранения действия вышеуказанных факторов цены на газ, уголь и металлы останутся на низком уровне (рис. 1.1.16).

Снижение мировых цен на товарных рынках негативно повлияло на внешнюю торговлю России (подробнее — см. раздел «Динамика основных статей платежного баланса в III квартале 2015 года» Приложения). В январе-сентябре 2015 г. падение цен на нефть, нефтепродукты, газ, уголь, железную руду и никель привело к уменьшению поступлений от экспорта данных категорий товаров по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года более чем на 110 млрд долл. США, что внесло основной вклад в сокращение совокупного экспорта. Данное снижение лишь частично было компенсировано ростом физического объема поставок нефти. Снижение цен на сырьевые товары негативно сказывается на доходах государственного бюджета и на инвестиционной привлекательности России.

## 1.2. Внутренние финансовые условия

Финансовые условия на внутреннем рынке в сентябре-ноябре 2015 г. продолжали смягчаться. Доходность ценных бумаг и ставки по банковским кредитам и депозитам последовательно снижались под влиянием как уже реализованного, так и ожидаемого участниками рынка дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики. На этом фоне наметившееся в середине года некоторое оживление корпоративного кредитования продолжилось. Тем не менее наблюдаемый рост корпоративного кредитного портфеля банков остается слабым (при этом розничный кредитный портфель продолжает снижаться), что, в частности, объясняется сохранением повышенных требований банков к заемщикам и качеству обеспечения по кредитам. Относительно жесткие условия кредитования в сочетании с высокой долговой нагрузкой заемщиков и снижением экономической активности будут способствовать сохранению умеренных темпов роста денежных и кредитных агрегатов. Это, в свою очередь, не создает существенных проинфляционных рисков со стороны денежного предложения.

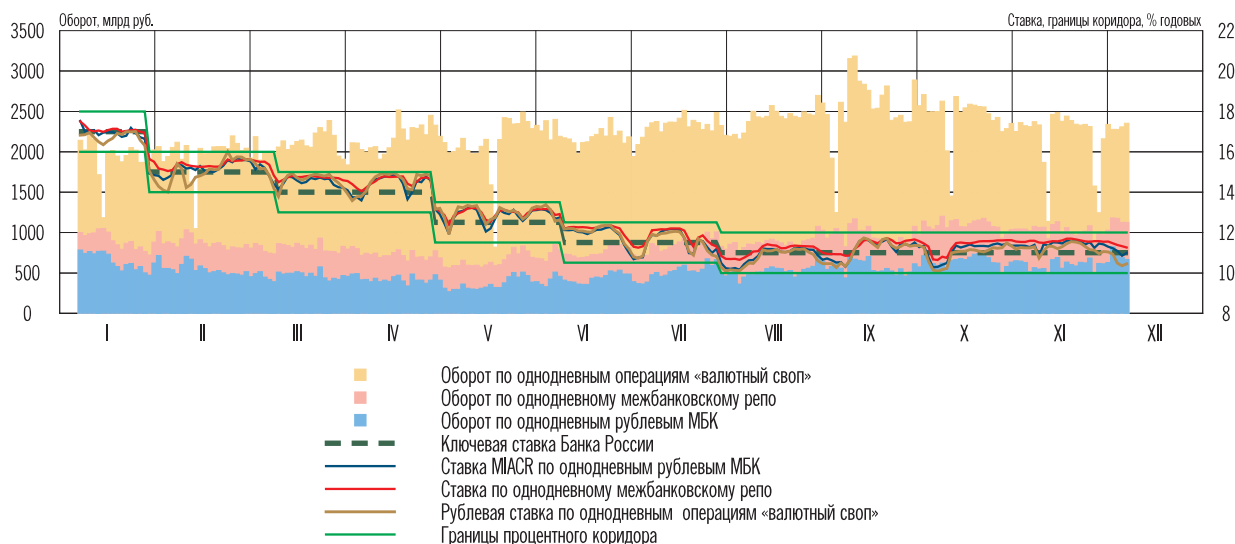
## Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора

Ставки денежного рынка в сентябре-ноябре 2015 г. продолжали формироваться внутри процентного коридора Банка России (рис. 1.2.1). При этом структура операций отдельных участников денежного рынка и факторы формирования ликвидности банковского сектора определяли динамику спреда ставок МБК к ключевой ставке Банка России.

В рассматриваемый период наблюдался приток ликвидности в банковский сектор (рис. 1.2.2). Основным его источником стали операции Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств на депозиты в банках. Рост объема этих операций происходил за счет конвертации Минфином России средств Резервного фонда для осуществления предстоящих в конце года бюджетных расходов в условиях прогнозируемого дефицита федерального бюджета. Дополнительным источником увеличения средств в банковском секторе стали перечисление средств государственной корпорации

Рисунок 1.2.1

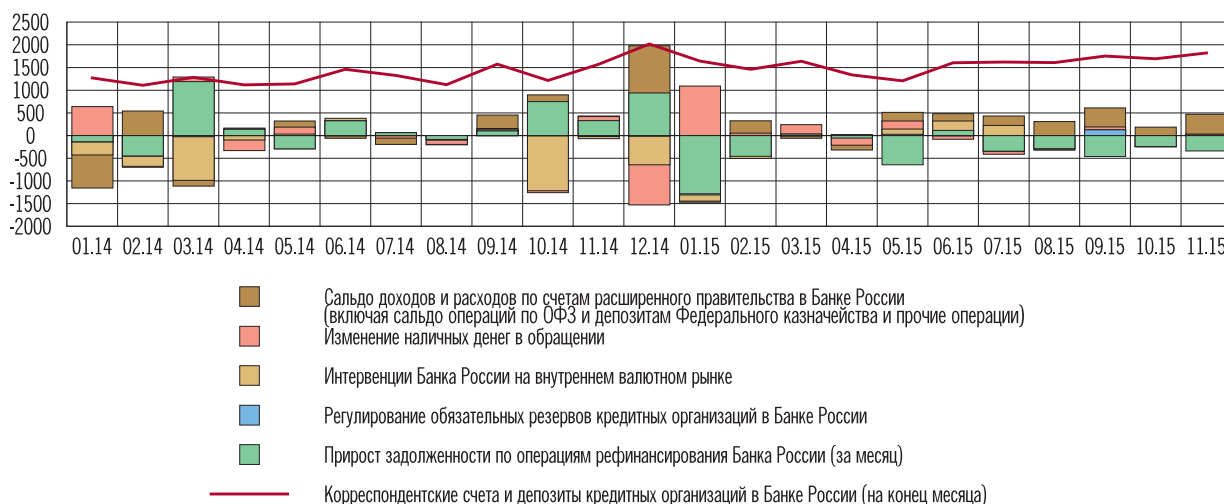
Процентные ставки и обороты на денежном рынке в 2015 году



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.2

## Динамика ликвидности банковского сектора и факторов ее формирования (млрд руб.)



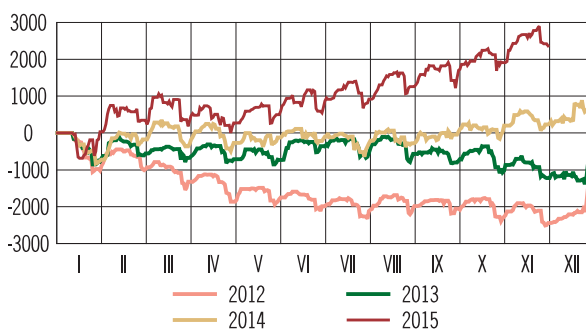
Источник: Банк России.

«Агентство по страхованию вкладов» для санации проблемных банков и выплат страхового возмещения вкладчикам, операции по инвестированию средств Фонда национального благосостояния и размещение на банковские депозиты средств местных бюджетов и внебюджетных фондов (рис. 1.2.3). Динамика изменения наличных денег в обращении была близка к традиционной траектории и также привела к небольшому увеличению объема ликвидности в банковском секторе (рис. 1.2.4).

Приток средств в банковский сектор привел к необходимости снижения объемов предоставления ликвидности Банком России. В результате совокупная задолженность банков по операциям рефинансирования снизилась с 4,3 трлн руб. на начало сентября до 3,3 трлн руб. в конце ноября 2015 года. Исходя из оценки потребности кредитных организаций в ликвидности в IV квартале 2015 – I квартале 2016 г., Банк России постепенно сокращал объем предоставления средств в рамках кредитных аукционов под залог нерыночных активов. За рассматриваемый период задолженность банков по этим операциям сократилась на 0,6 трлн руб. и в начале декабря составила 2,0 трлн рублей. Для оперативного управления ликвидностью банковского сектора и воздействия на ставки денежного рынка Банк России по-прежнему использовал недельные операции репо. В зависимости от краткосрочной потребности банковского сектора в ликвидности в сентябре-ноябре 2015 г. задолженность банков по этим операци-

Рисунок 1.2.3

## Изменение остатков средств расширенного правительства на счетах в Банке России («+» – снижение, «-» – увеличение, накопленным итогом с начала года, млрд руб.)\*



\* Включая операции Федерального казначейства по размещению временно свободных бюджетных средств в кредитных организациях, операции Министерства финансов с ОФЗ и прочие операции.

Источник: Банк России.

ям изменялась в диапазоне от 0,6 до 1,4 трлн руб. и на начало декабря составила 1,0 трлн руб. (в начале сентября – 1,2 трлн руб.) (рис. 1.2.5).

Несмотря на снижение потребности банковского сектора в ликвидности в сентябре-ноябре 2015 г., спрос банков на аукционах Банка России зачастую превышал объем предлагаемых к размещению средств. Это связано с тем, что значительная часть банков все еще сталкивается со сложностями при прогнозировании и переоценивает собственную потребность в ликвидности. Повышенный спрос на операции Банка России со стороны этих участников рынка приводил к значительному росту ставок привлечения средств по итогам проводимых аукционов. При этом существенного увеличения

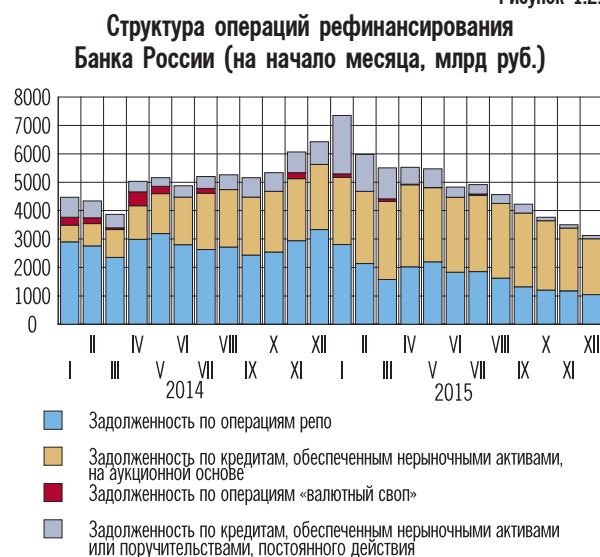


Рисунок 1.2.4



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.5



Источник: Банк России.

Таблица 1.2.1

**Прогноз факторов формирования ликвидности  
банковского сектора (трлн руб.)**

|                                                                                                                 |           | 2013<br>(факт) | 2014<br>(факт) | 2015 <sup>1</sup><br>(оценка) | I квартал 2016<br>(прогноз) |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|----------------|----------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Всего по факторам формирования ликвидности                                                                      | 1=2+3+4+5 | -1,7           | -2,6           | [3,0; 3,5]                    | [1,3; 1,5]                  |
| в том числе:                                                                                                    |           |                |                |                               |                             |
| – изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции <sup>2</sup> | 2         | -0,4           | 0,9            | [1,8; 2,2]                    | [0,5; 0,7]                  |
| – изменение наличных денег в обращении                                                                          | 3         | -0,5           | -0,3           | [0,3; 0,4]                    | [0,5; 0,7]                  |
| – интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и операции по покупке монетарного золота <sup>3</sup>   | 4         | -0,9           | -3,1           | [0,8]                         | [0,1; 0,2]                  |
| – регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России                                      | 5         | 0              | -0,1           | [0,1]                         | [0; 0,1]                    |
| Изменение свободных банковских резервов <sup>4</sup>                                                            | 6         | 0              | 0,2            | [0,2; 0,3]                    | [-0,7; -0,3]                |
| Прирост задолженности по операциям рефинансирования Банка России                                                | 7 = 6 - 1 | 1,7            | 2,8            | [-3,3; -2,7]                  | [-2,0; -1,8]                |
| Справочно: задолженность по операциям рефинансирования Банка России (на конец периода) <sup>5</sup>             | 8         | 4,5            | 7,3            | [4,0; 4,6]                    | [2,0; 2,8]                  |

<sup>1</sup> Январь-ноябрь 2015 г. – факт, декабрь 2015 г. – оценка.<sup>2</sup> Включая процентные платежи по операциям рефинансирования Банка России.<sup>3</sup> В предыдущих выпусках Доклада данные операции относились к изменению остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочим операциям.<sup>4</sup> Спрос на свободные банковские резервы в течение прогнозного периода определяется исходя из остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России (с учетом усредняемой величины обязательных резервов и потребности кредитных организаций в средствах для осуществления расчетов и в связи с мотивами предосторожности) и уровня депозитов кредитных организаций в Банке России.<sup>5</sup> За исключением субординированных кредитов Сбербанку России и облигаций отдельных кредитных организаций в портфеле Банка России.

Источник: Банк России.

использования банками операций постоянно-го действия не произошло. Основным ориентиром для банков, привлекающих средства по высоким процентным ставкам, является ставка, сформированная по итогам предыдущих аукционов Банка России, а не ожидаемая на предстоящей неделе стоимость привлечения средств на рынке МБК или объективная оценка будущей потребности в ликвидности. Формирование высоких ставок отсечения по итогам аукционов

Банка России не приводило к существенному росту ставок денежного рынка. Это свидетельствует о достаточности предоставляемого объема ликвидности Банком России банковскому сектору в целом. В большинстве случаев банки, предъявлявшие повышенный спрос на аукционах Банка России, в дальнейшем перераспределяли эти средства на денежном рынке. При этом зачастую данные средства размещались банками по ставкам ниже стоимости привлече-



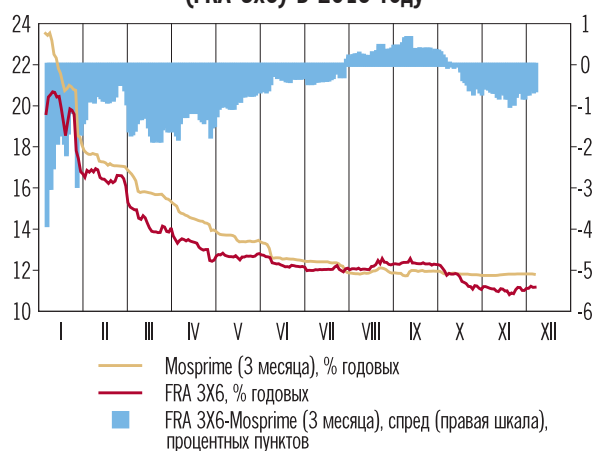
ния средств у Банка России. За счет перераспределения средств на рынке МБК удовлетворялся спрос и тех банков, заявки которых были ниже ставок отсеечения на аукционах.

В этих условиях средний спред ставки «овернайт» МБК к ключевой ставке Банка России в рассматриваемый период составил около 20 базисных пунктов, при этом его динамика была неравномерной. Во второй-третьей декадах сентября-ноября процентные ставки в сегменте «овернайт» денежного рынка находились преимущественно выше ключевой ставки Банка России (рис. 1.2.1). Этому способствовал тот факт, что крупные банки значительную часть своего спроса на рублевую ликвидность удовлетворяли за счет привлечения средств в сегменте «овернайт» денежного рынка, что периодически обуславливало расширение спреда ставок МБК к ключевой ставке Банка России. Локальные переходы ставок в нижнюю половину процентного коридора Банка России традиционно происходили в первых декадах каждого месяца, что было вызвано снижением спроса кредитных организаций на ликвидность в условиях завершения периода усреднения обязательных резервов<sup>1</sup>.

Повышательное давление на ставки МБК оказало также перераспределение объемов заимствований некоторых банков между рынками МБК и биржевых валютных свопов. Это способствовало увеличению среднедневного оборота по однодневным МБК в сентябре-ноябре примерно на 100 млрд руб. по сравнению с июнем-августом 2015 г., при этом оборот по однодневным валютным свопам, напротив, снизился на аналогичную сумму. Кроме того, на этом фоне в рассматриваемый период также увеличился спред между ставкой по однодневным

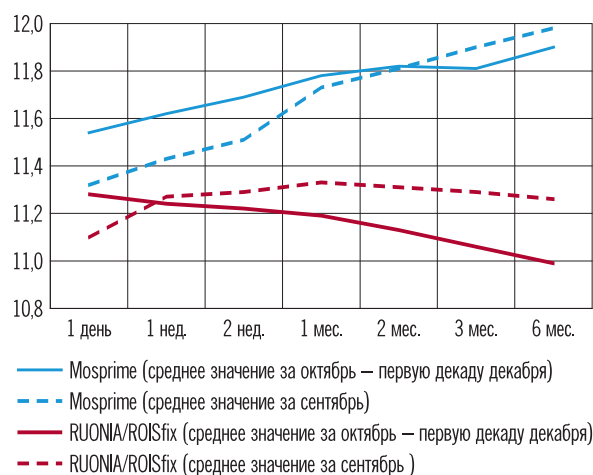
<sup>1</sup> Механизм усреднения обязательных резервов предполагает поддержание среднего уровня остатков средств на корреспондентских счетах банков в Банке России за определенный период времени на уровне не ниже нормативов обязательных резервов. Банки стараются выполнить указанный норматив с опережением, используя дополнительный приток ликвидности и возможность привлечения средств на рынке по более низким ставкам в начале периода усреднения обязательных резервов, до налогового периода. В итоге в конце периода усреднения, в начале календарного месяца, многие банки уже практически выполнили усреднение обязательных резервов, в результате их спрос на ликвидность в конце периода усреднения снижается и носит менее устойчивый характер.

Рисунок 1.2.6  
Спред между ставкой Mosprime (3 месяца) и форвардным контрактом на ставку Mosprime (FRA 3x6) в 2015 году



Источники: Банк России, Bloomberg.

Рисунок 1.2.7  
Срочная структура процентных ставок на денежном рынке (% годовых)



Источник: Банк России.

МБК и вмененной рублевой ставкой по операциям «валютный своп», составив в среднем 10 базисных пунктов (в предыдущие месяцы 2015 г. спред был преимущественно околонулевым).

В декабре 2015 г. ожидается рост потребности кредитных организаций в операциях рефинансирования Банка России. По сравнению с прогнозом, представленным в сентябрьском выпуске Доклада о денежно-кредитной политике<sup>2</sup>, оценка задолженности банков по дан-

<sup>2</sup> В сентябрьском Докладе о денежно-кредитной политике оценка потребности в ликвидности по итогам года составляла 4,6-5,6 трлн рублей.

ным операциям на конец 2015 г. была уточнена и составляет 4,0–4,6 трлн руб. (табл. 1.2.1). Это связано с повышением определенности относительно возможной величины бюджетных расходов, финансируемых за счет средств Резервного фонда. В условиях наличия значительного объема свободного рыночного обеспечения у кредитных организаций Банк России планирует компенсировать рост потребности банковского сектора в ликвидности за счет увеличения объемов предоставления средств в рамках аукционных операций репо Банка России.

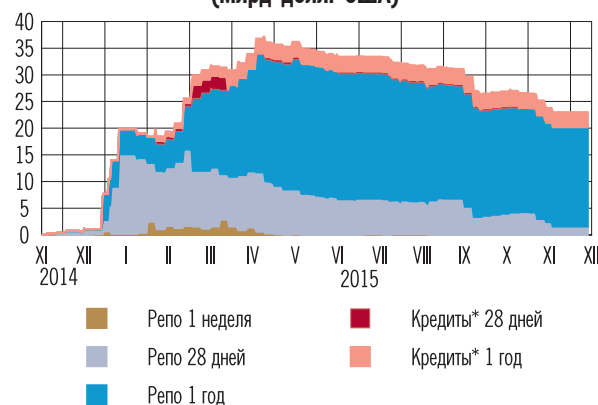
Участники рынка процентных деривативов ожидают снижения ключевой ставки Банка России на 75–100 базисных пунктов на горизонте трех месяцев. Об этом свидетельствует спред между форвардными контрактами на ставку Mosprime сроком 3 месяца (FRA 3x6) и ее текущим значением, который в октябре 2015 г. перешел в отрицательную область и стабилизировался на уровне около -80 базисных пунктов (рис. 1.2.6). Кроме того, в октябре – первой декаде декабря по сравнению с сентябрем 2015 г. снизились ставки Mosprime срочностью 3 и 6 месяцев (рис. 1.2.7), а форма кривой OIS (overnight index swap) стала инвертированной, что также свидетельствует о наличии у участников денежного рынка ожиданий снижения ключевой ставки Банка России. По оценкам Банка России, вмененная ставка RUONIA, заложенная в текущую форму кривой ROISfix (по состоянию на 4.12.2015), на горизонте трех месяцев составляет около 10,6%.

## Валютный рынок и операции Банка России с иностранной валютой

Курс доллара США к рублю за период с сентября по первую декаду декабря 2015 г. незначительно снизился (рис. 1.2.10). Основной вклад в курсовые колебания в течение этого периода вносили внешнеэкономические факторы, в частности динамика цен на нефть и ожидания по поводу начала цикла ужесточения денежно-кредитной политики ФРС США, а также снижение премии за страновой риск к доходности рублевых финансовых активов.

Рисунок 1.2.8

### Задолженность кредитных организаций перед Банком России по валютным инструментам рефинансирования (млрд долл. США)



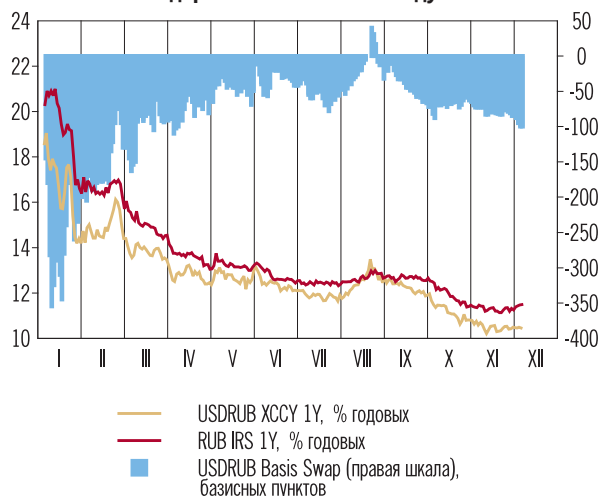
\* Кредиты Банка России в долларах США, обеспеченные залогом прав требования по кредитам в долларах США.  
Источник: Банк России.

Укрепление рубля в первой половине октября происходило на фоне роста котировок нефтяных фьючерсов выше 50 долл. США за баррель. Также этому способствовал рост склонности глобальных инвесторов к риску, обусловленный усилением ожиданий переноса повышения ключевой ставки ФРС США на 2016 год. В ноябре – первой декаде декабря в условиях снижения цен на нефть ниже 45 долл. США за баррель и укрепления доллара США на международном рынке (после заявлений руководства ФРС США о вероятном повышении ключевой ставки на декабрьском заседании) рубль вновь ослаб. В этих условиях определенную поддержку ему оказали значительные объемы продажи экспортной валютной выручки и рост привлекательности российских финансовых активов на фоне наметившейся консолидации позиции западных стран и России в отношении военной операции в Сирии. После инцидента со сбитым российским бомбардировщиком геополитические риски вновь возросли. В этих условиях, а также на фоне решения ОПЕК не устанавливать официальные ограничения на объем добычи нефти и продолжившегося усиления ожиданий повышения ключевой ставки ФРС США в начале декабря курс рубля достиг минимального значения с первой декады сентября 2015 года.

При этом показатели как реализованной, так и вмененной волатильности валютного курса на протяжении рассматриваемого периода преи-

Рисунок 1.2.9

## Ставки по процентным и валютно-процентным деривативам в 2015 году



Источник: Bloomberg.

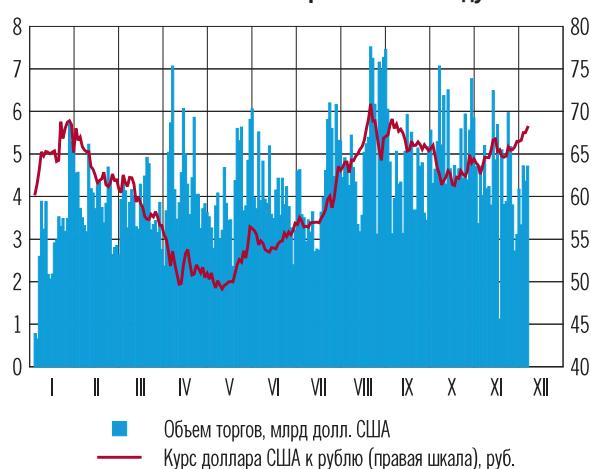
мущественно снижались, стабилизовавшись в ноябре – первой декаде декабря на уровне около 20 процентных пунктов (рис. 1.2.11). Это отчасти обусловлено как уменьшением волатильности нефтяных котировок, так и некоторым снижением эластичности курса рубля по ценам на нефть в сентябре – первой декаде декабря 2015 г. (до средних в 2015 г. уровней) после ее резкого и отчасти избыточного роста в августе.

В среднесрочной перспективе уровень курсовой волатильности будет и далее постепенно снижаться на фоне продолжающейся адаптации экономических агентов к плавающему валютному курсу и складывающимся внешнеэкономическим условиям.

Ситуация с валютной ликвидностью у российских банков в сентябре-ноябре 2015 г. оставалась благоприятной. В этих условиях спрос кредитных организаций на инструменты валютного рефинансирования Банка России снижался. В результате в рассматриваемый период задолженность по сделкам репо и кредитным аукционам Банка России в иностранной валюте (рис. 1.2.8) сократилась более чем на 7 млрд долл. США и к концу ноября составила 23,7 млрд долл. США. В сентябре-ноябре снижались рублевые ставки по годовым кросс-валютным (XCCY 1Y) и процентным свопам (IRS 1Y), при этом спред между данными ставками оставался стабильным, находясь в пределах 80 базисных пунктов (рис. 1.2.9). Это также свидетель-

Рисунок 1.2.10

## Динамика объема торгов и курса доллара США к рублю на Московской Бирже в 2015 году



Источник: Reuters.

Рисунок 1.2.11

## Динамика вмененной и реализованной волатильности курса доллара США к рублю в 2015 году (процентных пунктов)



Источник: Bloomberg.

ствовало об отсутствии проблем с долларовой ликвидностью у российских банков.

По оценкам Банка России, предстоящие в декабре 2015 г. платежи по внешней задолженности российских банков и компаний не окажут значительного давления на валютный курс. Чистые поступления по текущему счету платежного баланса в совокупности с накопленными валютными активами российских банков и компаний позволят им бесперебойно осуществлять платежи, не предъявляя дополнительного спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке. Кроме того, для обеспечения более гибкого управления банками собственной валютной ликвидностью Банк России при-

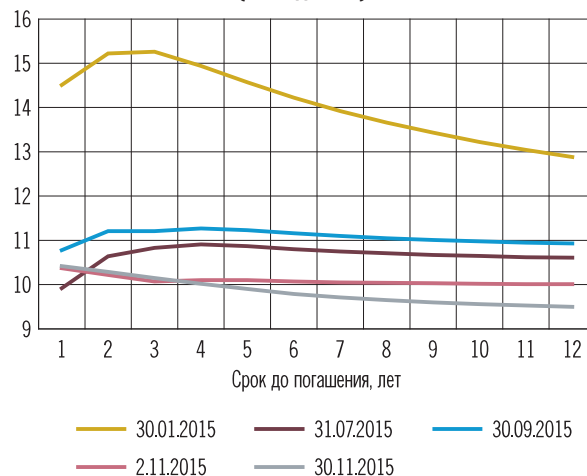
нял решение возобновить с 14 декабря 2015 г. проведение операций репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев. При этом Банк России допускает возможность перераспределения общей задолженности по аукционам репо в иностранной валюте между данными операциями на сроки 1 неделя, 28 дней и 12 месяцев. Параметры проведения аукционов по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе Банк России по-прежнему будет определять с учетом потребности банковского сектора в валютной ликвидности (в том числе на основе прогноза платежного баланса) и ситуации на внутреннем валютном рынке.

## Цены активов и долгового рынок

Конъюнктура российского рынка ценных бумаг в сентябре-ноябре 2015 г. была более благоприятной, чем в летние месяцы. Отсутствовали значительные внешние шоки, в частности связанные с негативными действиями международных агентств в отношении кредитного рейтинга России; ситуация в смежных сегментах внутреннего финансового рынка была относительно стабильной. Положительное влияние на динамику ценовых и объемных показателей рынка ценных бумаг оказали усилившиеся в конце октября – ноябре ожидания участников рынка относительно снижения Банком России ключевой ставки в течение ближайшего квартала (рис. 1.2.12). Дополнительным сильным сигналом к изменению рыночных ожиданий стал комментарий Банка России (в пресс-релизе по итогам заседания Совета директоров 30 октября 2015 г.) о готовности снизить на одном из ближайших заседаний ключевую ставку по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом.

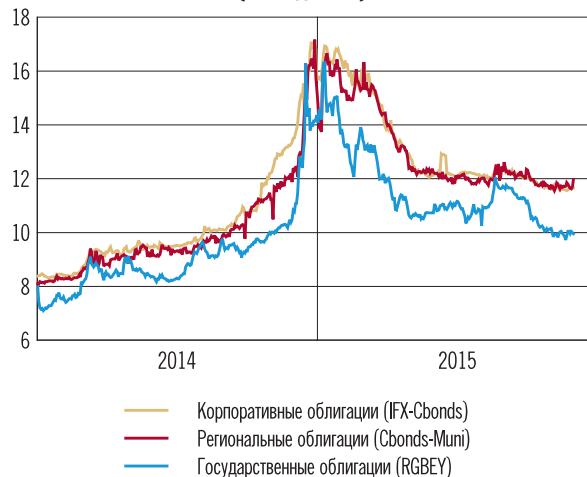
В течение рассматриваемого периода доходность облигаций снижалась, при этом наиболее заметно – в сегменте государственных ценных бумаг. В середине ноября доходность ОФЗ на вторичном рынке опустилась до минимального значения с конца октября 2014 года. Конъюнктура рынка акций также улучшилась, при этом рублевый индекс ММВБ достиг годового максимума. К концу ноября 2015 г. доходность государственных, корпоративных и региональ-

Рисунок 1.2.12  
Срочная структура бескупонной доходности ОФЗ (% годовых)



Источники: ФБ ММВБ; рассчитано по методике, разработанной совместно с Банком России.

Рисунок 1.2.13  
Доходность облигаций (% годовых)



Источники: ФБ ММВБ, информационное агентство «Сбондс.ру».

ных облигаций понизилась по сравнению с концом декабря 2014 г. на 4,4; 4,0 и 3,6 процентного пункта соответственно (рис. 1.2.13, 1.2.14).

В условиях снижающейся доходности, роста спроса инвесторов на рублевые финансовые активы и сохраняющихся трудностей с привлечением внешних займов эмиссионная активность на внутреннем долговом рынке в сентябре-ноябре повысилась (рис. 1.2.15, 1.2.16). По объему покупок на первичном рынке традиционно лидировали банки, проявляя наибольший интерес к ОФЗ. Второе место сохраняли НПФ, заметно нарастившие вложения в инфраструктурные облигации. В целом банки и НПФ выкупили более двух третей от общего объема размещенных на внутреннем рынке облигаций.

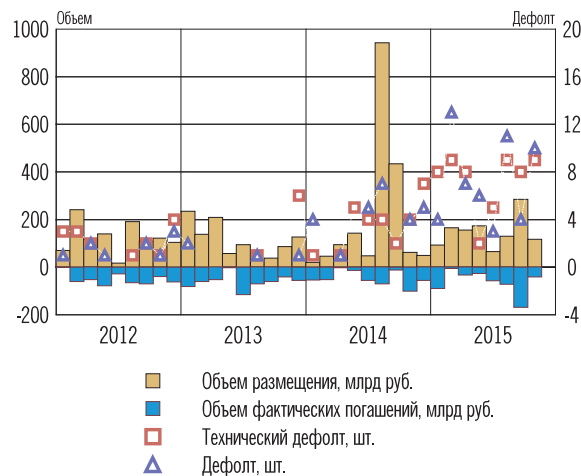
Рисунок 1.2.14



Источник: ФБ ММВБ.

Рисунок 1.2.16

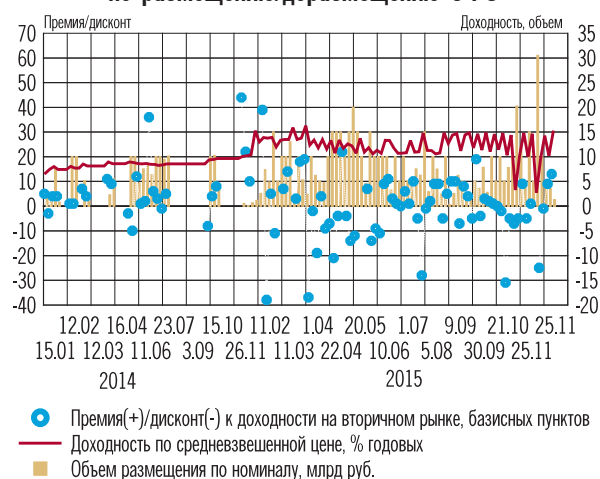
**Размещение на ФБ ММВБ и погашение корпоративных облигаций (дефолты по выпускам облигаций)**



Источники: ФБ ММВБ, информационное агентство «Сбондс.ру», расчеты Банка России.

Рисунок 1.2.15

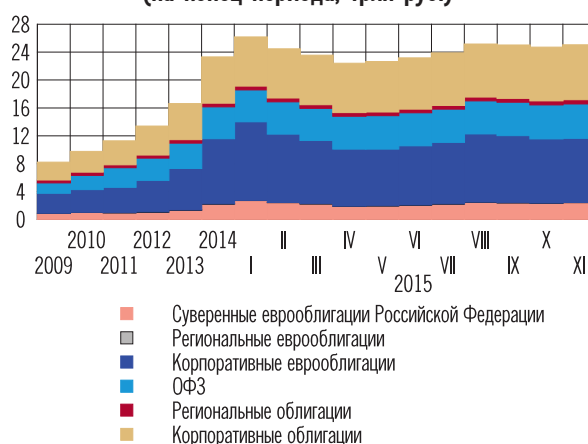
**Аукционы Минфина России по размещению/доразмещению ОФЗ**



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

Рисунок 1.2.17

**Объем российских облигаций в обращении (на конец периода, трлн руб.)\***



\* В 2014-2015 гг. — с учетом выпусков ОФЗ, переданных государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» для докапитализации российских банков.

Источники: ФБ ММВБ, информационное агентство «Сбондс.ру».

Иностранные инвесторы увеличили инвестиции в корпоративные и региональные облигации, сохранив при этом сопоставимые с предыдущими месяцами объемы вложений в ОФЗ. Российские бумаги были интересны нерезидентам в том числе для использования в сделках «carry trade» в условиях все еще высокой доходности на российском рынке по сравнению со ставками на рынках развитых стран, а также многих стран с формирующимися рынками. Темп прироста совокупного рыночного портфеля обращающихся на внутреннем рынке облигаций в сентябре-ноябре ускорился и составил 4,1% (в июне-августе – 2,7%) (рис. 1.2.17).

Увеличение объема размещения облигаций и высокий спрос на ценные бумаги со сторо-

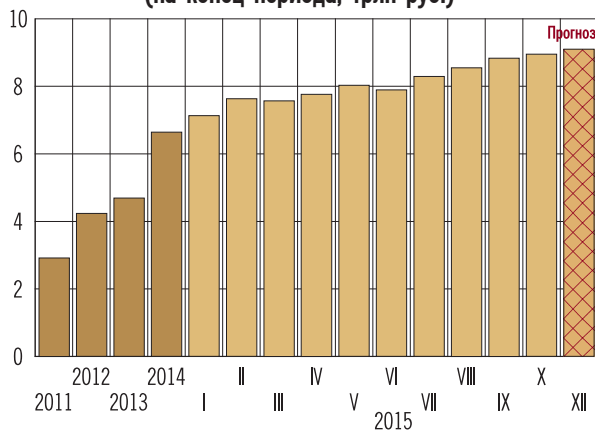
ны кредитных организаций в сочетании с расширением Банком России Ломбардного списка и продолжением реализации программы докапитализации банков через механизм ОФЗ обусловили увеличение объема рыночного обеспечения у банков до 8,9 трлн руб. на 1 ноября 2015 г. с 6,6 трлн руб. на начало года (рис. 1.2.18). Прогнозная оценка этого показателя на конец 2015 г. была повышена до 9,1 с 8,5 трлн руб. по сравнению с представленной в сентябрьском Докладе.

Несмотря на наметившиеся позитивные тенденции, в ближайшие месяцы не исключено повышение волатильности котировок ценных бумаг на внутреннем рынке. Конъюнктура рынка будет определяться ожиданиями и возможными



Рисунок 1.2.18

**Ценные бумаги, принадлежащие банкам и входящие в Ломбардный список Банка России (на конец периода, трлн руб.)\***



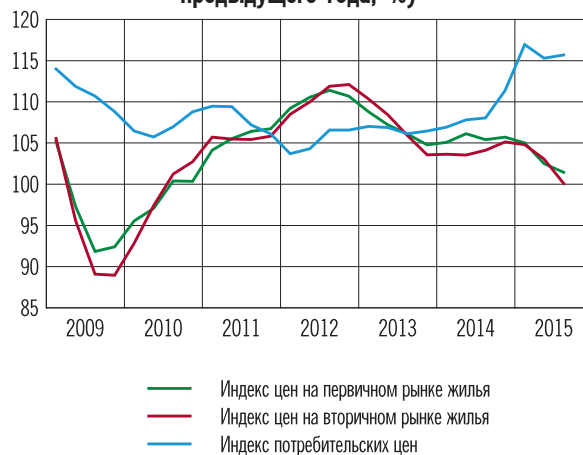
\* С учетом ценных бумаг, переданных в обеспечение по сделкам репо.  
Источник: Банк России.

ми последствиями решения ФРС США по ставке, сокращением инвестиций НПФ в финансовые активы в связи с «заморозкой» с 1 января 2016 г. пенсионных накоплений, сезонным снижением торговой активности и пересмотром портфелей ценных бумаг участниками рынка в начале календарного года. В то же время эффект от действия перечисленных факторов будет краткосрочным и не приведет к существенной коррекции цен акций и доходности облигаций. По оценкам Банка России, на более длинном горизонте (один год) участники рынка ОФЗ ждут снижения доходности краткосрочных (однолетних) облигаций до 7,4% годовых, что в том числе свидетельствует о сохранении у них ожиданий продолжения смягчения Банком России денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе.

Спрос населения на жилую недвижимость в августе-сентябре 2015 г. оставался низким,

Рисунок 1.2.19

**Динамика индексов цен на жилье и потребительские товары (к соответствующему периоду предыдущего года, %)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

что отразилось в динамике цен. Темпы снижения средней стоимости 1 кв. м жилья в III квартале 2015 г. составили 1,4%, увеличившись вдвое по сравнению с предыдущим кварталом. При этом годовые темпы прироста цен на первичном и вторичном рынках жилья в III квартале 2015 г. приблизились к нулю (рис. 1.2.19). Несколько сглаживало текущую тенденцию на рынке смягчение ценовых условий ипотечного кредитования (снижение ставок по рублевым ипотечным кредитам и реализация программы субсидирования ипотечной ставки). Однако в условиях низкой экономической активности и, в частности, сокращающихся реальных располагаемых доходов населения и снижения инвестиционного спроса с высокой вероятностью месячные темпы прироста цен на жилье до конца 2015 г. останутся отрицательными, и по итогам года также будет зафиксировано снижение цен.

### Извлечение ожиданий относительно будущих краткосрочных процентных ставок из текущей доходности ОФЗ

Одной из основных теорий, объясняющих срочную структуру процентных ставок, является теория ожиданий (expectations hypothesis). Согласно ей доходность облигации с длинным сроком до погашения равна усредненному ожидаемому показателю доходности краткосрочных облигаций, суммарный срок до погашения которых равен сроку до погашения долгосрочного выпуска облигаций.

Несмотря на то, что теория ожиданий дает интуитивно понятное объяснение срочной структуре процентных ставок, она игнорирует их важную компоненту – премию за риск. Поскольку номинальная доходность долгосрочной облигации сопряжена со значительным уровнем неопределенности, инвесторы включают в нее помимо ожидаемой доходности краткосрочных облигаций дополнительную временную (срочную) премию (пре-

мию за риск). Таким образом, для извлечения из текущей доходности ОФЗ ожиданий относительно будущей доходности краткосрочных бумаг необходимо осуществить декомпозицию кривой доходности на компоненты ожиданий и премии за риск.

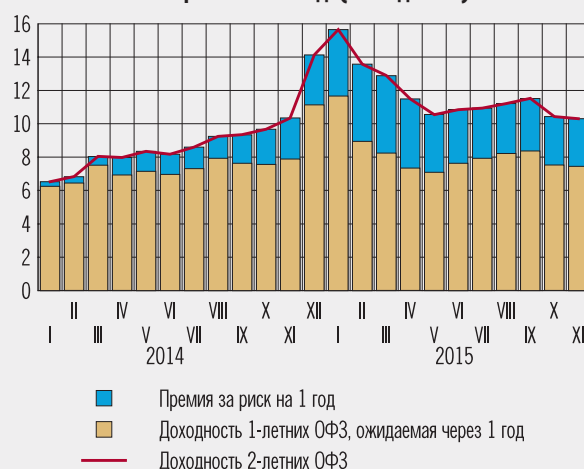
Для эмпирической оценки ожидаемой доходности ОФЗ использовалась расширенная с учетом российской специфики безарбитражная модель срочной структуры доходности [Cochrane and Piazzesi, 2009]<sup>1</sup>. В нее были включены четыре факторные переменные состояний (state variables): уровень, наклон и кривизна, описывающие<sup>2</sup> форму кривой доходности в каждый момент времени, и фактор, предсказывающий «избыточный доход»<sup>3</sup> (премию за риск).

На основе модельных оценок за период с начала 2014 г. по настоящее время проведена декомпозиция доходности 2-летних ОФЗ (в соответствии с основными положениями теории ожиданий она представляет собой ожидаемую через год доходность краткосрочных (однолетних) ОФЗ) на ожидаемую доходность и премию за риск.

В целом полученные модельные оценки свидетельствуют о том, что в течение 2015 г. участники рынка ожидали снижения доходности краткосрочных ОФЗ на средне- и долгосрочном горизонтах. При этом с июня они пересматривали свои оценки в отношении масштаба снижения доходности. Эти изменения определялись как текущей конъюнктурой российского финансового рынка, так и информационными импульсами Банка России в области денежно-кредитной политики.

Так, в августе-сентябре 2015 г. смещавшиеся вверх оценки ожидаемой доходности краткосрочных ОФЗ отражали возросшие внешне- и внутриэкономические риски (в том числе инфляционные) и мнение участников рынка о постепенном исчерпании потенциала снижения ключевой ставки Банком России. В октябре-первой половине ноября настроения улучшились в отсутствие негативных внешних и внутренних новостей. Кроме того, многие участники восприняли опубликованный по итогам октябрьского заседания Совета директоров Банка России пресс-релиз как четкий сигнал возможного возобновления снижения ключевой ставки на одном из ближайших заседаний. Эти ожидания сохранялись во второй половине ноября – начале декабря. В результате средне- и долгосрочные оценки ожидаемой ими краткосрочной доходности снизились. При этом снизившаяся вместе с ожиданиями премия за риск остается относительно высокой, отражая сохранение повышенной неопределенности рыночных ожиданий.

**Рыночные ожидания доходности ОФЗ на горизонте 1 год (% годовых)**



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Cochrane J., Piazzesi M. (2009). *Decomposing the Yield Curve* // AFA 2010 Atlanta Meetings Paper.

<sup>2</sup> Динамика факторных переменных состояний описывается VAR (1) процессом, параметры которого оцениваются ретроспективно на выборке помесечных наблюдений с января 2003 г. по настоящее время. В отличие от статьи [Cochrane and Piazzesi, 2009], подбор значений «рыночных цен риска», входящих в параметризацию дисконтирующего фактора, произведен несколько иным образом. При расчете не делается упрощающего предположения о том, что премия за риск зависит от изменений лишь одной из четырех факторных переменных.

<sup>3</sup> Под «избыточным доходом» понимается разница между доходом от прироста цены облигации со сроком до погашения свыше 1 года в течение 1 года и доходностью облигации со сроком до погашения 1 год.

## Кредитные и депозитные операции банков

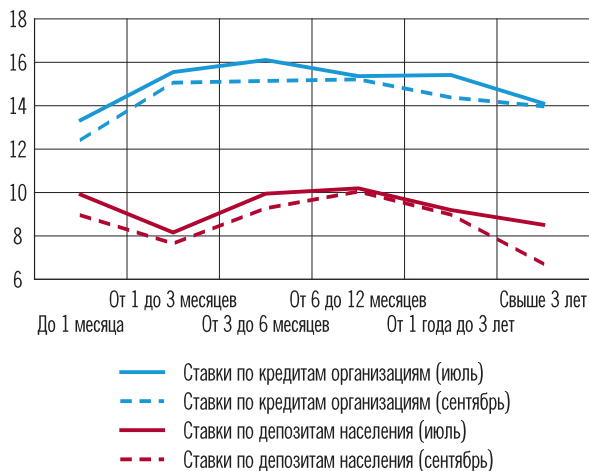
В августе-сентябре процентные ставки в основных сегментах кредитного и депозитного рынков продолжали снижаться (рис. 1.2.20). При этом темпы этого снижения постепенно за-

медлялись по мере исчерпания эффекта от снижения Банком России ключевой ставки.

В сегменте депозитных операций, как и прогнозировалось (см. Доклад о денежно-кредитной политике, сентябрь 2015 г.), опережающими темпами снижались ставки по краткосрочным депозитам. В сентябре по сравнению с июлем

Рисунок 1.2.20

### Срочная структура процентных ставок по рублевым банковским операциям в 2015 году (% годовых)



Источник: Банк России.

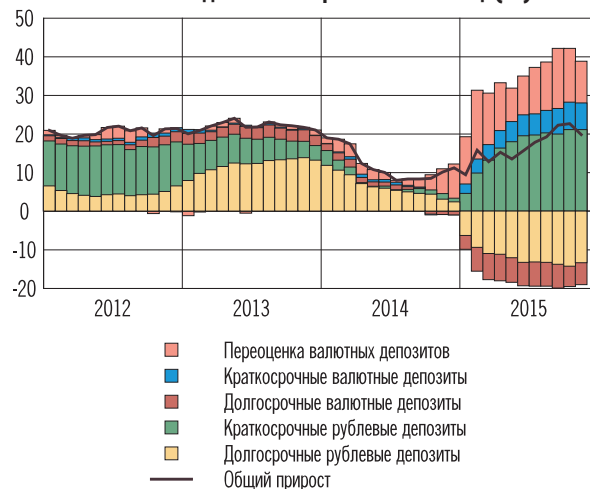
средняя ставка по краткосрочным рублевым депозитам населения снизилась на 0,4 процентного пункта, а по долгосрочным — на 0,25 процентного пункта, в результате чего спред между ними продолжил сокращаться. Ставки снижались и в сегменте корпоративных вкладов.

Опережающее снижение ставок по краткосрочным депозитам населения может отражать как некоторое ослабление ожиданий среднесрочного снижения ставок, так и сохраняющийся интерес банков к формированию устойчивых долгосрочных пассивов. Конкуренция между банками в долгосрочном сегменте депозитного рынка, усилившаяся после масштабного перетока средств населения на краткосрочные депозиты в начале 2015 г., по-прежнему остается высокой.

Повысившаяся сравнительная привлекательность долгосрочных депозитов способствовала дальнейшему притоку средств населения на них. Тем не менее месячные темпы роста долгосрочных депозитов существенно уступали аналогичному показателю по краткосрочным депозитам, вследствие чего сформировавшаяся в начале года тенденция к сокращению доли долгосрочных депозитов в банковских обязательствах (рис. 1.2.21) сохранилась и в августе-октябре. Такое изменение структуры депозитных операций может объясняться сохранением среднесрочной неопределенности и стремлением физических лиц — вкладчиков обеспечить баланс долгосрочной доходности и ликвидности своих сбережений.

Рисунок 1.2.21

### Вклад отдельных элементов в годовой прирост банковских депозитов физических лиц (%)



Источник: Банк России.

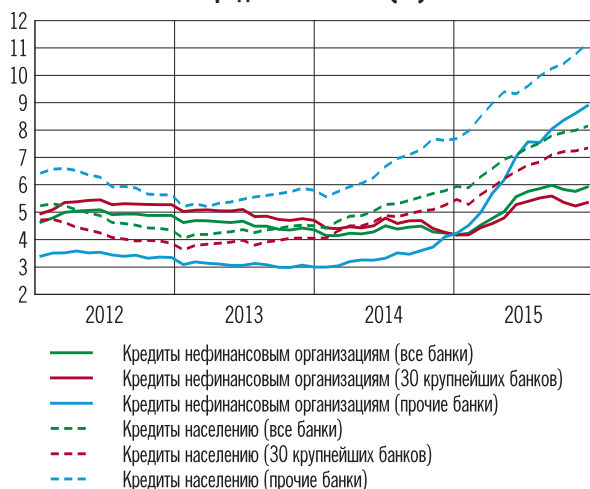
На фоне номинального ослабления рубля в августе и сентябре наблюдалось некоторое восстановление интереса вкладчиков к депозитам, номинированным в иностранной валюте. Месячные темпы прироста средств на валютных депозитах населения в этот период превышали аналогичный показатель по рублевым депозитам. В октябре в отсутствие выраженной тенденции к ослаблению рубля возобновился опережающий рост рублевых депозитов. В результате по итогам августа-октября темпы прироста рублевых и валютных депозитов населения были сопоставимы, некоторый рост долларизации был обусловлен преимущественно переоценкой валютных депозитов.

В конце 2015 — начале 2016 г. можно ожидать сохранения сложившихся тенденций. Ставки по краткосрочным депозитам населения будут снижаться опережающими темпами, в сегменте долгосрочных депозитов возможны и локальные эпизоды повышения ставок (прежде всего в период новогодних акций). В результате при сохранении общей тенденции к понижению депозитных ставок спред между кратко- и долгосрочными ставками продолжит сужаться. В этой ситуации ожидается ускорение роста объема долгосрочных депозитов, которые в среднесрочной перспективе будут замещать краткосрочные.

Как и в предшествующие периоды снижения ставок в российской экономике, в 2015 г. на кредитном рынке ставки снижались медленнее, чем на депозитном. В результате потенциал сниже-

Рисунок 1.2.22

### Просроченная задолженность по кредитам банков (%)



Источник: Банк России.

ния кредитных ставок в первом полугодии был реализован в меньшей степени, и в августе-сентябре на кредитном рынке изменение ставок было более выраженным, чем на депозитном. В сентябре по сравнению с июлем ставки как по кратко-, так и по долгосрочным корпоративным кредитам снизились на 0,7 процентного пункта. В результате нормализовавшаяся к середине года срочная структура кредитных ставок (превышение уровня долгосрочных ставок над краткосрочными) сохранилась.

На фоне снижения кредитных ставок банки, как и ожидалось, сохраняли жесткие требования к заемщикам и качеству обеспечения по кредитам, сложившиеся в предшествующие кварталы. Более жесткий отбор новых заемщиков способствовал прекращению ухудшения качества корпоративного кредитного портфеля (рис. 1.2.22). Доля просроченной задолженности в розничных кредитах в августе-октябре продолжала расти, но темпы ее прироста сократились почти вдвое по сравнению с аналогичным показателем апреля-июля.

Снижение процентных ставок способствовало дальнейшему росту спроса на кредиты (рис. 1.2.23). При этом прекращение ухудшения качества кредитного портфеля способствовало некоторому повышению предложения кредитов, что привело к дальнейшему росту банковского кредитного портфеля. Среднемесячные темпы прироста корпоративного кредитного портфеля в августе-октябре, как и в мае-июле, составляли 0,4%. Розничный кредитный портфель про-

Рисунок 1.2.23

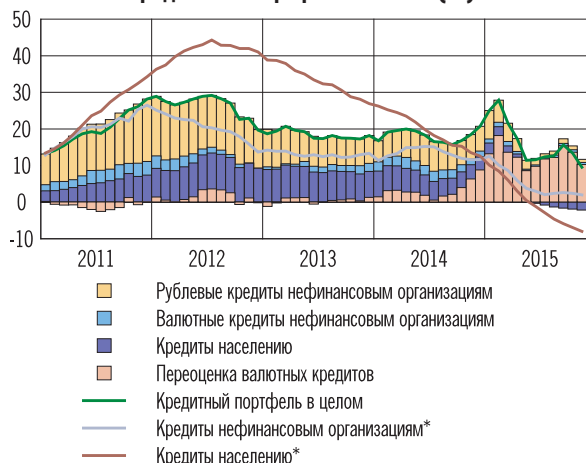
### Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.24

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



\* С исключением валютной переоценки.

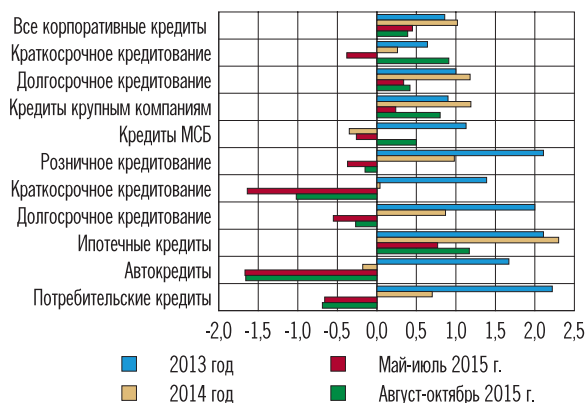
Источник: Банк России.

должал уменьшаться, но среднемесячные темпы его снижения в августе-октябре сократились в 2 раза по сравнению с аналогичным показателем мая-июля (рис. 1.2.25).

На фоне стабилизации качества кредитного портфеля характерные для конца 2014 – первой половины 2015 г. тенденции к замещению более рискованных направлений кредитования менее рискованными были не столь выражены. Среднемесячные темпы прироста кредитования малого и среднего предпринимательства возвратились в зону положительных значений, возобновился рост кредитования ряда отраслей (химия, металлургия, пищевая промышленность), заметно сократившегося в первом полугодии 2015 года. Такая динамика может

Рисунок 1.2.25

## Среднемесячные темпы прироста отдельных элементов кредитного портфеля банков (%)\*



\* С исключением переоценки валютных кредитов. По ипотечным кредитам, автокредитам и прочим потребительским кредитам — среднемесячные темпы прироста без исключения переоценки валютных кредитов.

Источник: Банк России.

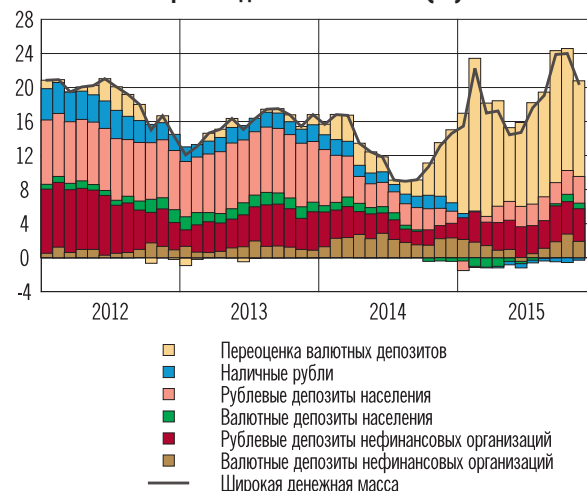
объясняться следующими факторами. С одной стороны, оптимизировав свои кредитные портфели, отдельные банки начинали возвращаться в сегменты кредитного рынка, связанные с более высоким риском. В свою очередь, клиенты банков также постепенно адаптировались к изменившейся ситуации и частично восстанавливали спрос на заемные средства. С другой стороны, сказывалось влияние программы докапитализации банков, одним из условий которой являлось расширение социально значимых направлений кредитования докапитализированными банками.

В сегменте розничного кредитования, где рост просроченной задолженности продолжался, эти сдвиги были менее выражены. Портфели автокредитов и прочих потребительских кредитов по-прежнему сокращались.

В конце 2015 — начале 2016 г. можно ожидать небольшого снижения кредитных ставок. Значительная часть эффекта от июльского снижения ключевой ставки (решение от 31 июля 2015 г.) уже реализовалась, но некоторый потенциал снижения ставок сохраняется. В сочетании с постепенным снижением стоимости обслуживания банковских пассивов за счет истечения сроков депозитов с высокими процентными ставками, открытых в конце 2014 — начале 2015 г., это может привести к снижению кредитных ставок на 0,3–0,6 процентного пункта к началу II квартала 2016 года. Хотя снижение ставок может способствовать активизации кредитования, сдерживать его рост будет срав-

Рисунок 1.2.26

## Вклад отдельных компонентов в годовой прирост широкой денежной массы (%)



Источник: Банк России.

нительно высокий уровень долговой нагрузки заемщиков. В сложившихся условиях ожидается сохранение умеренных темпов прироста корпоративного кредитования (0,3–0,6% в месяц) при постепенном возвращении темпов прироста розничного кредитного портфеля в область положительных значений.

Слабая кредитная активность, как и ожидалось, по-прежнему сдерживала рост денежной массы. Однако увеличение бюджетных расходов по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. и, соответственно, годовой прирост чистых требований банковской системы к органам государственного управления в итоге способствовали увеличению денежного предложения. Годовые темпы прироста рублевой денежной массы (агрегат M2) и широкой денежной массы (агрегат M2X) с исключением валютной переоценки несколько повысились в октябре по сравнению с июлем, приблизившись к уровню середины 2014 г. (рис. 1.2.26). Тем не менее прирост денежной массы по-прежнему отставал от прироста номинального ВВП, и отношение денежной массы к ВВП (монетизация) сохранялось ниже долгосрочного тренда.

В ближайшие кварталы не ожидается существенного ускорения роста денежной массы, учитывая, что темпы роста кредитования, на протяжении большей части последних лет вносившего наибольший вклад в рост денежной массы, будут оставаться умеренными. Текущая и ожидаемая динамика темпов роста кредитных и денежных агрегатов, сопоставимая с



ростом номинального ВВП, не предполагает наличия существенных проинфляционных рисков со стороны денежного предложения в средне-

срочной перспективе, что, в частности, учитывалось Банком России при принятии решения об изменении ключевой ставки.

### 1.3. Внутренние экономические условия

Годовой темп снижения ВВП в III квартале 2015 г. сократился и оказался несколько меньше оценок Банка России. Замедление спада экономики произошло в результате более высоких темпов роста чистого экспорта и заметно меньших темпов сокращения инвестиционного спроса по сравнению с предыдущим кварталом.

В августе-сентябре большинство экономических индикаторов указывали на завершение активной фазы спада в экономике. Вместе с тем говорить о формировании тенденции к восстановлению экономической активности пока преждевременно. В октябре динамика показателей производства в различных секторах экономики была разнонаправленной, как и динамика компонентов совокупного спроса. Учитывая более позитивные итоги III квартала, чем ожидалось ранее, оценка прироста ВВП в 2015 г. в целом смещена в сторону верхней границы диапазона, обозначенного Банком России в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике, и составляет  $-(3,7-3,9\%)$ . В начале 2016 г. годовые темпы снижения ВВП продолжают замедляться, по оценкам, до 1–2%.

Динамика потребительских цен в сентябре-октябре определялась, с одной стороны, проинфляционным лаговым влиянием ослабления рубля, носящим временный характер, и, с другой стороны, ограничениями со стороны сокращающегося спроса. Результатом стало возобновление снижения годовой инфляции, однако инфляционные ожидания экономических агентов оставались неустойчивыми. Дальнейшее ослабление курсового влияния, умеренно жесткая денежно-кредитная политика, эффект «высокой базы» обусловят замедление роста потребительских цен в конце 2015 – начале 2016 года. По итогам 2015 г. инфляция составит около 13%. В I квартале 2016 г. она оценивается на уровне 7,5–8,0%.

#### Спрос

В III квартале 2015 г. годовой темп снижения ВВП сократился до 4,1% по сравнению с 4,6% в предыдущем квартале (рис. 1.3.1), что оказалось несколько выше оценок Банка России.

Рисунок 1.3.1

Структура прироста ВВП по элементам использования  
(к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

На темпах прироста выпуска товаров и услуг положительно сказалось некоторое увеличение внешнего спроса в III квартале 2015 г. по сравнению с предыдущим кварталом. Поддержку росту физических объемов экспорта товаров и услуг также оказало ослабление рубля в августе-сентябре, благоприятно сказавшееся на конкурентных преимуществах некоторых видов экспортно ориентированных производств<sup>1</sup> (см. подраздел «Предложение» раздела 1.3). Так, годовой темп прироста экспорта газа в III квартале составил 17,9%, сырой нефти – 4,9%, черных металлов – 7,4%. Также отмечались высокие темпы роста физических объемов экспорта отдельных видов цветных металлов. Слабый рубль и низкий уровень доходов всех субъектов экономики обусловили сохранение значительных темпов сокращения физических объемов импорта товаров и услуг (около 30%). В результате положительный вклад чистого экспорта в прирост ВВП увеличился. По оценкам, такая направленность динамики показателей чистого экспорта сохранится и в IV квартале 2015 года.

Отрицательный вклад расходов на конечное потребление в ВВП в III квартале увеличился по сравнению с предыдущим кварталом. Годовой темп снижения расходов на конечное потребление домохозяйств в III квартале составил, по оценкам, 8,7–8,9%. В октябре продолжилось

<sup>1</sup> Годовой темп прироста выпуска в добыче сырья и промежуточных материалов возрос в августе-октябре до 0,7%.

Рисунок 1.3.2

**Динамика реальных доходов населения и оборота розничной торговли (прирост к соответствующему периоду предыдущего года, %)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.3

**Динамика розничных продаж товаров длительного использования**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

сокращение потребительского спроса, на что указывает снижение оборота розничной торговли (до 11,7%). Основной причиной сокращения потребительской активности остается снижение реальных доходов населения<sup>2</sup>, в частности заработных плат (как в бюджетном, так и в частном секторе) и пенсий (рис. 1.3.2). Относительно жесткие условия кредитования сужали возможности населения по приобретению товаров и услуг за счет заемных ресурсов (см. подраздел «Кредитные и депозитные операции банков» раздела 1.2). Другим фактором, ограничивающим потребительские расходы, оставалась высокая склонность к сбережениям.

Переход к сберегательной модели поведения объясняется желанием населения создать «подушку безопасности» в условиях высокой экономической неопределенности. Рекордно высокое значение нормы сбережения<sup>3</sup> в I квар-

тале (17%, максимум с 2010 г.) во многом было обусловлено переходом в положительную область сальдо задолженности по кредитам (выплаты по погашению кредитов превысили объемы по их привлечению; аналогичная ситуация наблюдалась в кризис 2008–2009 гг.) и ростом депозитов физических лиц в банках (см. подраздел «Кредитные и депозитные операции банков» раздела 1.2). Во II и III кварталах в условиях снижения ставок по депозитам норма сбережений сократилась с учетом коррекции на сезонность, по оценкам, до 15,7 и 14,5% соответственно. В ближайшей перспективе норма сбережений продолжит снижение, приближаясь к своему долгосрочному среднему значению (около 11%). Однако его скорость будет ограничиваться сохранением негативных потребительских настроений.

Сокращение покупательной способности доходов обуславливает изменение структуры потребления в пользу приобретения населением менее дорогих аналогов привычных продуктов, а также отказа от приобретения товаров длительного пользования (рис. 1.3.3), смещая предпочтения в сторону продукции первой необходимости.

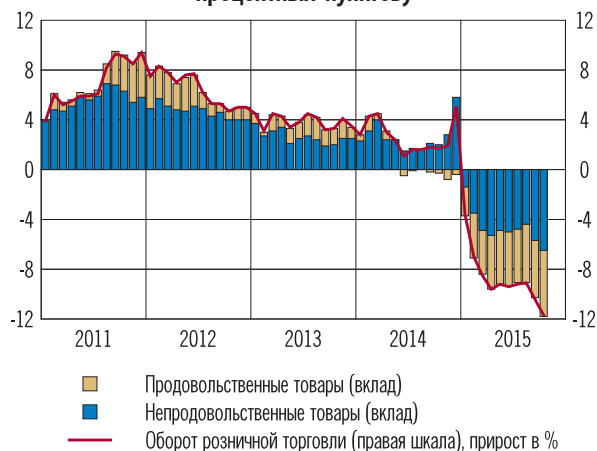
В результате в сентябре-октябре 2015 г. снижение продаж непродовольственных товаров внесло более весомый негативный вклад в динамику оборота розничной торговли, чем продовольственных (рис. 1.3.4). Мотив потребления «впрок», наблюдавшийся в июле-августе

<sup>2</sup> Показатель реальных доходов строится как средневзвешенный с учетом структуры доходов темп прироста реальных зарплат и реальных начисленных пенсий к соответствующему периоду прошлого года. Показатель охватывает около 65% структуры доходов населения и является менее волатильным, чем показатель реальных располагаемых денежных доходов, рассчитываемый Росстатом.

<sup>3</sup> Норма сбережений понимается как отношение сбережений (включают прирост (уменьшение) вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах индивидуальных предпринимателей, изменение задолженности по кредитам, приобретение недвижимости, покупку населением скота и птицы) к располагаемым доходам (доходы без учета платежей по налогам и сборам, по страхованию, а также взносов в общественные и кооперативные организации, процентов, уплаченных населением за кредиты).

Рисунок 1.3.4

**Динамика оборота розничной торговли  
(к соответствующему периоду предыдущего года,  
процентных пунктов)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

в условиях ослабления рубля, имел, как и ожидалось, краткосрочный характер.

Указанные тенденции сохранятся до конца 2015 года. При этом снижение розничных продаж в ноябре-декабре по отношению к соответствующему периоду предыдущего года, вероятно, ускорится из-за эффекта высокой базы прошлого года. По итогам года расходы на конечное потребление домашних хозяйств сократятся, по оценкам Банка России, на 9,0–9,4%, что соответствует прогнозу, опубликованному в предыдущем выпуске Доклада. В I квартале 2016 г. ожидается уменьшение темпов снижения этого показателя до 3–4% (по отношению к I кварталу 2015 г.).

Инвестиционный спрос, в отличие от потребительского, напротив, замедлил сокращение. В августе-октябре текущего года наблюдались меньшие темпы снижения инвестиций в основной капитал, чем в предшествующие месяцы, а также постепенное восстановление годовых темпов прироста производства инвестиционных товаров, что указывает на то, что активная фаза инвестиционного спада в основном пройдена.

Среди основных видов экономической деятельности поддержку инвестиционной активности оказала позитивная динамика капитальных вложений в добывающей отрасли. Весомый негативный вклад в динамику инвестиций внесли производство и распределение электро-

Рисунок 1.3.5

**Инвестиции в основной капитал по видам экономической  
деятельности (к соответствующему периоду предыдущего  
года, вклад, процентных пунктов)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

энергии, газа и воды, а также транспорт и связь (рис. 1.3.5).

В III квартале 2015 г. объем строительных работ уменьшился на 12,5% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. В октябре падение показателя замедлилось до 7,9%, оставаясь при этом выше значения спада инвестиционной активности в целом (5,2%) (рис. 1.3.6).

Среди секторов экономики наиболее значительный вклад в снижение инвестиций внес инфраструктурный сектор в сравнении с государственным и частным секторами (рис. 1.3.7).

Несмотря на преодоление острой фазы инвестиционного кризиса, говорить о позитивных тенденциях в динамике капиталовложений пока преждевременно. В ближайшие два квартала ограничивать инвестиционную активность продолжают высокая экономическая неопределенность, слабый потребительский спрос, а также неустойчивое финансовое положение компаний.

Продление моратория на формирование накопительной части пенсий в 2016 г. частично сократит предложение долгосрочных ресурсов на внутреннем рынке. Кроме того, корректировка «налогового маневра», заключающаяся в отказе от снижения экспортной пошлины на нефть в 2016 г., может способствовать снижению капиталовложений в нефтяной сфере за счет «изъятия» части собственных средств

Рисунок 1.3.6

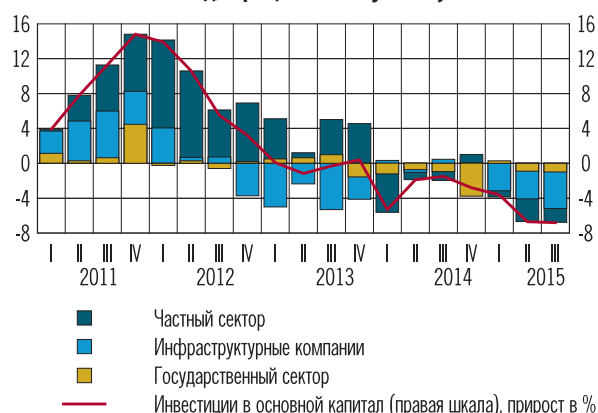
**Инвестиции в основной капитал и объем строительных работ (приrost к соответствующему периоду предыдущего года, %)**



Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.7

**Инвестиции в основной капитал государственного, частного секторов и инфраструктурных компаний (к соответствующему периоду предыдущего года, вклад, процентных пунктов)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

нефтяных компаний в государственный бюджет. Инвестиции государственного сектора также вряд ли активизируются в условиях жестких бюджетных ограничений. В результате темп снижения валового накопления основного капитала в IV квартале 2015 г. будет близок к значению предыдущего квартала (7–8%).

Сокращение запасов материальных оборотных средств также замедлится: оптимизация объема запасов в новых экономических условиях продолжается с 2013 г., и в настоящий момент их уровень уже достаточно низкий. Кроме того, поддержку динамике запасов материальных оборотных средств оказал хороший урожай сельскохозяйственной продукции.

По итогам 2015 г. сокращение валового накопления может составить около 30%. В I квартале 2016 г. снижение данного показателя прогнозируется в диапазоне 5–8% (к I кварталу 2015 г.).

Учитывая более позитивные итоги III квартала, чем ожидалось ранее, оценка темпа прироста ВВП на 2015 г. в целом пересмотрена в сторону верхней границы диапазона, обозначенного Банком России в предыдущем Докладе, до – (3,7–3,9%). В I квартале 2016 г. годовой темп снижения ВВП продолжит замедляться (до 1–2%).

## Бюджетная политика

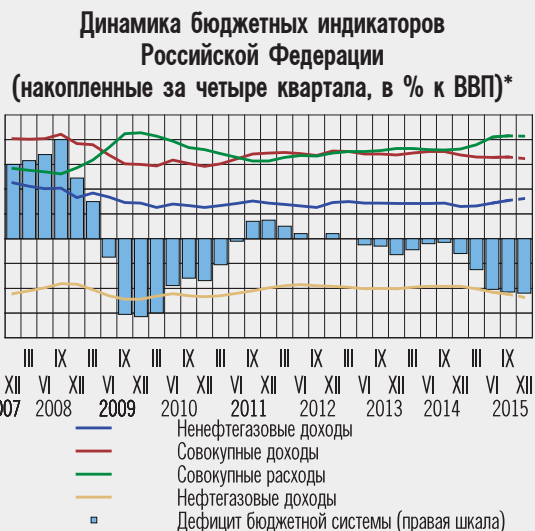
В соответствии с данными Федерального казначейства России за I–III кварталы 2015 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 38,2% ВВП, что на 3,8 процентного пункта выше аналогичных показателей 2014 года. Рост расходов происходил на фоне повышения интенсивности использования средств по направлениям «Национальная оборона» и «Социальная политика» (рис. 1).

Доходы бюджетной системы за I–III кварталы 2015 г. составили 36,8% ВВП, оказавшись ниже аналогичных показателей 2014 г. на 0,6 процентного пункта. Сокращение нефтегазовых поступлений на 2 процентных пункта по отношению к ВВП было компенсировано повышением ненефтегазовых доходов, в том числе за счет роста поступлений по налогу на прибыль (на фоне сохранения благоприятной динамики финансового результата компаний нефинансового сектора) и по налогу на добавленную стоимость.

Дефицит бюджетной системы за I–III кварталы 2015 г. составил 1,4% ВВП (за аналогичный период 2014 г. – профицит 3,0% ВВП). При этом ненефтегазовый дефицит увеличился на 2,2 процентного пункта по сравнению с аналогичным показателем 2014 г. и составил 9,9% ВВП.

Согласно отчету Федерального казначейства России, за январь–сентябрь 2015 г. доходы федерального бюджета снизились на 1,7 процентного пункта по сравнению с аналогичным показателем 2014 г. и составили





\* Сплошная линия — фактические данные, пунктирная — базовый прогноз Банка России.  
Источники: Минфин России, Казначейство России, Банк России.

19,1% ВВП. Расходы федерального бюджета за указанный период 2015 г. составили 20,4% ВВП, увеличившись на 1,9 процентного пункта по сравнению с аналогичным показателем 2014 года. Дефицит федерального бюджета за январь-сентябрь 2015 г. составил 1,2% ВВП.

По оценкам Банка России, с учетом уточненных бюджетных проектировок, по итогам 2015 г. дефицит бюджетной системы может составить 4,3–4,5% ВВП. Дефицит федерального бюджета ожидается на уровне 2,7–3,0% ВВП. При этом использование средств Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета в 2015 г. может составить 2,4–2,6 трлн рублей. С учетом расширения дефицита бюджета, реализации антикризисных мер, а также инвестирования части средств Фонда национального благосостояния внутри российской экономики ожидается положительный вклад государственного сектора в 2015 г. в динамику совокупного спроса. При этом текущая и планируемая консервативная политика индексаций

заработной платы и социальных пособий должна оказывать сдерживающее влияние на инфляцию, снижая возможный инфляционный эффект роста бюджетного дефицита.

В 2016 г. ожидается сохранение дефицита бюджетной системы на уровне около 4,0% ВВП, федерального бюджета – 2,8–3,0%. С учетом долгосрочного снижения нефтегазовых поступлений сохранение относительно консервативной политики бюджетных расходов, предполагающей продолжение их сокращения в реальном выражении, является необходимым условием обеспечения долгосрочной устойчивости государственных финансов. В этой ситуации возрастает роль реализуемых мер по совершенствованию структуры бюджетных расходов и повышению эффективности контроля использования средств. В целом в 2016 г. с учетом прогнозируемого изменения как расходов, так и доходов бюджета, а также распределенного во времени влияния показателей предыдущих периодов вклад бюджетного сектора в динамику совокупного спроса, по оценкам Банка России, будет околонулевым.

## Предложение

Динамика производства в основных видах экономической деятельности в августе-октябре 2015 г. указывает на то, что период резкого снижения экономической активности в основном завершен (рис. 1.3.8). Положительную динамику выпуска показали добыча полезных ископаемых, транспорт, сельское хозяйство. Замедлилось падение объема производства в обрабатывающей промышленности. Основными факторами стабилизации предложения стали рост внешнего спроса, импортозамещение и хороший урожай сельскохозяйственных культур.

В основном с активизацией экспорта связан рост выпуска в добыче сырья и производстве промежуточных материалов, наблюдавшийся в августе-октябре (рис. 1.3.9). В частности, возросло производство газа, нефти, угля, черных

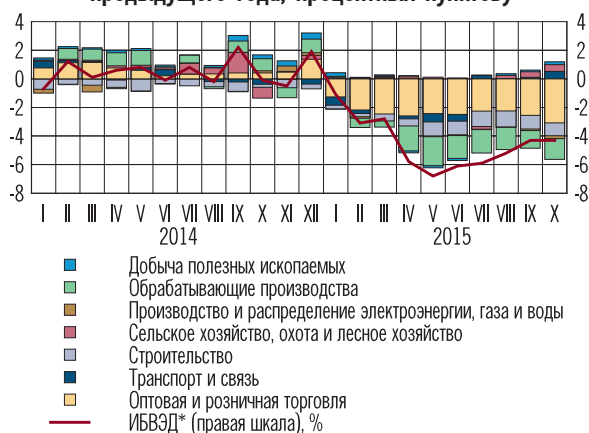
и цветных металлов, удобрений, нерудных полезных ископаемых, текстильного сырья, бумаги, картона, тары. Увеличение объема экспорта сдерживало спад в производстве отдельных видов машиностроительной продукции, например стиральных машин, автомобильных запчастей.

Рост выпуска в экспортно ориентированных производствах способствовал увеличению грузооборота транспорта, в первую очередь трубопроводного и железнодорожного.

Импортозамещение было доминирующим фактором увеличения выпуска в сельском хозяйстве. Росту производства также способствовали благоприятные погодные условия, позволившие получить хороший урожай зерновых и овощей. В свою очередь, это поддержало рост выпуска кормов для животных, пестицидов, отдельных видов удобрений, а также добычу компонентов для их производства и ограничило

Рисунок 1.3.8

**Декомпозиция основных компонентов произведенного ВВП (к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)**



\* Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

спад в производстве сельскохозяйственной техники.

Расширение спроса на отечественную продукцию привело к увеличению производства целого ряда продуктов питания (см. врезку «Импортозамещение на рынке продовольствия») и ограничило спад выпуска оборудования и сменных деталей для пищевой промышленности. Импортозамещение было также ведущим фактором роста производства потребительской химии (косметики, моющих средств, лекарств), замедления падения объемов производства обуви.

С развитием процессов замещения импорта в значительной степени связано также улучшение динамики производства инвестиционных товаров. Помимо ослабления рубля, этому способствовали торговые санкции в отношении России, введенные рядом стран со второй половины 2014 г. (запреты на передачу в Россию установленных видов технологий, информации, изделий военного и двойного назначения, высокотехнологичного оборудования для добычи нефти на глубоководном шельфе и так далее), а также политика снижения импортозависимости, в том числе в оборонном комплексе. В частности, с ростом вложений в производство оборудования для нефте- и газодобычи может быть связано постепенное восстановление выпуска в подотрасли «Производство судов, летательных и космических аппаратов и прочих транспортных средств». Работа по расширению компонентной базы микроэлектроники поддерживала выпуск в производстве электрообору-

Рисунок 1.3.9

**Декомпозиция выпуска промышленной продукции (прирост к соответствующему периоду предыдущего года, %)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России

дования, а также в добыче нерудных полезных ископаемых. Импортозамещение дополняло позитивное влияние роста экспорта на динамику выпуска в производстве бумаги и картона, тары, текстильного сырья.

Замедлилось падение в производстве легковых автомобилей в годовом выражении, что было обусловлено в основном не сдвигами в структуре рынка, а эффектом базы.

Вместе с тем основа для устойчивого роста производства еще не сформировалась: внутренний спрос остается слабым. Позитивные импульсы со стороны изменения структуры спроса в пользу отечественной продукции в этих условиях будут ограниченными. Кроме того, импортозамещение происходит лишь в отдельных сегментах внутреннего рынка, а возможности расширения экспорта ограничены. В октябре текущего года годовой темп промышленного производства снизился на 3,6% (по сравнению с предыдущим месяцем, с исключением влияния сезонного фактора, – на 0,1%). Выпуск в базовых видах экономической деятельности<sup>4</sup> сократился на 4,3% и, по оценке Банка России, до конца 2015 г. его темп останется близким к текущему уровню.

<sup>4</sup> Индекс выпуска товаров и услуг исчисляется на основе данных об изменении физического объема производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, обрабатывающих производств, производства и распределения электроэнергии, газа и воды, строительства, транспорта, розничной и оптовой торговли.

### Импортозамещение на рынке продовольствия

Введение в августе 2014 г. продовольственного эмбарго, ослабление рубля в конце 2014 – начале 2015 г. и его повышенная волатильность в отдельные периоды 2015 г. привели к снижению импорта продовольствия и сформировали предпосылки для роста отечественного производства. Возросло предложение птицы, свинины, картофеля, некоторых видов рыбы, а также молочной сыворотки, что внесло вклад в снижение инфляционного давления. По другим товарным группам, попавшим под санкции, предложение снизилось. Кроме того, импортозамещение произошло далеко не на всех рынках продовольствия, находящихся под эмбарго.

Для исследования развития импортозамещения на рынке продуктов питания оценивались Банком России изменения объемов предложения на внутреннем рынке отдельных групп продуктов питания и его структуры. Предложение аппроксимировано потоком произведенной и импортированной в страну продукции за вычетом экспорта. В отношении запасов сделано допущение, что их структура в целом соответствует структуре предложения (в условиях высокой оборачиваемости запасов их структура существенно не поменяет общих выводов).

Сопоставлены данные за январь-сентябрь 2014 и 2015 гг. (этот временной диапазон позволяет в основном учесть результаты сельхозпроизводства в текущем году). Учет августа и сентября 2014 г., когда продовольственное эмбарго уже действовало, не внесет в состав базы сравнения, как предполагается, существенных искажений: в первые месяцы после введения эмбарго, ввиду достаточно высокой длительности производственного цикла в растениеводстве и животноводстве, большинство сельскохозяйственных и производственных предприятий еще не в полной мере успели отреагировать на расширение рынков сбыта.

Результаты анализа указывают на то, что на многих сегментах рынка продуктов питания снижение импорта, произошедшее в результате совокупного действия продовольственного эмбарго и ослабления рубля,

Таблица 1

#### Изменение рынка продовольствия после введения эмбарго

|                                                 |                                    |                         |
|-------------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------|
| Рыба (свежая, охлажденная, филе) и ракообразные | Импортозамещение<br>происходило    | Рыба мороженая          |
| Овощи свежие, мороженые                         |                                    | Свинина                 |
| Говядина                                        |                                    | Птица                   |
| Яблоки                                          |                                    | Картофель               |
| Большинство продуктов переработки молока        |                                    | Молочная сыворотка      |
| Колбасы, мясные закуска                         |                                    |                         |
| Предложение снизилось                           |                                    | Предложение выросло     |
| Живая рыба                                      | Импортозамещение<br>не происходило | Рыба соленая и копченая |
| Овощи и грибы сушеные                           |                                    |                         |
| Сухое молоко                                    |                                    |                         |
| Моллюски                                        |                                    |                         |

Источник: расчеты Банка России.

Таблица 2

**Обзор динамики предложения по товарным группам, находящимся под продовольственным эмбарго  
(в январе-сентябре 2015 года, оценки Банка России)**

|                                                        | Изменение товарных ресурсов, прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года | Процент импорта во внутренних товарных ресурсах | Изменение процента импорта, в процентных пунктах по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года | Изменение объемов производства, прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года | Изменение экспорта, прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года |
|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| Говядина                                               | -42                                                                                  | 89                                              | -5                                                                                                        | 25                                                                                      | 5                                                                           |
| Говядина мороженная                                    | -41                                                                                  | 87                                              | -7                                                                                                        | 25                                                                                      | 9                                                                           |
| Сливочное масло, молочные пасты и прочие молочные жиры | -15                                                                                  | 24                                              | -15                                                                                                       | 6                                                                                       | 8                                                                           |
| Рыба свежая или охлажденная                            | -14                                                                                  | 4                                               | -15                                                                                                       | -5                                                                                      | -44                                                                         |
| Овощи необработанные                                   | -10                                                                                  | 34                                              | -7                                                                                                        | 3                                                                                       | 161                                                                         |
| Колбасные изделия                                      | -5                                                                                   | 1                                               | -1                                                                                                        | -4                                                                                      | -9                                                                          |
| Яблоки                                                 | -4                                                                                   | 10                                              | -4                                                                                                        | -                                                                                       | 78                                                                          |
| Сыр и творог                                           | -1                                                                                   | 11                                              | -13                                                                                                       | 15                                                                                      | -15                                                                         |
| Птица: мясо и субпродукты                              | 6                                                                                    | 6                                               | -5                                                                                                        | 11                                                                                      | 3                                                                           |
| Свинина свежая, охлажденная или замороженная           | 7                                                                                    | 12                                              | -8                                                                                                        | 18                                                                                      | 7                                                                           |
| Молочная сыворотка                                     | 11                                                                                   | 16                                              | -3                                                                                                        | 15                                                                                      | 71                                                                          |
| Картофель                                              | 19                                                                                   | 7                                               | -4                                                                                                        | 25                                                                                      | 6                                                                           |

Источник: расчеты Банка России.

хотя бы отчасти было замещено приростом отечественной продукции (табл. 1 и 2), что обусловило повышение ее доли в общем объеме рыночного предложения. Заметно (на 6–19 процентных пунктов) эта доля выросла на рынках рыбопродуктов (рыбного филе, ракообразных, свежей и мороженой рыбы), свежих и замороженных овощей, продуктов переработки молока (сыра, сливочного масла), свинины, замороженной говядины. Умеренное повышение доли отечественных товаров (не более 5 процентных пунктов) отмечалось в предложении мяса птицы, свежей и охлажденной говядины, яблок, картофеля, цельномолочных и кисломолочных продуктов, колбасных изделий.

На отдельных рынках рост внутреннего производства не только заместил недостающий импорт (что обусловило изменение структуры рынка в пользу российских товаров), но и обеспечил прирост суммарного предложения. В частности, развитие импортозамещения сопровождалось существенным (на 6–19%) увеличением объема рынка мяса птицы, свинины и картофеля. Прирост объема предложения (по оценке, до 5%) за счет расширения внутреннего производства зафиксирован на рынках мороженой, копченой и соленой рыбы. На рынке сыра за счет наращивания выпуска отечественной продукции удалось практически полностью восстановить сократившийся объем рынка. В числе лидеров по приросту предложения находится также молочная сыворотка (прирост на 11%), являющаяся побочным продуктом переработки молока (в том числе на производство сыра).

Однако на большинстве рынков продовольствия внутреннее производство было недостаточным, чтобы полностью восполнить образовавшийся дефицит предложения. Хотя доля российской продукции на них выросла, объемы рынка (включающие отечественную и ввозимую продукцию) сократились. Так, по оценке, существенно (на 10–50%) уменьшилось общее предложение на рынке говядины, свежих и замороженных овощей, сливочного масла, свежей и охлажденной рыбы, рыбного филе. Умеренно (на 1–5%) сократились товарные ресурсы колбасных изделий, яблок, мясокопченостей, цельномолочных и кисломолочных продуктов.

Структура некоторых рынков не претерпела существенных изменений, при общем сокращении размера предложения (живая рыба, сухое молоко, отдельные овощи).

На фоне повышения ценовой конкурентоспособности российской продукции по многим позициям происходило увеличение экспорта, однако его влияние на размеры внутренних рынков было незначительным.

### Финансовое положение организаций

В январе-сентябре 2015 г. сальдированный положительный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций<sup>1</sup> превысил сопоставимый показатель 2014 г. на 29,7%. Среди ключевых видов деятельности в наибольшей мере возросло сальдо прибылей и убытков в обрабатывающих производствах – на 55,3%, в сельском хозяйстве – на 46,7%, в оптовой и розничной торговле – на 30,3%. Увеличение финансового результата было в первую очередь связано с опережающим ростом выручки над ростом затрат.

В мае-августе объемы сальдированной прибыли были ниже, чем в сопоставимые месяцы 2014 г., что было обусловлено нарастанием в экономике спросовых ограничений. Кроме того, по оценке, в III квартале возобновилось расширение отрицательного сальдо внереализационных доходов и расходов, на что влияло ускорение ослабления рубля. Тем не менее, в сентябре объем сальдированной прибыли превысил сопоставимый уровень 2014 г., на что во многом повлиял эффект низкой базы: в сентябре прошлого года произошло сокращение прибыли, в условиях ускорения падения мировых цен на энергоносители, ужесточения условий заимствований.

До конца года не ожидается ухудшения динамики финансового результата в сравнении с «низкой базой» IV квартала 2014 года. Однако об улучшении финансового положения предприятий говорить преждевременно – необходимые условия еще не сформировались.

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

### Оценка динамики потенциального выпуска на основе динамики «восстановительной» стоимости основных производственных фондов в российской экономике

Исследование производственного потенциала российской экономики не будет полным без изучения состояния и динамики основных фондов, являющихся материальной основой воспроизводственного процесса.

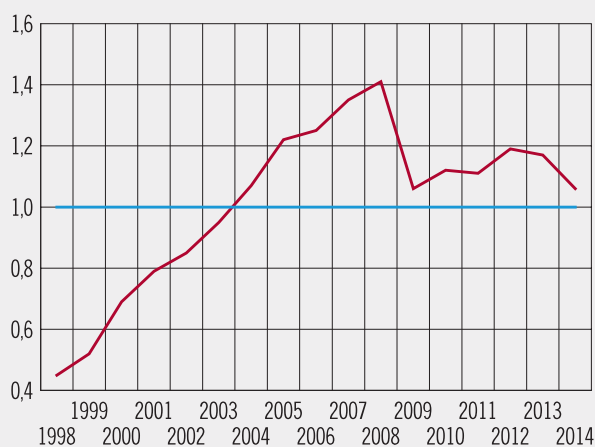
Проблема, однако, заключается в том, что в отечественном бухгалтерском учете и статистике величина основных фондов показана по балансовой стоимости, которая представляет собой оценку стоимости фондов по смешанным ценам: одни предприятия переоценивают фонды с использованием текущих рыночных цен и показывают их по восстановительной стоимости, другие – не переоценивают и их фонды продолжают числиться на балансе по первоначальной стоимости. При росте цен в экономике формируется разрыв между восстановительной и первоначальной стоимостью фондов, и в целом балансовая стоимость оказывается недооцененной. Это приводит к заниженности амортизационных отчислений и, как следствие, к нехватке ресурсов для инвестиций и сокращению производственного потенциала.

Корректное представление о состоянии и динамике основных фондов дает их оценка по восстановительной, то есть текущей рыночной стоимости. В отсутствие отчетных данных российские исследователи проводили оценки восстановительной стоимости основных фондов в разные периоды и с использованием различных методов<sup>1</sup>. Общим недостатком таких оценок является в первую очередь их разовый и точечный характер, тогда как для практических нужд требуются временные ряды данных.

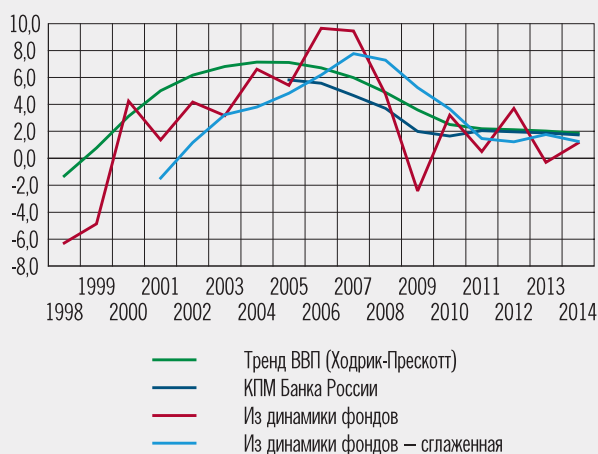
Для того чтобы получить достаточно длинный и легко продлеваемый временной ряд стоимости основных производственных фондов в оценочных восстановительных ценах, пригодный в том числе для проведения эконометрического моделирования, был применен следующий упрощенный подход, основанный на регулярно публикуемой статистике. Расчет отталкивается от данных о балансовой стоимости основных фондов по состоянию на 1.01.1998: в течение 1997 г. произошел пересчет стоимости основных фондов в цены базового периода (по состоянию на 1.01.1997). Далее такая «восстановительная» стоимость была итеративно рас-

<sup>1</sup> Копылова Н. В. Об оценке восстановительной стоимости основных фондов и рентабельности российской промышленности в 2001–2004 гг. // Вопросы статистики. 2008. № 11. С.32–41; Копылова Н. В., Ханин Г. И. Альтернативная оценка восстановительной стоимости основных фондов и промышленности России в 2005–2008 гг. // ЭКО. 2011. № 1. С.83–99; Погосов И. А. Чистый внутренний продукт как основа анализа и прогнозирования развития экономики // Проблемы прогнозирования. 2013. № 4. С.15–25; Сайфиева С., Ермилина Д. Финансовые источники воспроизводства основного капитала // Экономист. 2012. № 11. С.21–37; Ханин Г. И., Фомин Д. А. Потребление и накопление основного капитала в России: альтернативная оценка // Проблемы прогнозирования. 2007. № 1. С. 26–51.



Рисунок 1  
Отношение инвестиций  
к амортизации (раз)

Источники: Росстат, расчеты Банка России

Рисунок 2  
Оценки темпа прироста потенциального выпуска  
(в % к предыдущему году)

Источники: Росстат, расчеты Банка России

считана вперед на основе данных об инвестициях в основной капитал и амортизации, исчисленной исходя из восстановительной стоимости). Полученные оценки разрыва в размерах «восстановительной» и балансовой стоимости, с учетом разницы, сложившейся в годы советской экономики<sup>2</sup>, сопоставимы с результатами расчетов, представленными в работах отечественных исследователей.

Итак, полная балансовая стоимость основных фондов серьезно занижена относительно восстановительной. По оценке, в силу недостаточности амортизационных фондов, до 2004 г. инвестиции в основной капитал не покрывали износ основных фондов. В 2005–2008 гг. ситуация улучшилась, однако в последующие годы инвестиции вновь сокращались относительно амортизации, и к 2014 г. величина превышения почти свелась к нулю (рис.1).

Динамика «восстановительной» стоимости основных фондов может быть использована для оценки производственного потенциала экономики, который представляет собой выпуск при нормальной загрузке имеющихся производственных фондов. Следует отметить, что такой выпуск не создает дополнительного инфляционного давления и, следовательно, соответствует инфляционно нейтральному, анализ и прогнозирование которого необходимы для целей денежно-кредитной политики. Оценки фактической загрузки фондов и фондоотдачи в экономике в целом, необходимые для проведения расчетов, опирались на данные Росстата и Российского Экономического Барометра.

Несмотря на весьма грубый подход к оценке потенциального выпуска, можно говорить о том, что тенденции в динамике потенциального выпуска, рассчитанного с использованием «восстановительной» стоимости фондов, соответствуют его динамике, оцененной при помощи других методов (рис.2). Таким образом, можно с достаточно высокой степенью уверенности полагать, что в последние годы произошло существенное снижение темпов роста потенциального выпуска. В 2015 г., в условиях падения инвестиций, которое оказывает влияние на снижение стоимости основных фондов, ожидается продолжение этой тенденции.

<sup>2</sup> Расчеты проведены В. Е. Маневичем, Л. К. Николаевым, В. В. Овсиенко (см. Сайфиева, Ермилина, 2012).

## Рынок труда

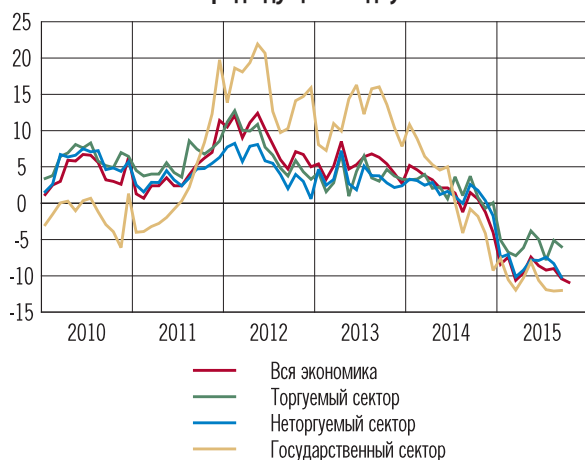
В III квартале 2015 г. продолжилась адаптация рынка труда к новым экономическим условиям главным образом посредством снижения реальной заработной платы. Оперативной подстройке к текущим экономическим условиям способствовала свойственная российскому

рынку труда высокая доля переменных доходов (премий, бонусов и так далее) в общей величине заработной платы.

Ухудшение с мая 2015 г. динамики финансового результата компаний и их стремление к оптимизации затрат обусловили замедление темпов роста номинальных трудовых компенсаций,

Рисунок 1.3.10

### Темп прироста реальной заработной платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

что вместе с повышением инфляции ускорило падение реальной заработной платы в III квартале и октябре 2015 г. (рис. 1.3.10). Уменьшение реальной заработной платы в реальном выражении в октябре составило 10,9% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года и оказалось больше ожидаемого Банком России.

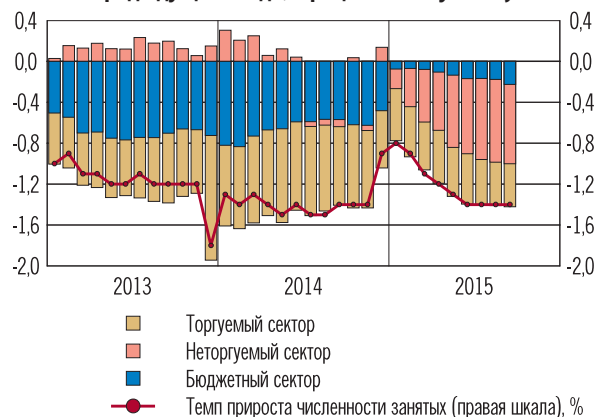
Особенно сильно уменьшение реальной заработной платы проявилось в неторгуемом<sup>5</sup> секторе экономики: по данным за сентябрь 2015 г., снижение по сравнению с соответствующим периодом прошлого года составило 10,2%, тогда как в торгуемом<sup>6</sup> секторе за тот же период реальная зарплата сократилась на 6% (рис. 1.3.10). Указанная диспропорция в динамике заработной платы обусловила продолжение перетока трудовых ресурсов из неторгуемого сектора в экспортно ориентированные сырьевые производства, о чем косвенно свидетельствует структура прироста численности занятых по секторам экономики (рис. 1.3.11).

<sup>5</sup> К неторгуемому сектору здесь отнесены: распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, оптовая и розничная торговля, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовая деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

<sup>6</sup> К торгуемому сектору здесь отнесены: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство, добыча полезных ископаемых, обрабатывающие производства.

Рисунок 1.3.11

### Структура прироста численности занятых по секторам экономики (без субъектов малого предпринимательства, к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.12

### Уровень безработицы и загрузка рабочей силы (%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России, Российский Экономический Барометр.

Вместе с тем темпы снижения реальной заработной платы работников бюджетного сектора продолжают опережать темпы снижения трудового дохода в частном секторе (рис. 1.3.10), что связано с отменой индексации зарплаты бюджетников в текущем году и низкой индексацией в других секторах.

На фоне ускорившегося снижения реальной заработной платы уровень безработицы с учетом коррекции на сезонность в III квартале и октябре 2015 г. оставался относительно стабильным (рис. 1.3.12, табл. 1.3.1), что соответствовало ожиданиям Банка России. Слабая реакция безработицы на неблагоприятные экономические условия может быть связана с нежеланием компаний терять квалифицирован-

Таблица 1.3.1

## Рынок труда

| Показатели                                                                                                                             | 2014        |            |             |             | 2015        |             |             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                                                                                                        | I           | II         | III         | IV          | I           | II          | III         |
| <b>Занятость и безработица (с исключением сезонности)</b>                                                                              |             |            |             |             |             |             |             |
| Уровень безработицы, %                                                                                                                 | 4,9         | 5,2        | 5,3         | 5,2         | 5,2         | 5,8         | 5,7         |
| Отношение численности занятых к безработным                                                                                            | 18,7        | 18,2       | 18,3        | 18,3        | 18,0        | 16,3        | 16,9        |
| Сводный индикатор рынка труда, пункты                                                                                                  | 5,0         | 4,5        | 4,1         | 4,3         | 5,2         | 6,1         |             |
| Сводный индикатор занятости PMI, пункты                                                                                                | 48,2        | 47,4       | 48,2        | 46,6        | 44,8        | 46,0        | 47,4        |
| <b>Заработные платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)</b>                                                              |             |            |             |             |             |             |             |
| Номинальная заработная плата                                                                                                           | 11,1        | 10,2       | 8,3         | 7,7         | 5,7         | 5,9         | 4,9         |
| Реальная заработная плата                                                                                                              | 4,4         | 2,4        | 0,6         | -1,7        | -9,0        | -8,5        | -9,3        |
| Просроченная задолженность по зарплате                                                                                                 | 6,2         | 5,7        | -11,9       | -10,2       | 7,9         | 22,6        | 38,6        |
| <b>Неполная занятость</b>                                                                                                              |             |            |             |             |             |             |             |
| <b>Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)</b> |             |            |             |             |             |             |             |
| <b>Всего</b>                                                                                                                           | <b>-4,3</b> | <b>1,0</b> | <b>6,8</b>  | <b>-1,4</b> | <b>-3,7</b> | <b>6,2</b>  | <b>3,2</b>  |
| Работали неполное рабочее время                                                                                                        | 7,8         | -4,2       | -3,4        | 4,6         | 11,9        | 2,7         | -3,5        |
| Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя                                                                             | 14,9        | -0,8       | -8,0        | 10,6        | 18,3        | 23,9        | -3,4        |
| Работали неполное рабочее время по соглашению сторон                                                                                   | -1,4        | 2,6        | 0,5         | 1,4         | 3,1         | 2,8         | 4,8         |
| Находились в простое                                                                                                                   | 2,9         | 0,0        | 10,5        | -6,7        | 2,9         | -0,7        | -4,1        |
| Имели отпуска без сохранения заработной платы                                                                                          | -0,9        | -0,3       | 1,6         | 0,0         | 0,0         | 1,8         | -0,4        |
| <b>Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности</b>                                                |             |            |             |             |             |             |             |
| <b>Всего</b>                                                                                                                           | <b>9,0</b>  | <b>9,5</b> | <b>10,4</b> | <b>10,3</b> | <b>9,4</b>  | <b>10,4</b> | <b>11,0</b> |
| Работали неполное рабочее время                                                                                                        | 2,2         | 2,1        | 2,0         | 2,2         | 2,4         | 2,5         | 2,4         |
| Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя                                                                             | 0,3         | 0,3        | 0,2         | 0,3         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Работали неполное рабочее время по соглашению сторон                                                                                   | 1,9         | 1,8        | 1,8         | 1,9         | 2,0         | 2,1         | 2,0         |
| Находились в простое                                                                                                                   | 0,7         | 0,6        | 0,6         | 0,8         | 0,8         | 0,7         | 0,5         |
| Имели отпуска без сохранения заработной платы                                                                                          | 6,1         | 6,8        | 7,8         | 7,3         | 6,2         | 7,2         | 8,1         |
| <b>Альтернативные индикаторы неполной занятости</b>                                                                                    |             |            |             |             |             |             |             |
| Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)                                           | 0,3         | 0,4        | 0,2         | -0,1        | -0,3        | -0,4        | -0,5        |
| Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень = 100)                                                                      | 87,7        | 86,7       | 89,0        | 85,7        | 81,7        | 86,7        | 87,7        |

Изменение относительно предыдущих 12 месяцев:

|  |                                                        |
|--|--------------------------------------------------------|
|  | – улучшение ситуации (более 1 стандартного отклонения) |
|  | – улучшение ситуации (менее 1 стандартного отклонения) |
|  | – без изменений ( $\pm 0,2$ стандартного отклонения)   |
|  | – ухудшение ситуации (менее 1 стандартного отклонения) |
|  | – ухудшение ситуации (более 1 стандартного отклонения) |

Источники: Росстат, расчеты Банка России, Markit Economics, Российский Экономический Барометр.

ные кадры в условиях реального удешевления рабочей силы в расчете на будущее восстановление экономической активности. Кроме того, сдерживающее влияние на рост уровня безработицы оказывал дефицит предложения труда, обусловленный демографическими факторами, а также оттоком мигрантов, трудовые доходы которых значительно снизились в связи с ослаблением рубля.

Возможности подстройки рынка труда к низкому уровню экономической активности в конце 2015 – начале 2016 г. через снижение реальной заработной платы будут ограниченными. По оценкам, в этот период возможно некоторое повышение уровня безработицы. В то же время в 2016 г. определенную поддержку может оказать продление региональных программ занятости.

## Инфляция

В сентябре-ноябре 2015 г. на инфляцию воздействовали два основных фактора. С одной стороны, повышательное давление на цены оказывало ослабление рубля, наблюдавшееся в августе. С другой стороны, слабый спрос и умеренно жесткие денежно-кредитные условия сдерживали инфляцию. Эти разнонаправленные воздействия были примерно равными по величине в сентябре-октябре, в ноябре влияние со стороны спроса стало преобладающим. По оценке, после всплеска в августе, месячные темпы роста потребительских цен с исключением сезонности в сентябре-октябре стабилизировались, в ноябре – снизились.

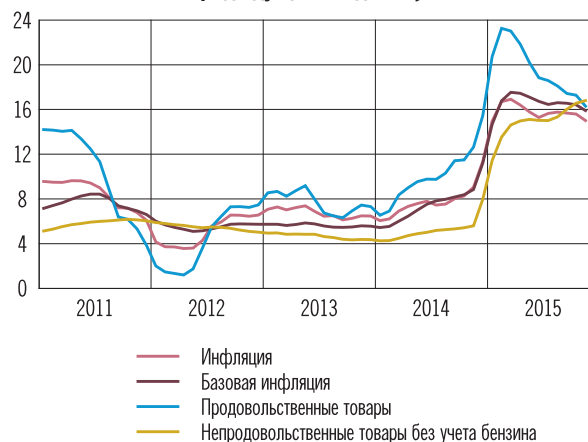
Различия в динамике цен на продовольственные, непродовольственные товары и услуги в рассматриваемый период объясняются различиями в размере и распределении во времени эффекта переноса курса на цены.

В сентябре-ноябре помесечные (с исключением сезонности) темпы роста цен на услуги (без учета жилищно-коммунальных) снижались. Их динамика определялась в первую очередь быстрой реакцией на ослабление рубля цен на услуги зарубежного туризма в августе, с последующим затуханием в ответ на ограничения со стороны спроса. В сентябре-октябре отмечалось некоторое ускорение удорожания услуг внутреннего туризма, возможно, вследствие переключения спроса. В эти месяцы увеличились и темпы роста цен на медицинские услуги, которые также традиционно быстро реагируют на курсовую динамику. В ноябре наметилось замедление удорожания и этих услуг.

Более продолжительным является влияние курсовой динамики на цены на непродовольственные товары. Темпы их роста достигли локального пика в сентябре, после чего началось снижение. В ноябре непродовольственная инфляция (с учетом коррекции на сезонность) была уже ниже уровня августа. Наибольшим в осенние месяцы было повышение цен на товары длительного пользования (электротовары и другую бытовую технику, теле- и радиотовары), что, возможно, отражало также элемент повышенного спроса, сопутствующего ускорению ослабления рубля и носящего краткосрочный характер.

Рисунок 1.3.13

**Динамика цен на потребительские товары и услуги (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

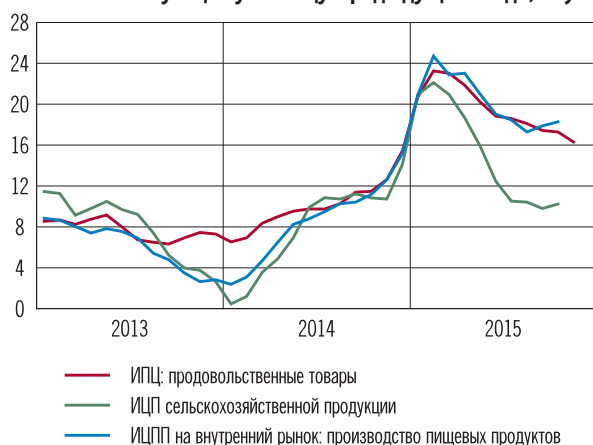
Ослабление рубля являлось значимым фактором динамики цен на продовольственные товары, темп удорожания которых в сентябре-ноябре (с исключением сезонности) превышал августовское значение. Ускорение роста цен наблюдалось главным образом на рынках продукции со значительной долей импорта (фрукты и цитрусовые, чай, кофе).

Кроме того, на продовольственной инфляции отражалось повышение мировых цен на зерновые культуры, растительные масла, сахар (включая сырец), а также недостаточный уровень запасов сырья в ряде производств (в частности, сложившийся в результате низкого урожая подсолнечника и сахарной свеклы в 2014 г.). Вместе с курсовой динамикой эти факторы оказали влияние на ускорение роста цен производителей (рис. 1.3.14) и, следовательно, потребительских цен на рынках макаронных изделий, отдельных видов круп, растительных жиров, кондитерских изделий. Продолжительная тенденция к повышению мировых цен на какао-бобы дополняет влияние курсовой динамики на цены производителей и потребительские цены шоколадных изделий.

Годовая инфляция снижалась с 15,8% в августе до 15,0% в ноябре (рис. 1.3.13), что несколько превысило прогнозы Банка России. При этом динамика годовых темпов роста цен на компоненты потребительской корзины была различной.

Рисунок 1.3.14

**Прирост цен производителей и потребительских цен на продовольственные товары (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)**



Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.16

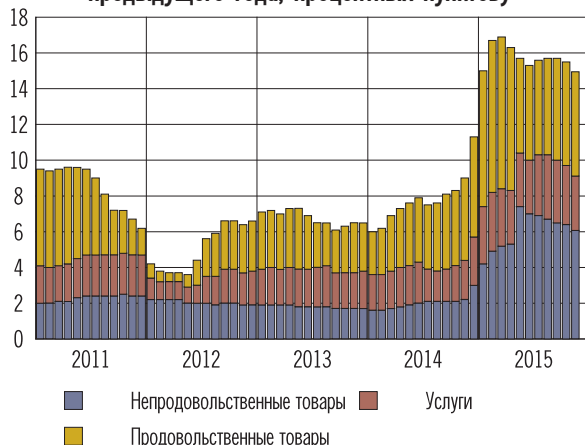
**Региональный разрез инфляции (ноябрь 2015 г. к ноябрю 2014 г., %)**



Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.15

**Вклад в инфляцию (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, процентных пунктов)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.17

**Региональный разрез инфляции (продовольственные товары, ноябрь к ноябрю предыдущего года, %)**



Источник: Росстат.

Инфляция на рынке продовольственных товаров в скользящем годовом выражении продолжала наблюдаемое с марта снижение — до 16,3% в ноябре (рис. 1.3.15, 1.3.16, 1.3.17). Это отражало адаптацию рынка к пониженному уровню спроса. Кроме того, осенью текущего года более низкие, чем в сопоставимый период 2014 г., темпы роста цен на отдельные виды продуктов питания могли сформироваться в результате изменения характера сезонности, в том числе связанного с продовольственным эмбарго (см. врезку «Об изменении сезонности динамики цен на отдельные продовольственные товары в связи с изменением структуры рыночного предложения»).

Снижению скользящего годового темпа прироста цен на услуги в сентябре-ноябре (до 11,9%) способствовал эффект «высокой базы» в сегменте жилищных и страховых услуг. В 2014 г. ускоренное удорожание жилищных услуг было связано с реформой в области финансирования капитального ремонта и изменениями в законодательстве соответственно. В целом цены на услуги за год возросли меньше, чем на продовольствие и непродовольственные товары; менее существенным было повышение регулируемых цен и тарифов на услуги ЖКХ, транспорта, связи; рост цен на рыночные услуги сдерживался низким спросом.



Тем не менее, в ценовой динамике сохраняется высокая неопределенность. Так, в ноябре 2015 г. продолжилась тенденция последних месяцев к увеличению доли товаров и услуг с высоким (от 10 до 20%) годовым приростом цен

Рисунок 1.3.22

**Диффузный индекс цен на промышленную продукцию, ожидаемые изменения (доля предприятий с растущим за три месяца показателем, %)**



Источник: Российский Экономический Барометр.

(рис. 1.3.19). На повышенном уровне оставались инфляционные ожидания экономических агентов, тогда как Банк России предполагал, что они будут снижаться вслед за инфляцией.

Ускорение роста цен на отдельные потребительские товары и услуги, даже в тех случаях, когда оно носило сезонный характер, на фоне повышенной неопределенности негативно отражалось на настроениях населения. Хотя в октябре-ноябре, по данным опросов, проводимых ООО «инФОМ», уровень ощущаемой населением текущей инфляции снизился до минимального с февраля текущего года значения, ожидания инфляции на месяц и год вперед ухудшились (рис. 1.3.20, 1.3.21). По оценкам с применением различных статистических методов, инфляционные ожидания населения в ноябре также возросли.

Предприятия и профессиональные участники финансового рынка тоже пересматривали вверх свои оценки будущей инфляции. По результатам опросов, проводимых Банком России, в октябре 2015 г. ожидания предприятий роста цен увеличились по сравнению с предыдущим месяцем (рис. 1.3.22, 1.3.23).

В ноябре диапазон прогноза инфляции на декабрь 2015 г. профессиональных аналитиков составил 12,7–13,0%. (рис. 1.3.24, табл. 1.3.2).

По оценкам Банка России, по итогам 2015 г. годовая инфляция составит около 13%, в I квартале 2016 г. — 7,5–8%. В значительной степени снижение годовой инфляции связано с сокращением накопленного вклада курсовой дина-

Рисунок 1.3.23

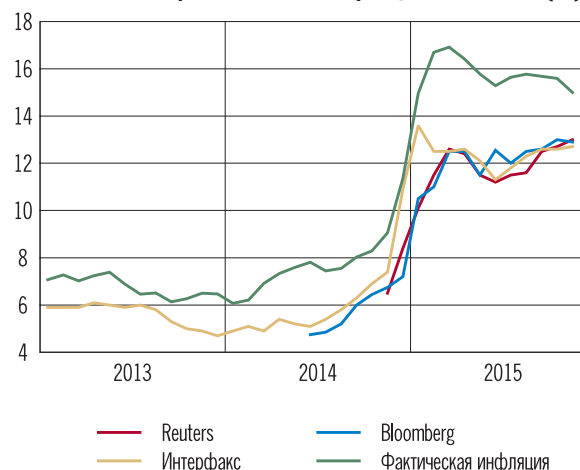
**Ожидаемые изменения в следующие три месяца цен (тарифов, уровня отпускных цен) на готовую продукцию (услуги) предприятий (в целом по России, баланс ответов, процентных пунктов)**



Источник: Банк России.

Рисунок 1.3.24

**Консенсус-прогнозы профессиональных аналитиков потребительской инфляции в 2015 г. (%)**



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters.

мики. Если в ноябре 2015 г. он оценивается на уровне до 6 процентных пунктов, то в марте 2016 г. — около 2 процентных пунктов.

Поскольку процесс адаптации экономики к вводимым с 1 января 2016 г. санкциям в отношении Турции во многом будет зависеть от скорости и эффективности работы по организации альтернативных поставок запрещенной к ввозу продукции, оценки инфляции на I квартал 2016 г. сопряжены с высокой неопределенностью. С учетом данного проинфляционного риска и высокой инерционности инфляционных ожиданий Банк России принимал решения о сохранении неизменной ключевой ставки в октябре и декабре 2015 года.

Таблица 1.3.2

## Инфляционные ожидания экономических агентов

| Опрос                                   | Горизонт ожиданий    | 2014 |      |      |      | 2015   |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
|-----------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|--------|---------|------|--------|------|------|------|--------|----------|---------|--------|
|                                         |                      | I    | II   | III  | IV   | Январь | Февраль | Март | Апрель | Май  | Июнь | Июль | Август | Сентябрь | Октябрь | Ноябрь |
| Инфляционные ожидания (абсолютные), %   |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| Население                               |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| ФОМ                                     | следующие 12 месяцев | 11,8 | 11,7 | 12,5 | 15,5 | 16,6   | 18,1    | 15,7 | 14,0   | 14,3 | 15,0 | 13,9 | 14,8   | 16,0     | 15,3    | 15,8   |
|                                         | следующие 12 месяцев | 8,1  | 9,0  | 9,6  | 14,4 | 16,1   | 15,7    | 14,1 | 12,1   | 11,9 | 12,4 | 12,8 | 13,9   | 14,6     | 13,8    | 15,0   |
| Профессиональные аналитики              |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| Bloomberg                               | 2015                 | 4,6  | 4,8  | 6,0  | 7,2  | 10,5   | 11,0    | 12,5 | 12,5   | 11,5 | 12,6 | 12,0 | 12,5   | 12,6     | 13,0    | 12,9   |
| Интерфакс                               | 2015                 | 4,9  | 5,1  | 6,3  | 10,9 | 13,6   | 12,5    | 12,5 | 12,6   | 12,1 | 11,3 | 11,8 | 12,3   | 12,6     | 12,6    | 12,7   |
| Thomson Reuters                         | 2015                 | -    | -    |      | 8,4  | 10,1   | 11,5    | 12,6 | 12,4   | 11,5 | 11,2 | 11,5 | 11,6   | 12,5     | 12,7    | 13,0   |
| Финансовые рынки                        |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| ОФЗ-ИН                                  | следующие 8 лет      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      | 5,8  | 6,5    | 6,4      | 5,8     | 5,6    |
| Рынок облигаций                         | следующий квартал    | 7,1  | 7,2  | 8,1  | 8,7  | -      | -       | 11,4 | -      | -    | 16,1 | -    | -      | 15,0     |         |        |
| Рынок МБК                               | следующий квартал    | 7,2  | 8,2  | 8,6  | 10,0 | -      | -       | 14,7 | -      | -    | 17,4 | -    | -      | 15,0     |         |        |
| Инфляционные ожидания (баланс ответов*) |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| Население                               |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| ФОМ                                     | следующие 12 месяцев | 84   | 85   | 84   | 83   | 84     | 78      | 76   | 74     | 70   | 72   | 74   | 73     | 80       | 80      | 82     |
| ФОМ                                     | следующий месяц      | 79   | 82   | 76   | 77   | 75     | 71      | 68   | 62     | 59   | 60   | 63   | 67     | 71       | 73      | 79     |
| Предприятия                             |                      |      |      |      |      |        |         |      |        |      |      |      |        |          |         |        |
| РЭБ                                     | следующие 3 месяца   | 26   | 26   | 32   | 70   | 62     | 48      | 32   | 20     | 6    | 20   | 14   | 30     | 28       |         |        |
| Банк России (ДБН)                       | следующие 3 месяца   | 14,3 | 12,4 | 13,9 | 30,3 | 25,9   | 20,2    | 14,8 | 11,5   | 11,6 | 12,7 | 13,3 | 13     | 12,1     | 13,2    |        |
| Розничные цены (Росстат)                | следующий квартал    | 42   | 41   | 41   | 43   | -      | -       | 31   | -      | -    | 28   | -    | -      | 30       |         |        |
| Тарифы (Росстат)                        | следующий квартал    | 6    | 5    | 2    | 5    | -      | -       | 7    | -      | -    | 6    | -    | -      | 2        |         |        |

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

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

Источники: данные опроса ФОМ/инФОМ, Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters, расчеты Банка России, Российский Экономический Барометр.

### Об изменении сезонности динамики цен на отдельные продовольственные товары в связи с изменением структуры рыночного предложения

Ослабление рубля и продовольственное эмбарго отразились на изменении структуры предложения на рынках ряда продовольственных товаров (см. врезку «Импортозамещение на рынке продовольствия»). Рост доли отечественной продукции мог сказаться на изменении сезонности ценовой динамики на потребительском рынке.

Для выявления этих изменений была проведена оценка модели сезонности по двум пересекающимся выборкам, одна из которых не включает период действия санкций и ускорения ослабления рубля (август 2010 – июль 2014 г.), вторая – включает (ноябрь 2014 – октябрь 2015 г.). Для оценки сезонной компоненты применяется фильтр X-12-ARIMA с использованием в качестве инструментов распределенных лагов реального эффективного обменного курса рубля и переменной, отвечающей за период введения ответных санкций.

На рынках отдельных продовольственных товаров, где активно развивалось импортозамещение, в последние годы наблюдались изменения сезонности динамики потребительских цен. Прежде всего это рынок мяса и мясопродуктов (в первую очередь свинины), рыбопродуктов. В частности, существенный рост доли отечественной продукции на рынке свинины сопровождался появлением новых сезонных пиков (в марте, мае и августе), заметным сезонным снижением цен в январе-феврале. Увеличился размах сезонной волны в динамике цен на рыбопродукты.

В последние годы увеличилась сезонная амплитуда динамики цен на фрукты и citrusовые. Это может быть связано как с ростом доли отечественной продукции на рынках отдельных фруктов, так и с тем, что сегмент стран ЕС в импорте был отчасти замещен странами ближнего зарубежья с менее отлаженными технологиями хранения и менее развитым тепличным овощеводством.

На выявленные различия в сезонности следует обращать внимание при анализе ценовой динамики. В то же время не все из них можно приписать влиянию изменения структуры рыночного предложения, так как развитие импортозамещения происходит чуть более года.

### Краткосрочное прогнозирование инфляции при помощи метода комбинирования прогнозов

Введение Банком России режима таргетирования инфляции повысило требования к точности ее прогнозирования. Краткосрочные прогнозы (на горизонте двух кварталов) являются начальным условием формирования среднесрочного прогноза, который Банк России учитывает при принятии решений в области денежно-кредитной политики. Одним из способов прогнозирования инфляции на краткосрочном горизонте, который применяет Банк России, является метод комбинирования прогнозов.

Важным достоинством этого метода является возможность использования большего объема данных при прогнозировании<sup>1</sup>. Так, включение всех переменных одновременно при построении единственного прогноза может негативно сказаться на его качестве, в то время как использование различных комбинаций переменных при построении нескольких моделей с последующей комбинацией их результатов будет лишено этого недостатка и при этом будет учитывать максимально возможный объем данных.

Другим важным доводом в пользу использования комбинированных прогнозов является их гибкость при наличии структурных сдвигов<sup>2</sup>. В то время как для обнаружения структурного сдвига при использовании единственной модели потребуется большое количество наблюдений и переоценка его зависимости, метод комбинирования подразумевает постоянный пересмотр весов различных прогнозов, что дает возможность максимально быстро адаптироваться к структурным сдвигам.

<sup>1</sup> H. C. Bjornland, A. S. Jore, C. Smith, L. A. Thorsrud (2008), «Improving and evaluating short term forecasts at the Norges Bank», Norges Bank Staff Memo, N4.

<sup>2</sup> K. Akdogan, S. Baser, M. G. Chadwick, D. Ertug, T. Hulagu, S. Kosem, F. Ogunc, M. U. Ozmen, N. Tekatli (2012), «Short term inflation forecasting models for turkey and a forecast combination analysis», Central Bank of the Republic of Turkey, Working paper N12/09.

И наконец, метод комбинирования может повысить точность за счет усреднения ошибок индивидуальных прогнозов<sup>3</sup>.

Рассматриваемый подход к прогнозированию цен получил широкое распространение в центральных банках стран, таргетирующих инфляцию (например, в центральных банках Турции, Норвегии, Швейцарии и ЕЦБ).

Суть метода комбинирования прогнозов, применяемого в Банке России, заключается в следующем.

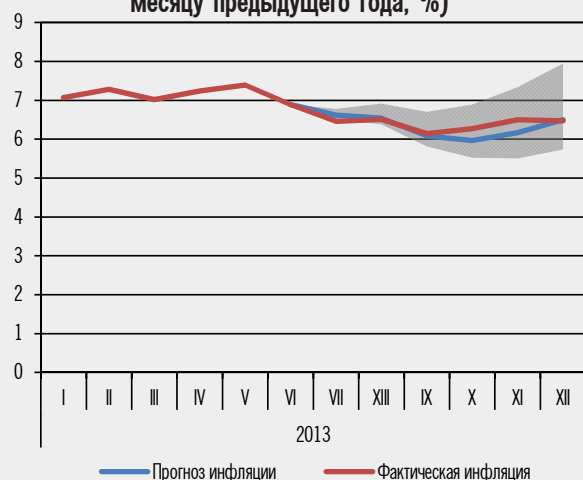
На первом этапе для основных субиндексов ИПЦ<sup>4</sup> строятся прогнозы с использованием как безусловных моделей, так и моделей, основанных на сценарных предположениях Банка России. К безусловным относятся модели случайного блуждания с дрейфом, авторегрессии с линейным трендом, модель ненаблюдаемой компоненты. В них для прогнозирования применяется только инфляционная динамика за предыдущие периоды. Модели векторной авторегрессии (стандартной, байесовской) и линейной регрессии используют все возможные линейные комбинации выбранных экзогенных переменных, принятых в качестве сценарных условий в прогнозах Банка России.

Для каждой модели оценивается точность ее вневыборочного прогноза как обратное от среднеквадратичного отклонения фактической инфляции от прогнозируемой. Полученные результаты агрегируются в итоговые прогнозы для каждого субиндекса ИПЦ с весами, пропорциональными их точности. На финальной стадии рассчитывается прогноз инфляции путем агрегирования данных по всем ее субиндексам с их весами в потребительской корзине.

С целью определения длины временного интервала, на котором оценивается точность прогноза для последующего определения его веса, было проведено исследование зависимости точности комбинированного прогноза от длины интервала. Результаты показали, что максимальная точность достигается при длине временного интервала, равной двум месяцам. Таким образом, применяемый подход является гибким, так как минимальная длина временного интервала для оценки весов обеспечивает максимально быструю их переоценку с учетом происходящих в экономике изменений.

Рисунок 1

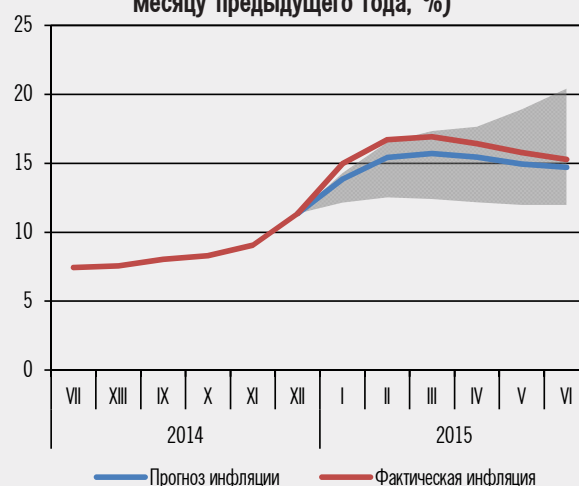
Диапазон оценок годовой инфляции методом комбинированных прогнозов (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 2

Диапазон оценок годовой инфляции методом комбинированных прогнозов (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>3</sup> A. Timmermann (2006), «Forecast combinations», in G. Elliot, C. W. J. Granger and A. Timmermann, *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 1.

<sup>4</sup> ИПЦ разделяется на следующие субиндексы: продовольственные товары (мясо- и рыбопродукты; яйца и молокопродукты; кондитерские изделия, чай, кофе; мучные продукты; плодоовощная продукция; прочие продовольственные товары), непродовольственные товары (одежда, медицинские товары и бытовая химия, товары с регулируруемыми ценами, мебель и строительные материалы, техника и автомобили, прочие непродовольственные товары), услуги (бытовые услуги, образовательные услуги, услуги в сфере туризма, услуги пассажирского транспорта, услуги ЖКХ, медицинские и прочие услуги).



В периоды, когда экономические условия являлись достаточно стабильными (например, во второй половине 2013 г.), прогноз инфляции был достаточно точным, а диапазон оценок – узким (рис. 1). В 2015 г., когда экономическая неопределенность усилилась, ошибка прогноза и диапазон оценок инфляции возросли. Тем не менее качество средневзвешенного прогноза инфляции, сделанного с применением метода комбинирования прогнозов, осталось приемлемым (рис. 2).

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

В данном выпуске Доклада о денежно-кредитной политике Банк России рассматривает три сценария экономического развития России, основным различием которых являются предположения относительно динамики цен на нефть. Согласно базовому сценарию, цена на нефть марки «Юралс» в 2016–2018 гг. стабилизируется на уровне порядка 50 долл. США за баррель. В оптимистичном сценарии предполагается рост цены на нефть до 75 долл. США за баррель к концу 2017 года. В рисковом сценарии ожидается снижение цены на нефть до 35 долл. США за баррель в 2016 г. и сохранение ее на низком уровне в среднесрочном периоде.

Глубина и продолжительность снижения ВВП в рассматриваемых сценариях будут во многом определяться траекторией условий торговли. В базовом и оптимистичном сценариях прогнозируется снижение инфляции в 2017 г. до целевого уровня при наличии определенного потенциала для смягчения денежно-кредитной политики, который будет реализовываться с разной скоростью.

Основным источником инфляционных рисков остается возможное дальнейшее ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры на фоне длительного сохранения цен на нефть на низком уровне, нормализации денежно-кредитной политики ключевыми центральными банками и продолжения замедления роста экономики Китая. Данные тенденции нашли отражение в рисковом сценарии Банка России. Кроме того, снижению инфляции может препятствовать сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне в течение продолжительного времени, пересмотр запланированных на 2016–2017 гг. темпов увеличения регулируемых цен и тарифов, индексации выплат и в целом смягчение бюджетной политики.

В октябре 2015 г. указанные риски сохранялись. В ноябре – начале декабря 2015 г. некоторые из них выросли. В частности, наблюдалось снижение цен на нефть, увеличились ожидания нормализации денежно-кредитной политики

ФРС США, инфляционные ожидания выросли, хотя предполагалось их снижение. В этих условиях Банк России в октябре и декабре 2015 г. принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 11,00% годовых. По мере замедления инфляции в соответствии с базовым прогнозом и при условии ослабления инфляционных рисков Банк России возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний Совета директоров.

### 2.1. Перспективы развития экономической ситуации

В предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике Банк России рассматривал в качестве базового сценарий, в котором предполагалось, что цена на нефть марки «Юралс» в III–IV кварталах 2015 г. будет колебаться в диапазоне 45–50 долл. США за баррель и останется на уровне около 50 долл. США за баррель в среднем на прогнозном периоде. Фактические цены на нефть в прошедшие месяцы продолжали характеризоваться повышенной волатильностью, и на фоне сохранения избыточного предложения и слабого спроса на мировом рынке их средний уровень находился несколько ниже предполагаемого прогнозом (см. подраздел «Условия торговли» раздела 1.1). Вместе с тем Банк России считает, что есть предпосылки для возвращения цен на нефть к 50 долл. США за баррель в первой половине 2016 г. с последующим ее длительным сохранением на этом уровне и по-прежнему рассматривает данный сценарий в качестве базового.

Некоторому восстановлению цены на нефть с текущих уровней будет способствовать постепенное повышение спроса на энергоносители по мере роста мировой экономики и уменьшение добычи вследствие произошедшего значительного сокращения инвестиций. Увеличение себестоимости добычи сырьевых ресурсов из традиционных источников будет ограничи-

вать потенциал снижения цен на нефть. Вместе с тем повышение цен на нефть до уровня существенно выше 50 долл. США за баррель будет сдерживаться увеличением экспорта из Ирана в 2016 г. после снятия санкций, а также гибкой реакцией предложения со стороны добычи из нетрадиционных источников в случае начала роста цен. Понижательное давление будет оказывать вероятное укрепление доллара США в результате нормализации денежно-кредитной политики ФРС США.

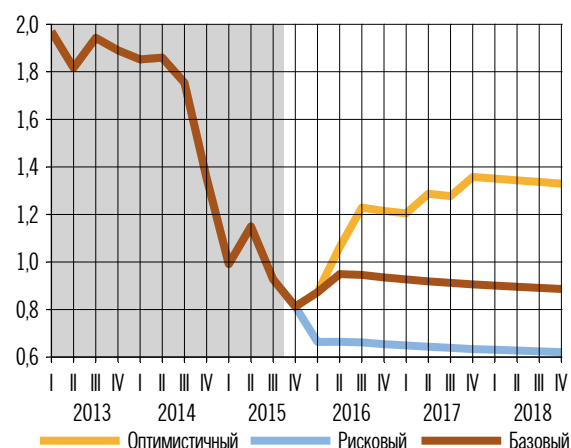
Возможное отклонение развития событий от базового сценария связано в первую очередь с ожидаемой динамикой внешней экономической активности, в частности ростом экономики Китая, в отношении которого сохраняется повышенная неопределенность. При этом с учетом наблюдающихся изменений конъюнктуры рынка энергоносителей и ожидаемого развития совокупности факторов со стороны спроса и предложения на мировом рынке риски снижения цен на нефть, по оценкам Банка России, несколько увеличиваются, что повышает вероятность реализации рискованного сценария и снижает – оптимистичного сценария. Банк России рассмотрел в качестве рискованного сценария снижения цены на нефть до 35 долл. США в 2016 г. и сохранения ее на низком уровне в течение длительного времени.

Внешние финансовые условия во всех сценариях будут сдерживать рост российской экономики на протяжении всего прогнозного периода, однако их воздействие будет постепенно ослабевать. В условиях действующих финансовых санкций в отношении России компании и банки будут продолжать погашать ранее привлеченные внешние займы. Объем погашений внешнего долга будет уменьшаться по мере того, как компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего финансирования (например, на азиатских рынках), а также из-за снижения общего объема задолженности.

По оценкам Банка России, для адаптации экономики к негативным внешним условиям потребуется еще не менее года. В этот период должно активизироваться перераспределение трудовых и капитальных ресурсов в сектора экономики, которые имеют потенциал для импортозамещения или продукция которых конкурентна на внешнем рынке. С учетом име-

Рисунок 2.1.1

## Условия торговли



Источник: расчеты Банка России.

Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть сорта «Юралс» (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежной инфляции).

ющихся структурных ограничений, в том числе связанных с демографической ситуацией и недостаточной мобильностью рабочей силы, данный процесс может быть временно сопряжен с дополнительными издержками компаний и коррекцией производительности труда после перемещения ресурсов в новые сегменты. Это может оказать сдерживающее влияние на темпы роста экономики и повышательное – на цены производителей. Однако в среднесрочном периоде результатом адаптации должно стать восстановление сбалансированного роста российской экономики и повышение ее устойчивости к внешним шокам.

В части динамики внутреннего спроса в базовом сценарии сохранение негативных настроений домашних хозяйств и фирм в 2016 г. в совокупности с умеренно жесткими денежно-кредитными условиями приведет к тому, что потребительские и инвестиционные решения экономических агентов будут достаточно консервативными. С учетом действия указанных факторов как со стороны спроса, так и предложения темп прироста ВВП в 2016 г. останется отрицательным, в диапазоне – (0,5-1,0) %. Наиболее заметное замедление темпов падения выпуска в годовом выражении произойдет в I–II кварталах 2016 г. на фоне действия эффекта низкой базы 2015 года. При этом квартальные темпы прироста выпуска с учетом коррекции на сезонность могут остаться отрицательными и во второй половине 2016 года. В 2017 г. в базовом сценарии ожидается выход

Рисунок 2.1.2



Источник: расчеты Банка России.

на слабopоложительные темпы прироста ВВП, за которым последует восстановительное ускорение роста до 1,5–2,5% в 2018 году.

Кредитные условия в экономике в 2016 г. будут оставаться относительно жесткими, определяясь сохранением умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, направленной на снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе, а также необходимостью коррекции повышенной долговой нагрузки реального сектора. Темпы прироста кредитования экономики и денежной массы в 2016 г. будут находиться в диапазоне 3–7%. В дальнейшем по мере смягчения денежно-кредитных условий вслед за снижением ключевой ставки Банка России, а также по мере уменьшения долговой нагрузки и улучшения финансового положения заемщиков будет происходить восстановление темпов роста кредитования и, соответственно, денежной массы. При этом в структуре фондирования предприятий реального сектора будет происходить частичное замещение внешних источников заемных средств внутренними.

В разрезе компонентов использования ВВП снижение выпуска в 2016 г. произойдет за счет сокращения как потребительских расходов, так и инвестиций в основной капитал. Основным фактором дальнейшего сжатия потребительского спроса останутся низкие темпы роста доходов населения. Важным фактором, влияющим на их формирование, будет сохранение сдержанных индексаций бюджетных зарплат

и социальных выплат в условиях ограниченных возможностей финансирования дефицита бюджета (см. врезку «Бюджетная политика» в разделе 1.3). В части доходов занятых в частном секторе ситуация будет определяться некоторым уменьшением конкуренции за рабочую силу (на фоне спада производственной активности, а также снижения конкурентоспособного спроса на рынке труда со стороны государственного сектора), что найдет отражение как в снижении темпов роста номинальных заработных плат, так и в некотором увеличении уровня безработицы. В условиях сохранения повышенной неопределенности в отношении динамики доходов домохозяйства будут сохранять склонность к сбережению на повышенном уровне, что также сдерживающим образом отразится на росте потребительского спроса. Сокращение расходов домашних хозяйств на конечное потребление в 2016 г. прогнозируется в диапазоне 3,5–4,0%.

Динамика инвестиционного спроса в 2016 г. будет более благоприятной, чем потребительского: ожидается замедление снижения инвестиций в основной капитал до – (0,5–1,0) % и формирование положительного вклада динамики запасов материальных оборотных средств в прирост ВВП. Основу для этого должна создать стабилизация деловых настроений и ожиданий на фоне отсутствия негативных шоков со стороны внешнего сектора и постепенное смягчение денежно-кредитных условий. Предпосылки для восстановления инвестиционного спроса со второго полугодия 2016 г. сформируются на основе уже наблюдаемой положительной динамики финансового результата предприятий реального сектора, сокращения долговой нагрузки компаний на фоне умеренного роста кредитования, а также оптимизации структуры издержек в части расходов на труд и услуги инфраструктурных компаний.

Вклад чистого экспорта в темп прироста ВВП в 2016 г. останется положительным, однако заметно сократится по сравнению с 2015 г. с учетом действия эффекта высокой базы и сохранения относительно стабильной динамики курса рубля в реальном выражении. Прогнозируемая динамика физических темпов роста экспорта и импорта с учетом стабилизации цен на нефть обеспечит сохранение положительного текущего

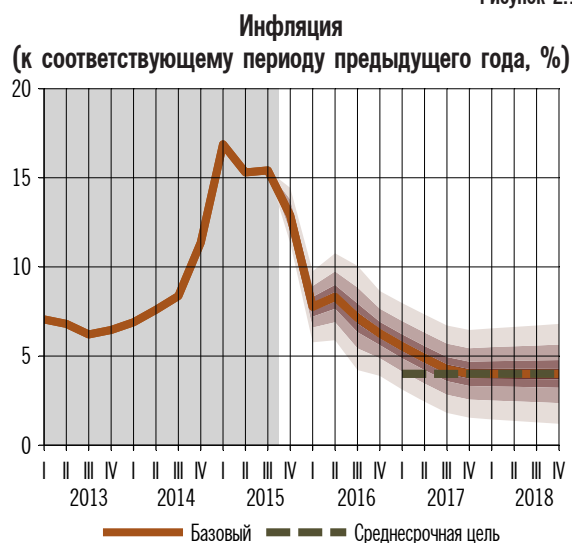
го счета платежного баланса в 2016 г. на уровне 56 млрд долл. США, или 4–5% ВВП.

В 2017–2018 гг. по мере дальнейшего снижения общего уровня неопределенности и восстановления настроений производителей (с учетом постепенного смягчения денежно-кредитных условий) будет происходить последовательное повышение инвестиционной активности. Темпы прироста валового накопления основного капитала прогнозируются на уровнях 1,5–2,0% и 2,2–3,1% в 2017 и 2018 гг. соответственно. При этом рост инвестиций будет, вероятнее всего, наблюдаться в первую очередь в секторах, продукция которых является конкурентоспособной на внешних рынках, а также в секторах, продукция которых может заменить импортируемые товары на внутреннем рынке. К первой группе относится добыча полезных ископаемых, производство товаров промежуточного спроса (в том числе текстиль, продукция деревообработки, основные химические вещества, металлургия, компоненты для транспортного машиностроения). Во вторую группу отраслей входят пищевая промышленность, химическая промышленность и сельское хозяйство.

Восстановление инвестиционного спроса окажет поддержку производству инвестиционной продукции, спросу на рабочую силу и увеличению производительности труда, что создаст условия для оживления роста заработных плат. Наряду с повышением доступности заемных ресурсов по мере смягчения денежно-кредитной политики, это будет способствовать увеличению доходов в экономике и росту потребительского спроса. Темп прироста расходов домашних хозяйств на конечное потребление, как ожидается, выйдет в положительную область в 2018 году.

С учетом восстановления внутреннего потребления и инвестиций при сохранении сдержанного роста внешнего спроса и относительно стабильной динамики курса рубля в реальном выражении вклад чистого экспорта в динамику ВВП будет снижаться (до отрицательного в 2018 г.). Исходя из ожидаемой динамики темпов роста физических объемов экспорта и импорта при стабильном уровне номинальных цен на нефть в 2017–2018 гг. ожидается последовательное сокращение положительного сальдо текущего счета платежного балан-

Рисунок 2.1.3



Источник: расчеты Банка России.

са (см. раздел «Прогноз платежного баланса на 2015–2018 годы» Приложения). Вместе с тем снижение объемов выплат по внешнему долгу обусловит постепенное уменьшение оттока капитала. В этих условиях не потребуются наращивания задолженности банков по инструментам валютного рефинансирования Банка России в 2016–2018 гг. и ожидается нулевое изменение валютных резервов в платежном балансе.

В базовом сценарии прогнозируется замедление темпа роста потребительских цен, происходящее в условиях спросовых ограничений, затухания влияния курсовых шоков. На всех сегментах потребительского рынка ожидается возврат квартальных темпов роста к уровню, близкому к значениям начала 2014 года. Введение с 1 января 2016 г. запрета на ввоз продуктов питания из Турции создает риски повышения продовольственной инфляции, обусловленного ростом затрат в связи со сменой географии поставок. Дополнительный прирост цен на продовольствие оценивается на уровне 0,5–1,1 процентного пункта, чему соответствует повышение общего темпа роста потребительских цен на 0,2–0,4 процентного пункта. Вклад в инфляцию ограничительных мер в отношении Турции, по оценкам, реализуется в течение одного-двух кварталов 2016 года.

С учетом эффекта базы замедление квартального темпа роста цен определит заметное снижение инфляции в годовом выражении – до 7,5–8,0% к соответствующему



Таблица 2.1.1

**Основные параметры базового сценария прогноза Банка России  
(в % к предыдущему году, если не указано иное)**

|                                                                                              | 2014<br>(факт) | 2015         |                      | 2016       |            | 2017       |            | 2018       |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|--------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                                                              |                | Декабрь      | ОНЕГДКП <sup>1</sup> | Декабрь    | ОНЕГДКП    | Декабрь    | ОНЕГДКП    | Декабрь    | ОНЕГДКП    |
| Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долларов США за баррель                         | 98             | 52           | 53                   | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         | 50         |
| Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года                                               | 11,4           | 12,8-13,0    | 12,0-13,0            | 5,5-6,5    | 5,5-6,5    | 4,0        | 4,0        | 4,0        | 4,0        |
| Валовой внутренний продукт                                                                   | 0,6            | -(3,9-3,7)   | -(4,4-3,9)           | -(1,0-0,5) | -(1,0-0,5) | 0,0-1,0    | 0,0-1,0    | 1,5-2,5    | 2,0-3,0    |
| Расходы на конечное потребление                                                              | 0,9            | -(6,9-6,5)   | -(6,9-6,2)           | -(2,7-2,2) | -(1,4-1,0) | -(1,7-1,2) | -(0,7)-0,3 | 0,9-1,8    | 1,5-2,5    |
| – домашних хозяйств                                                                          | 1,3            | -(9,6-9,2)   | -(9,4-9,0)           | -(4,0-3,5) | -(2,0-1,0) | -(2,5-2,0) | -(0,9-0,0) | 1,0-2,1    | 1,8-2,9    |
| Валовое накопление                                                                           | -7,3           | -(30,3-29,9) | -(32,0-27,0)         | 3,6-4,1    | -(6,6-3,2) | 5,5-6,0    | -(0,5)-2,5 | 6,0-7,1    | 5,5-7,2    |
| – валовое накопление основного капитала                                                      | -2,0           | -(7,8-7,4)   | -(8,0-7,0)           | -(1,0-0,5) | -(3,8-2,8) | 1,5-2,0    | -(0,5)-0,5 | 2,2-3,1    | 4,0-5,0    |
| Чистый экспорт                                                                               | 29,8           | 89,0-91,0    | 89,5-106,5           | 6,0-7,0    | 8,5-10,5   | 0,0-1,0    | 8,5-10,5   | -(8,0-3,0) | -(7,0-5,0) |
| – экспорт                                                                                    | -0,1           | 1,9-2,3      | 1,5-2,5              | -(1,0-0,5) | 0,0-1,0    | 2,8-3,3    | 1,0-2,0    | 3,0-4,0    | 1,9-2,8    |
| – импорт                                                                                     | -7,9           | -(25,8-25,4) | -(30,0-26,0)         | -(3,3-2,8) | -(2,5-1,5) | 3,5-4,0    | -(1,0)-0,5 | 5,0-7,0    | 4,5-6,0    |
| Денежная масса в национальном определении, % прирост за год                                  | 2,2            | 9-11         | 5-8                  | 4-7        | 4-7        | 8-10       | 8-11       | 10-12      | 13-16      |
| Денежная база в узком определении, % прирост за год                                          | 2,7            | (-2)-1       | (-1)-1               | 2-5        | 1-4        | 3-6        | 2-5        | 5-8        | 5-8        |
| Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, % прирост за год | 25,9           | 4-7          | 4-7                  | 3-6        | 4-7        | 7-9        | 8-11       | 9-11       | 13-16      |

<sup>1</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов

Таблица 2.1.2

**Показатели платежного баланса России – базовый сценарий  
(млрд долл. США)<sup>1</sup>**

|                                                                   | 2014<br>(факт) | 2015       |            | 2016       |            | 2017       |            | 2018       |            |
|-------------------------------------------------------------------|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                                   |                | Декабрь    | ОНЕГДКП    | Декабрь    | ОНЕГДКП    | Декабрь    | ОНЕГДКП    | Декабрь    | ОНЕГДКП    |
| <b>Счет текущих операций</b>                                      | <b>58</b>      | <b>63</b>  | <b>65</b>  | <b>56</b>  | <b>61</b>  | <b>51</b>  | <b>61</b>  | <b>49</b>  | <b>55</b>  |
| Торговый баланс                                                   | 190            | 147        | 150        | 136        | 143        | 132        | 141        | 130        | 136        |
| Экспорт                                                           | 498            | 348        | 346        | 337        | 336        | 338        | 335        | 344        | 348        |
| Импорт                                                            | -308           | -201       | -197       | -201       | -194       | -206       | -194       | -214       | -212       |
| Баланс услуг                                                      | -55            | -37        | -39        | -39        | -37        | -40        | -38        | -45        | -44        |
| Экспорт                                                           | 66             | 52         | 51         | 53         | 52         | 54         | 52         | 56         | 54         |
| Импорт                                                            | -121           | -90        | -91        | -91        | -89        | -95        | -90        | -101       | -98        |
| Баланс первичных и вторичных доходов                              | -76            | -48        | -45        | -41        | -44        | -41        | -42        | -36        | -38        |
| Счет операций с капиталом                                         | -42            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b> | <b>16</b>      | <b>63</b>  | <b>65</b>  | <b>56</b>  | <b>61</b>  | <b>51</b>  | <b>61</b>  | <b>49</b>  | <b>55</b>  |
| <b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>                  | <b>-130</b>    | <b>-58</b> | <b>-73</b> | <b>-56</b> | <b>-61</b> | <b>-51</b> | <b>-61</b> | <b>-49</b> | <b>-55</b> |
| Сектор государственного управления и центральный банк             | 29             | -5         | -3         | -3         | -3         | -3         | -3         | -3         | -3         |
| Чистый отток капитала частного сектора                            | -159           | -53        | -70        | -53        | -58        | -48        | -58        | -46        | -52        |
| <b>Чистые ошибки и пропуски</b>                                   | <b>6</b>       | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>   | <b>108</b>     | <b>-4</b>  | <b>8</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |

<sup>1</sup> Прогноз сформирован по данным до октября 2015 г. включительно, дата отсеечения выхода данных – 4 декабря 2015 года.

периоду предыдущего года в I квартале 2016 года. Во II квартале 2016 г. годовая инфляция, по оценкам, будет несколько выше – 7,8–8,3% (из-за низких темпов роста цен во II квартале 2015 г.). Затем снижение годовой инфляции

продолжится: в декабре 2016 г. она составит 5,5–6,5%. Основным фактором, способствующим дезинфляции до конца 2016 г., будет слабый потребительский спрос и умеренно-жесткие денежно-кредитные условия. При от-

сутствии масштабных внешних шоков курсовая динамика не будет формировать заметного проинфляционного давления.

Дальнейшему снижению инфляции до уровня 4% к концу 2017 г. будет способствовать стабилизация инфляционных ожиданий и сдержанная динамика потребительского спроса при сохранении умеренно-жесткой денежно-кредитной политики и консервативной бюджетной политики. В базовом сценарии не предполагается выраженного действия проинфляционных факторов со стороны внешних условий и издержек производителей на протяжении всего прогнозного периода.

Таким образом, базовый прогноз Банка России существенно не изменился по сравнению с опубликованным в сентябре 2015 г. в Докладе о денежно-кредитной политике и в ноябре 2015 г. – в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов». Однако сохранение инфляционных рисков в октябре 2015 г. и их увеличение в ноябре – начале декабря 2015 г. обусловили необходимость проведения осторожной денежно-кредитной политики. В октябре и декабре 2015 г. Банк России принял решение оставить ключевую ставку неизменной – на уровне 11,00% годовых. Однако по мере замедления инфляции в соответствии с базовым прогнозом и при условии ослабления инфляционных рисков снижение ключевой ставки будет возобновлено на одном из ближайших заседаний Совета директоров.

В оптимистичном сценарии улучшение внешнеэкономических условий обеспечит более раннее восстановление экономической активности: положительные темпы прироста ВВП ожидаются уже в 2016 году.

Спрос на российский экспорт, как сырьевой, так и несырьевой, сложится на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, на фоне более уверенного роста мировой экономики.

Рост доходов от экспортных операций и улучшение настроений производителей будут способствовать более быстрому восстановлению инвестиционной активности, а затем и потребительского спроса. Темпы прироста валового накопления основного капитала и расходов домашних хозяйств на конечное потребление станут положительными уже в 2016 году.

Положительное сальдо текущего счета платежного баланса в течение 2016–2018 гг. будет превышать аналогичный показатель базового сценария. При развитии событий по данному сценарию Банк России ожидает, что профицит текущего счета будет устойчиво превышать отток капитала. В этих условиях банки смогут в течение прогнозного периода погасить задолженность по операциям валютного рефинансирования перед Банком России. Кроме того, сочетание благоприятной внешней конъюнктуры и высоких объемов предложения валюты на внутреннем рынке в рамках оптимистичного сценария создаст условия для покупок Банком России иностранной валюты в целях пополнения золотовалютных резервов.

Из-за улучшения условий торговли появятся фундаментальные условия для равновесного укрепления рубля в реальном выражении, что будет создавать дополнительные предпосылки для замедления инфляции. В этих условиях Банк России будет иметь возможность осуществлять более быстрое снижение ключевой ставки, чем в базовом сценарии. При этом так же, как и в базовом сценарии, ожидается снижение инфляции в 2017 г. до целевого уровня.

Более быстрое смягчение денежно-кредитных условий активизирует рост спроса на кредитные ресурсы. При этом снижение процентных ставок по кредитам конечным заемщикам, а также удлинение сроков кредитования по мере снижения и стабилизации инфляции будет смягчать эффект увеличения долговой нагрузки в результате ускорения роста кредитования.

## 2.2. Оценка рисков

В рисковом сценарии более неблагоприятное развитие внешней ситуации по сравнению с базовым и оптимистичным сценариями обусловит более сильный и продолжительный спад в экономике в течение 2016–2017 годов. Негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российскую экономику реализуется через сокращение доходов от экспорта, снижение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте, снижение привлекательности вложений в российскую экономику для российских и внешних инвесторов, а также сужение возможностей по финансированию бюджетных расходов.

В то же время наблюдаемые в течение 2015 г. тенденции свидетельствуют о том, что российская экономика постепенно адаптируется к неблагоприятным внешнеэкономическим условиям. В частности, падение выпуска в промышленности, за исключением стабильной добычи топливно-энергетических ископаемых, смягчается увеличением производства промежуточных товаров, идущих на экспорт (см. раздел 1.3). Кроме того, в пищевой и химической промышленности отмечается импортозамещение. Во многом указанные процессы стали возможны благодаря плавающему курсу. Его динамика смягчает негативное воздействие внешних факторов на российскую экономику, повышая конкурентоспособность экспорта и создавая стимулы для импортозамещения. Возможности подстройки экономики через такие каналы ранее было крайне затруднительно оценить в силу особенностей курсообразования в прошлые периоды.

Таким образом, опыт текущего года показывает, что снижение цены на нефть марки «Юралс» до уровня 35 долл. США за баррель не должно привести к столь значительным потерям в выпуске, как прогнозировал Банк России ранее. С учетом сказанного выше снижение ВВП в рисковом сценарии в 2016 г. составит 2,0–3,0%.

Вместе с тем более высокий уровень неопределенности развития внешней и внутренней ситуации в данном сценарии обусловит дополнительное, по сравнению с базовым сценарием, сужение возможностей по привлече-

нию финансовых ресурсов с внешних рынков и сохранение негативных настроений производителей. Кроме того, внутренние денежно-кредитные условия будут оставаться более жесткими по сравнению с базовым сценарием, в том числе из-за роста премии за риск на внутреннем финансовом рынке. В связи с этим инвестиционный спрос будет по-прежнему слабым. Динамика запасов также продолжит вносить отрицательный вклад в прирост ВВП.

Низкий спрос на рабочую силу обусловит продолжение снижения заработных плат в реальном выражении темпами, сопоставимыми с наблюдаемыми в 2015 году. Темп роста номинальных заработных плат будет близок к нулю, при этом возможно умеренное увеличение уровня безработицы.

Указанные тенденции на рынке труда и в динамике доходов населения будут ограничивать потребительский спрос.

Сдерживать падение ВВП в 2016 г. будет динамика чистого экспорта: при крайне умеренном снижении физических объемов экспорта прогнозируется значительное сокращение импорта в реальном выражении, что будет обусловлено сжатием внутреннего спроса и снижением реального эффективного курса рубля.

Кроме того, возможное повышение волатильности на финансовых рынках приведет к резкому ухудшению курсовых и инфляционных ожиданий, которое существенно увеличивает инфляционные риски и риски для финансовой стабильности; инфляция будет находиться на более высоких уровнях, чем в базовом и оптимистичном сценариях, составляя около 7% по итогам 2016 года.

Для предотвращения нарастания указанных рисков Банк России может использовать как меры процентной политики, так и другие инструменты. Ключевая ставка Банка России будет снижаться медленнее, чем в базовом и оптимистичном сценариях. Кроме того, Банк России будет готов существенно увеличить объем операций валютного рефинансирования, а также при необходимости осуществлять прямые продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

В рамках любого из рассмотренных выше сценариев возможна также реализация дополнительных рисков, которые могут повлиять

на инфляционную динамику. На текущем этапе, по оценкам Банка России, риски в ценовой динамике распределены несимметрично и в значительной степени смещены в сторону проинфляционных, что требует сохранения относительно консервативного подхода к формированию денежно-кредитной политики.

Дополнительным, ранее не учитываемым риском для прогноза инфляции являются введенные ограничения на ввоз продукции из Турции, вступающие в действие с 1 января 2016 года. По оценкам Банка России, их прямое влияние на инфляцию будет незначительным и краткосрочным. В то же время существует неопределенность относительно воздействия вводимых мер на инфляционные ожидания экономических агентов, а также относительно скорости замещения импорта продовольственной продукции поставками из других стран. В случае негативного развития событий воздействие на инфляцию может оказаться более заметным, чем ожидается в базовом сценарии.

Традиционным риском для прогноза инфляции являются скачки продовольственных цен, отличающихся высокой волатильностью, под влиянием объемов урожая отдельных сельско-

хозяйственных культур. Инфляционный эффект также могут иметь изменения бюджетной и тарифной политики, не предполагающиеся в рассмотренных сценариях, в случае пересмотра принятых на настоящий момент параметров (заложенных в проектах бюджета и решениях Правительства Российской Федерации). Сохраняются внешние риски со стороны геополитических факторов, и их влияние на ценовую динамику может быть реализовано через изменение валютного курса.

Ускорение годовых темпов инфляции под действием указанных выше факторов, как правило, имеет краткосрочный характер, то есть по мере его исчерпания на горизонте до одного года – полутора лет происходит замедление инфляции. В этом случае инфляция возвращается на траекторию, соответствующую достижению целевого уровня 4% в среднесрочном периоде, без дополнительного изменения денежно-кредитной политики. Вместе с тем в случае распространения влияния подобных факторов на динамику цен широкого круга товаров и услуг и роста инфляционных ожиданий Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### Динамика основных статей платежного баланса в III квартале 2015 года

Положительное сальдо текущего счета в III квартале 2015 г. снизилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года<sup>1</sup>. Это было обусловлено сокращением профицита торгового баланса на 38% – оно было более существенным, чем уменьшение отрицательного вклада баланса услуг и неторговых компонентов (рис. 1). Из неторговых компонентов текущего счета больше всего снизился дефицит баланса инвестиционных доходов в условиях погашения внешнего долга частного сектора.

Более значительное, чем прогнозировалось, уменьшение положительного сальдо торгового баланса было связано в первую очередь с динамикой импорта. Темпы снижения импорта оказались ниже ожиданий Банка России в условиях более высокого по сравнению с прогнозом курса рубля и менее существенного уменьшения внутреннего спроса. Вместе с тем темп снижения импорта оставался на высоком уровне (около 38%) на фоне слабой потребительской и деловой активности. Уменьшение импорта товаров происходило главным образом за счет машин, оборудования и транспортных средств. Вклад продовольствия, попавшего под введенное Россией в 2014 г. эмбарго против США, стран ЕС, Канады, Австралии и Норвегии, в сокращение совокупного импорта снизился с 6% во II квартале до 3% в III квартале 2015 года.

Влияние запрета на ввоз ряда продуктов из Турции с 1 января 2016 г. на совокупный импорт товаров России будет незначительным. На продовольствие из групп, попавших под данные ограничения, в январе-сентябре 2015 г. приходилось лишь 0,4% российского им-

порта. В то же время в двусторонней торговле доля запрещенных товаров сравнительно высока. В январе-сентябре 2015 г. на ввезенную из Турции продукцию из запрещенных групп приходилось 19% российского импорта товаров из Турции. По отдельным товарным позициям зависимость у России от поставок Турции существенная: 67% физического объема импорта абрикосов, 55% помидоров, 45% винограда. Введенный запрет на ввоз ряда турецких продуктов может привести к перебоям с поставками овощей и фруктов в Россию. Однако по мере замещения запрещенного продовольствия за счет поставок из других стран и отечественной продукции влияние данных ограничений будет ослабевать.

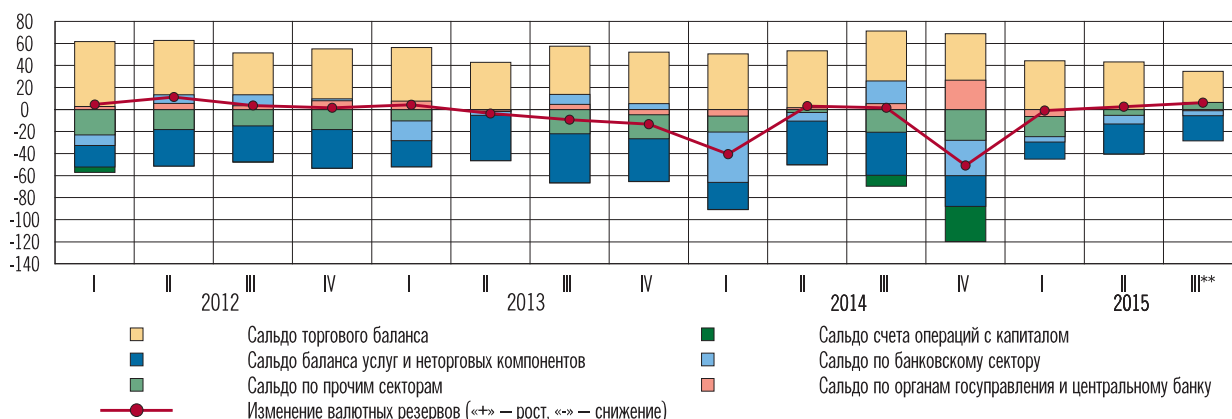
В то же время темп сокращения стоимостного объема экспорта в III квартале 2015 г. увеличился до 38% (по сравнению с 31% во II квартале) и оказался выше прогноза в условиях продолжавшегося падения мировых цен на нефть и другие сырьевые товары. Темпы падения стоимостного объема экспорта энергоносителей оказались заметно выше, чем у других товаров. Экспорт сырой нефти уменьшился на 47%, нефтепродуктов – на 54% в условиях двукратного падения цены на нефть марки «Юралс». Ненефтегазовый экспорт уменьшился на 25%. В результате существенно изменилась товарная структура российского экспорта. По сравнению с аналогичным периодом 2014 г. в январе-сентябре 2015 г. вес сырой нефти в товарном экспорте снизился с 32 до 27% (в стоимостном выражении), нефтепродуктов – с 24 до 21%. В то же время некоторую поддержку экспорту в III квартале 2015 г. оказал рост физического объема экспорта сырой нефти на 5%. Физический объем поставок нефтепродуктов, напротив, сократился на 13%. При этом физический объем природного газа увеличился на 25% за счет расширения поставок в Европу. В результате стоимостный объем экспорта российского газа изменился незначительно, не-

<sup>1</sup> Здесь и далее в данном разделе приведено изменение показателей за III квартал 2015 г. относительно соответствующего периода предыдущего года, если не указано иное.



Рисунок 1

## Динамика основных компонентов платежного баланса (млрд долл. США)\*



\* Статьи «Сальдо по банковскому сектору» и «Изменение валютных резервов» скорректированы на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп». Статья «Сальдо по прочим секторам» включает статью «Чистые ошибки и пропуски». В знаках РГБ 5.

\*\* Оценка.

Источник: Банк России.

Рисунок 2

## Внешний долг Российской Федерации (млрд долл. США)



\* На 1.10.2015 — оценка.

Источник: Банк России.

смотря на снижение цен на газ на европейском рынке на 26% в условиях роста запасов.

Главная страна транзита российского газа — Украина — в III квартале 2015 г., как и в III квартале 2014 г., не импортировала газ из России. Вместе с тем в конце сентября Россия, Украина и ЕС договорились об условиях зимних поставок газа, а 12 октября ОАО «Газпром» возобновило экспорт газа на Украину. Однако уже 25 ноября «Нафтогаз Украины» выбрал весь оплаченный российский газ в размере 2,4 млрд куб. м и не внес предоплату за новые поставки. В ответ ОАО «Газпром» заявило о приостановке поставок до новых платежей. Таким образом, несмотря на увеличение физического объема экспорта российского газа в III квартале 2015 г.,

перспективы поставок третьего по стоимости товара российского экспорта остаются неблагоприятными. Сохраняются риски для транзита российского газа в Европу наступающей зимой. Дополнительные риски создает тот факт, что переговоры по строительству газопровода «Турецкий поток» (альтернативы транзиту российского газа по территории Украины) приостановлены.

В III квартале 2015 г. впервые со II квартала 2010 г. наблюдался чистый приток частного капитала. С поправкой на объем операций по предоставлению ликвидности в иностранной валюте и другие операции Банка России<sup>2</sup> его объем в III квартале 2015 г. составил 1,8 млрд долл. США (без поправки чистый ввоз частного капитала составил 5,3 млрд долл. США). Для сравнения, в III квартале 2014 г. зафиксирован (с поправкой) чистый отток на уровне 0,1 млрд долл. США (без поправки чистый вывоз частного капитала равнялся 7,4 млрд долл. США).

Структура чистого ввоза капитала частным сектором в III квартале 2015 г. свидетельствует о том, что компании успешно наращивали обязательства перед нерезидентами, несмотря на действие санкций. В результате внешние пассивы прочих секторов сокращались медлен-

<sup>2</sup> Скорректированный на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп».

нее, чем предполагал график погашения внешнего долга. В то же время привлечение внешних финансовых ресурсов по-прежнему затруднено, особенно для российских банков. В условиях сужения возможностей для рефинансирования долга из-за финансовых санкций банки в III квартале, как и в целом в 2015 г., сокращали обязательства быстрее, чем предполагал график погашения внешней задолженности. Погашение внешнего долга банками частично покрывалось за счет продажи их иностранных активов.

## Прогноз платежного баланса на 2015–2018 годы

Банк России рассматривает три сценария макроэкономического развития, различающиеся предположениями о динамике цен на нефть и прогнозами других ключевых макроэкономических показателей. Согласно всем трем сценариям в 2015 г. ожидается сохранение средней цены на нефть марки «Юралс» на уровне 40 долл. США за баррель в декабре 2015 года. Далее, согласно предпосылкам базового сценария, цена на нефть восстановится до уровня 50 долл. США за баррель в первом полугодии 2016 г. и в течение всего рассматриваемого периода будет колебаться вокруг этого значения. Оптимистичный сценарий предполагает плавный рост до уровня 75 долл. США за баррель к концу 2017 г., а рисковый сценарий – паде-

ние цены на нефть ниже 40 долл. США в начале 2016 г. и сохранение ее на низком уровне до конца 2018 года.

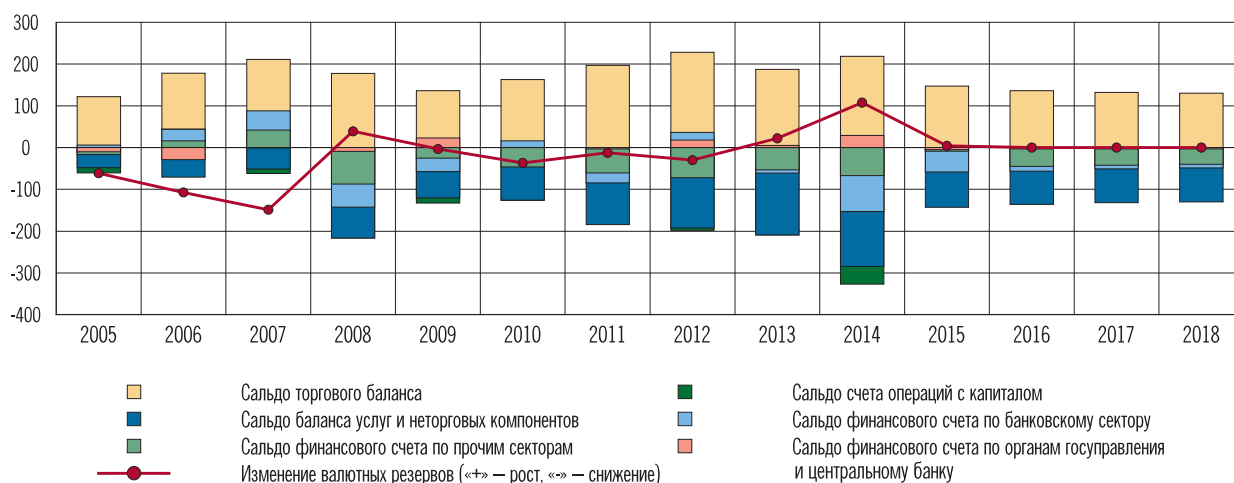
### Прогноз на 2015 год

По сравнению с предыдущим прогнозом, представленном в сентябрьском Докладе, значительно понижен прогноз профицита торгового баланса в 2015 г., в первую очередь из-за более высоких, чем ожидалось, объемов товарного импорта в III квартале 2015 года. Профицит торгового баланса в 2015 г. прогнозируется на уровне около 145 млрд долл. США, что на 23% ниже, чем в прошлом году. При этом значительное сокращение профицита торгового баланса, произошедшее вследствие резкого снижения среднегодовой цены на нефть будет практически полностью компенсировано улучшением баланса услуг и баланса неторговых компонентов. В результате профицит счета текущих операций по итогам года ожидается лишь немного выше профицита в 2014 г. – 63 млрд долл. США против 58 млрд долл. США.

Отток капитала в 2015 году будет практически полностью сформирован погашением внешних обязательств в условиях закрытия доступа к западным финансовым рынкам и сокращения возможности компаний по рефинансированию собственной задолженности. Вклад накопления активов в отток капитала ожидается близким к нулю. По сравнению с предыдущим Докладом прогноз по оттоку капитала

Рисунок 3

Динамика основных компонентов платежного баланса  
(прогноз по базовому сценарию, млрд долл. США)



Источник: Банк России.

в 2015 г. существенно пересмотрен в сторону снижения. Это изменение связано в первую очередь с более медленным, чем предполагалось в предыдущем Докладе, снижением обязательств прочих секторов, а также с более слабым темпом накопления иностранных активов. С учетом фактической динамики оценки чистого снижения обязательств частного сектора пересмотрены в сторону понижения как в IV квартале, так и в целом за год. Прогнозируется, что с учетом внутригрупповых кредитов и займов, а также рефинансирования части долга чистое снижение обязательств частного сектора составит примерно 50% от общего объема внешней задолженности к погашению. Стоит подчеркнуть, что, несмотря на номинально существенный объем выплат по внешнему долгу, относящийся к декабрю, Банк России не ожидает заметного роста выплат по внешнему долгу в текущем месяце, так как фактический объем выплат по внешнему долгу в декабре обычно меньше, чем предполагается графиком погашения. Данная тенденция, помимо вышеуказанных факторов (рефинансирование кредита и внутригрупповые займы), связана с тем, что на декабрь традиционно переносятся все платежи с неопределенным сроком выплаты.

Стабилизация ситуации на валютном рынке, а также значительный объем накопленной валютной ликвидности позволил банкам начать сокращать задолженность по операциям предоставления иностранной валюты на возвратной основе. С учетом данной тенденции ожидается, что Банку России не потребуются наращивание объема операций предоставления валютной ликвидности до конца года. Таким образом, соотношение профицита текущего счета и величины оттока капитала в текущем году обусловит чистый рост международных резервов приблизительно на 4 млрд долл. США.

### *Прогноз на 2016–2018 годы*

#### **Счет текущих операций и операций с капиталом**

В 2016–2018 гг. в рамках базового сценария цены на нефть стабилизируются на несколько более низком уровне, чем среднегодовая цена в 2015 году. В результате стоимостной объем экспорта товаров и услуг на протяжении боль-

шей части рассматриваемого периода будет ниже уровня текущего года. В свою очередь, импорт товаров и услуг начнет плавно расти по мере восстановления внутреннего спроса. Погашение внешнего долга приведет к сокращению платежей по обслуживанию задолженности, в результате чего отрицательное сальдо баланса неторговых компонентов будет плавно снижаться на протяжении всего рассматриваемого периода. В результате в 2016–2018 гг. профицит счета текущих операций будет постепенно сокращаться до величины несколько ниже 50 млрд долл. США (в 2018 г.). В целом ожидаемая динамика счета текущих операций в 2016–2018 гг. сходна с прогнозом, опубликованном в сентябрьском Докладе.

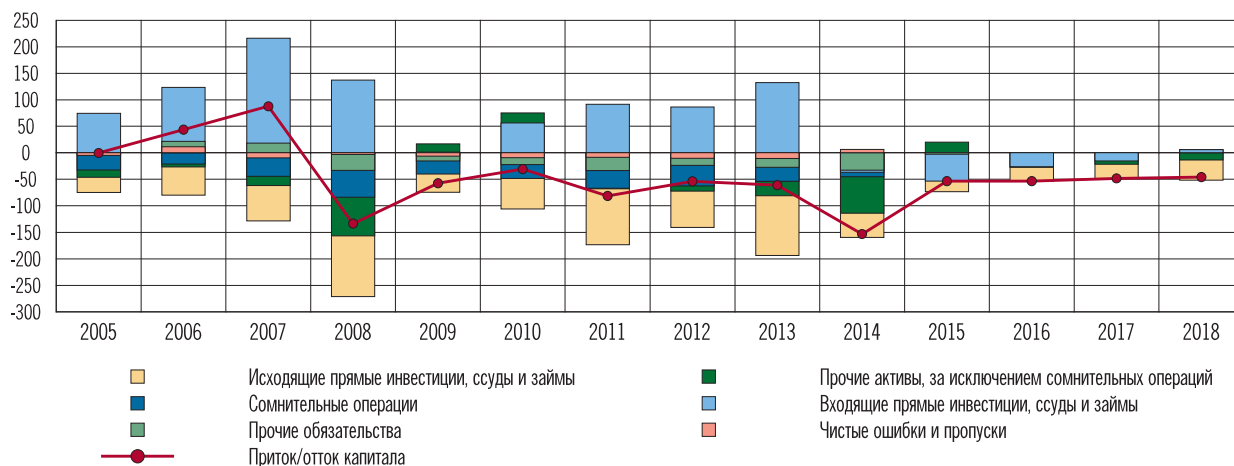
В оптимистичном сценарии ожидается рост профицита счета текущих операций на всем прогнозном горизонте в условиях восстановления цен на нефть. Восстановление экономики приведет к росту импорта, однако экспорт в номинальном выражении будет увеличиваться более быстрыми темпами. Согласно рисковому сценарию профицит счета текущих операций, напротив, значительно снизится в 2016 г. из-за резкого уменьшения среднегодовой цены на нефть. Снижение импорта в результате удешевления рубля и снижения деловой активности будет недостаточным для компенсации негативного изменения экспорта.

#### **Финансовый счет и изменение международных резервов**

Ограниченный доступ к внешним источникам кредитования приведет к тому, что, как и в текущем году, компании не смогут рефинансировать существенную долю внешней задолженности, подлежащей погашению в 2016–2018 годах. Данное «вынужденное» сокращение обязательств перед нерезидентами будет вносить значительный вклад в совокупный объем оттока капитала в 2016 году. Ожидается, что впоследствии сокращение обязательств будет ослабевать, по мере того как компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего финансирования (например, на азиатских рынках) и в силу снижения общего объема долга. По оценкам Банка России, в рамках базового сценария объем чистого погашения внешнего долга частного сек-

Рисунок 4

**Структура оттока капитала\***  
(прогноз по базовому сценарию, млрд долл. США)



\* 2015 г. — оценка, с 2016 г. — прогноз.  
Источник: Банк России.

тора может составить порядка 30 млрд долл. США в 2016 г. и 15 млрд долл. США в 2017 г., а в 2018 г. изменение внешних обязательств окажется близким к нулю или даже положительным. При этом в условиях приспособления экономики к новым условиям ожидается постепенный рост объема накопления внешних активов. Однако рост спроса на иностранные активы будет происходить медленнее, чем сокращение объемов чистого погашения обязательств перед нерезидентами. В результате вывоз капитала частным сектором будет постепенно сокращаться на прогнозном горизонте до уровня порядка 45 млрд долл. США в 2018 году. При этом доля накопления активов в общей величине оттока будет расти, а сокращение обязательств, напротив, — играть все меньшую роль.

В рамках базового сценария Банк России предполагает, что соотношение текущего и финансового счета не позволит в 2016–2018 гг. сокращать объем предоставления кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе. В то же время Банк России не видит предпосылок и для наращивания объемов валютного рефинансирования на всем прогнозном горизонте. Таким образом, чистое изменение международных резервов в 2016–2018 гг. ожидается близким к нулю.

В рамках оптимистичного сценария Банк России, напротив, ожидает, что в условиях растущих цен на нефть профицит счета текущих

операций будет устойчиво превышать величину оттока капитала. В результате банки сумеют полностью погасить задолженность по операциям предоставления иностранной валюты на возвратной основе. Кроме того, сочетание благоприятной внешней конъюнктуры и высоких объемов предложения валюты на внутреннем рынке вследствие роста поступлений по внешнеторговым операциям, вероятно, будет давать Банку России возможность проводить покупки иностранной валюты с целью увеличения уровня международных резервов.

В случае резкого снижения цен на нефть, предполагаемого в рамках рискованного сценария, Банку России в 2016 г. может потребоваться существенно увеличить объем операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе, а также при необходимости прибегнуть к прямым интервенциям на валютном рынке для поддержания финансовой стабильности в случае избыточной волатильности курса рубля. При этом Банк России не ожидает серьезного увеличения оттока капитала в 2016 г. по сравнению с базовым сценарием. В случае дальнейшего падения цен на нефть ускоренное погашение иностранных обязательств в условиях сужения возможностей для внешнего заимствования будет компенсироваться меньшим накоплением активов на фоне сокращения доходов экономических агентов.

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

Таблица 1

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

|                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Изменения подходов к механизму усреднения обязательных резервов кредитных организаций                                                                                     | С 2016 г. график периодов усреднения обязательных резервов будет синхронизирован с графиком проведения основных операций Банка России по регулированию ликвидности – аукционов на срок 1 неделя. При этом периоды усреднения обязательных резервов будут кратны 4-5 неделям. Расчет средней величины остатков средств на корреспондентских счетах и субсчетах кредитных организаций в Банке России в целях проверки выполнения ими усреднения обязательных резервов будет осуществляться по формуле средней арифметической (вместо действующей формулы средней хронологической) величины.<br>Указанные изменения направлены на формирование более устойчивого спроса кредитных организаций на средства на корреспондентских счетах в Банке России в течение периода усреднения обязательных резервов. Кроме того, данные меры будут способствовать снижению волатильности ставок денежного рынка в отдельные периоды, когда дата расчета по основным операциям Банка России не совпадает с датой завершения периода усреднения обязательных резервов. График периодов усреднения обязательных резервов на 2016 г. опубликован в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте Банка России. |
| Расширение Ломбардного списка Банка России                                                                                                                                | В целях повышения потенциального объема рыночного обеспечения у кредитных организаций Банк России в сентябре-ноябре 2015 г. три раза принимал решение о расширении Ломбардного списка (3.09.2015, 2.10.2015 и 5.11.2015). В этот период в Ломбардный список Банка России было включено 38 выпусков облигаций на сумму 314,5 млрд рублей. При этом Банк России преимущественно повышал дисконты по отдельным выпускам ценных бумаг и понижал поправочные коэффициенты для корректировки стоимости активов, принимаемых в обеспечение.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Расширение возможности кредитных организаций по рефинансированию в Банке России под залог кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства (МСП) | Кредитные организации с величиной собственных средств (капитала) свыше 100 млрд руб. и банки – партнеры АО «МСП Банк» получили возможность рефинансировать в Банке России кредиты, предоставленные субъектам МСП и классифицированные во II категорию качества согласно Положению Банка России от 26.03.2004 № 254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, по ссудной и приравненной к ней задолженности».                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Расширение обеспечения по специализированным инструментам рефинансирования Банка России                                                                                   | Банк России начал принимать в обеспечение по кредитам, предоставляемым АО «МСП Банк» в рамках специализированной программы рефинансирования, права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям, имеющим целевой характер, связанный с предоставлением имущества в лизинг субъектам МСП.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Об аукционах по предоставлению иностранной валюты                                                                                                                         | Банк России принял решение возобновить с 14 декабря 2015 г. проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев в соответствии с действующим графиком и установить:<br>– минимальные процентные ставки на аукционах репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах на сопоставимый срок, увеличенным на 3,00 процентного пункта (в настоящее время – 2,50 процентного пункта);<br>– минимальные процентные ставки на аукционах по предоставлению кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте, на срок 365 дней равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах на сопоставимый срок, увеличенным на 3,25 процентного пункта (в настоящее время – 2,75 процентного пункта).<br>Банк России допускает возможность перераспределения общей задолженности по сделкам репо в иностранной валюте между данными операциями на сроки 1 неделя, 28 дней и 12 месяцев, что позволит кредитным организациям более гибко управлять собственной валютной ликвидностью.                                                                                                                          |
| Изменение режима применения, антикризисных мер, направленных на поддержание устойчивости финансового сектора <sup>1</sup>                                                 | Банк России принял решение продлить до 1 января 2016 г. применение следующих мер в сфере банковского регулирования:<br>– возможность для кредитных организаций не ухудшать оценку качества обслуживания долга по ссудам в случае изменения валюты, в которой номинирована ссуда, изменения срока погашения ссуды (основного долга и (или) процентов), размера процентной ставки, если изменение финансового положения заемщика обусловлено действием санкций;<br>– временное право использовать при расчете пруденциальных требований по операциям в иностранной валюте фиксированные курсы пяти иностранных валют по отношению к рублю. С 1 октября 2015 г. действуют следующие значения данных курсов: курс доллара США – 55 руб., курс евро – 64 руб., курс фунта стерлингов Соединенного Королевства – 86 руб., курс швейцарского франка – 58 руб., курс 100 японских иен – 46 рублей.                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

<sup>1</sup> См. пресс-релизы Банка России от 17.12.2014 «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора» [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17\\_122\\_014\\_171\\_432dkp2014-12-17T17\\_02\\_49.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17_122_014_171_432dkp2014-12-17T17_02_49.htm), от 15.05.2015 «Об антикризисных мерах в сфере банковского регулирования» [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=15\\_052\\_015\\_104\\_527if2015-05-15T10\\_43\\_19.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=15_052_015_104_527if2015-05-15T10_43_19.htm), от 21.09.2015 «Об антикризисных мерах в сфере банковского регулирования» [http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=21092015\\_150032if2015-09-21T14\\_56\\_45.htm](http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=21092015_150032if2015-09-21T14_56_45.htm).



Таблица 2

**Процентные ставки по операциям Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности в 2015 году (% годовых)**

| Назначение                           | Вид инструмента                                            | Инструмент                                                                                   | Срок                          | Частота проведения | С начала года           | С 2.02.2015             | С 16.03.2015            | С 5.05.2015             | С 16.06.2015            | С 3.08.2015             |
|--------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|--------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Предоставление ликвидности           | Операции постоянного действия                              | Кредиты «овернайт»; сделки «валютный своп» (рублевая часть); ломбардные кредиты; сделки репо | 1 день                        | ежедневно          | 18,00                   | 16,00                   | 15,00                   | 13,50                   | 12,50                   | 12,00                   |
|                                      |                                                            |                                                                                              | 1 день                        |                    | 18,00                   | 16,00                   | 15,00                   | 13,50                   | 12,50                   | 12,00                   |
|                                      |                                                            |                                                                                              | от 2 до 549 дней <sup>1</sup> |                    | 18,50                   | 16,50                   | 15,50                   | 14,00                   | 13,00                   | 12,50                   |
|                                      |                                                            | Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами                              | 1 день                        | 18,00              | 16,00                   | 15,00                   | 13,50                   | 12,50                   | 12,00                   |                         |
|                                      |                                                            |                                                                                              | от 2 до 549 дней <sup>1</sup> | 18,75              | 16,75                   | 15,75                   | 14,25                   | 13,25                   | 12,75                   |                         |
|                                      |                                                            |                                                                                              | от 1 до 3 недель              | нерегулярно        |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Абсорбирование ликвидности           | Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки) | Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами                       | 3 месяца <sup>1</sup>         | ежемесячно         | 17,25                   | 15,25                   | 14,25                   | 12,75                   | 11,75                   | 11,25                   |
|                                      |                                                            |                                                                                              | 18 месяцев <sup>1</sup>       | нерегулярно        | 17,25                   | 15,25                   | 14,25                   | 12,75                   | 11,75                   | 11,25                   |
|                                      |                                                            |                                                                                              | 36 месяцев <sup>1</sup>       | еженедельно        |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
|                                      |                                                            | Аукционы «валютный своп»                                                                     | 1 неделя                      | нерегулярно        | 17,00 (ключевая ставка) | 15,00 (ключевая ставка) | 14,00 (ключевая ставка) | 12,50 (ключевая ставка) | 11,50 (ключевая ставка) | 11,00 (ключевая ставка) |
|                                      |                                                            |                                                                                              | от 1 до 6 дней <sup>2</sup>   | еженедельно        |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
|                                      |                                                            |                                                                                              | от 1 до 2 дней <sup>2</sup>   | ежедневно          |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Справочно                            |                                                            |                                                                                              |                               |                    |                         |                         |                         |                         |                         |                         |
| Ставка рефинансирования <sup>4</sup> |                                                            |                                                                                              |                               |                    | 8,25                    | 8,25                    | 8,25                    | 8,25                    | 8,25                    | 8,25 <sup>5</sup>       |

<sup>1</sup> Кредиты, предоставляемые по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>2</sup> Операции «тонкой настройки».

<sup>3</sup> В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523112015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523112015-01-19T15_41_11.htm).

<sup>4</sup> Значение ставки рефинансирования Банка России с 01.01.2016 года приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату. С 1.01.2016 самостоятельное значение ставки рефинансирования не устанавливается.

<sup>5</sup> До 31.12.2015.

Источник: Банк России.

## Статистические таблицы

Таблица 1

### Операции Банка России по предоставлению и изъятию рублевой ликвидности

| Назначение                 | Вид инструмента               | Инструмент                                                             | Срок                      | Частота проведения       | Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб. |         |         |         |         |
|----------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                            |                               |                                                                        |                           |                          | 1.01.15                                                                                                                                              | 1.04.15 | 1.07.15 | 1.10.15 | 1.12.15 |
| Предоставление ликвидности | Операции постоянного действия | Кредиты «овернайт»                                                     | 1 день                    | ежедневно                | 0,0                                                                                                                                                  | 1,2     | 4,0     | 0,0     | 0,7     |
|                            |                               | Сделки «валютный своп»                                                 |                           |                          | 121,6                                                                                                                                                | 16,6    | 49,9    | 0,0     | 0,0     |
|                            |                               | Ломбардные кредиты                                                     |                           |                          | 3,7                                                                                                                                                  | 4,1     | 4,0     | 4,1     | 3,8     |
|                            |                               | Сделки репо                                                            |                           |                          | 96,2                                                                                                                                                 | 107,0   | 275,9   | 289,3   | 90,0    |
|                            |                               | Кредиты, обеспеченные золотом                                          | 1 день                    |                          | 1,2                                                                                                                                                  | 0,6     | 0,5     | 0,6     | 0,5     |
|                            |                               |                                                                        | от 2 до 549 дней          |                          |                                                                                                                                                      |         |         |         |         |
|                            | Операции на открытом рынке    | Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами        | 1 день                    | нерегулярно              | 2055,9                                                                                                                                               | 598,0   | 335,1   | 122,7   | 110,3   |
|                            |                               |                                                                        | от 2 до 549 дней          |                          |                                                                                                                                                      |         |         |         |         |
|                            |                               | Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами | от 1 до 3 недель          |                          | 2370,9                                                                                                                                               | 2892,0  | 2685,0  | 2438,8  | 1967,9  |
|                            |                               |                                                                        | 3 месяца                  |                          |                                                                                                                                                      |         |         |         |         |
|                            |                               |                                                                        | 12 и 18 месяцев           |                          |                                                                                                                                                      |         |         |         |         |
|                            |                               | Ломбардные кредитные аукционы                                          | 36 месяцев                |                          | -                                                                                                                                                    | -       | -       | -       | -       |
| Абсорбирование ликвидности | Операции на открытом рынке    | Аукционы репо                                                          | 1 неделя                  | еженедельно              | 2727,6                                                                                                                                               | 1910,8  | 1572,3  | 912,0   | 951,8   |
|                            |                               |                                                                        | от 1 до 6 дней            | нерегулярно <sup>1</sup> | -                                                                                                                                                    | -       | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
|                            |                               | Аукционы «валютный своп»                                               | от 1 до 2 дней            |                          |                                                                                                                                                      |         |         |         |         |
|                            |                               | Депозитные аукционы                                                    | от 1 до 6 дней            |                          |                                                                                                                                                      |         |         |         |         |
|                            |                               |                                                                        | 1 неделя                  | еженедельно <sup>2</sup> | 0,0                                                                                                                                                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
|                            |                               | Депозитные операции                                                    | 1 день, до восстановления | ежедневно                | 804,5                                                                                                                                                | 292,2   | 293,1   | 280,5   | 417,6   |

<sup>1</sup> Операции «тонкой настройки».

<sup>2</sup> В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523if2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm).

Источник: Банк России.

Таблица 2

## Нормативы обязательных резервов

| Вид обязательств                          | Норматив, % годовых |
|-------------------------------------------|---------------------|
| Перед юридическими лицами – нерезидентами | 4,25                |
| Перед физическими лицами                  |                     |
| По иным обязательствам                    |                     |

Источник: Банк России.

Таблица 3

## Коэффициент усреднения обязательных резервов

| Виды кредитных организаций                                                                                                                      | На начало 2015 года | С 10.09.2015 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|--------------|
| Банки                                                                                                                                           | 0,7                 | 0,8          |
| РНКО, НКО, имеющие право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций | 1,0                 | 1,0          |
| НКО, осуществляющие депозитно-кредитные операции                                                                                                | 0,7                 | 1,0          |

Источник: Банк России.

Таблица 4

## Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты в 2015 году

| Инструмент                                              | Срок                    | Частота     | Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR <sup>1</sup> , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» <sup>2</sup> , % годовых |            |            |            |            | Требования Банка России, млн долл. США |            |            |            |            |
|---------------------------------------------------------|-------------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|----------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
|                                                         |                         |             | На начало 2015 г.                                                                                                                                                     | С 30.03.15 | С 13.04.15 | С 21.04.15 | С 14.12.15 | На 1.01.15                             | На 1.04.15 | На 1.07.15 | На 1.10.15 | На 1.12.15 |
| Аукционы репо <sup>3</sup>                              | 1 неделя                | еженедельно | 0,50                                                                                                                                                                  | 1,00       | 1,50       | 2,00       | 2,00       | 209,7                                  | 1565,6     | 18,3       | 1,7        | 0,0        |
|                                                         | 28 дней                 |             |                                                                                                                                                                       |            |            |            |            | 15075,1                                | 9298,3     | 6832,6     | 3418,0     | 2430,7     |
|                                                         | 12 месяцев <sup>4</sup> |             |                                                                                                                                                                       |            |            |            |            | 4960,0                                 | 18222,7    | 25978,1    | 25975,5    | 24390,7    |
| Кредитные аукционы                                      | 28 дней                 | ежемесячно  | 0,75                                                                                                                                                                  | 1,25       | 1,75       | 2,25       | 2,25       | -                                      | -          | 441,0      | 444,0      | 0,0        |
|                                                         | 365 дней                |             | 0,75                                                                                                                                                                  | 1,25       | 2,00       | 2,75       | 3,25       | -                                      | 2766,8     | 2766,8     | 2766,8     | 2766,8     |
| Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли | 1 день                  | ежедневно   | 1,50                                                                                                                                                                  | 1,50       | 1,50       | 1,50       | 1,50       | 1600,0                                 | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |

<sup>1</sup> В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.<sup>2</sup> По долларовой части; ставка по рублевой части соответствует ключевой ставке, уменьшенной на 1 процентный пункт.<sup>3</sup> Объем задолженности кредитных организации по первой части сделок репо.<sup>4</sup> В период с 1 июня по 14 декабря 2015 г. проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев было приостановлено.

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

| Направление косвенной поддержки банковского кредитования | Срок кредита          | Залог                                                                                                                                                                                                 | Процентная ставка, действовавшая в январе-ноябре 2015 г., % годовых <sup>2</sup> | Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб. |         |         |         |         | Лимит на 1.12.15, млрд руб. |
|----------------------------------------------------------|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------------------|
|                                                          |                       |                                                                                                                                                                                                       |                                                                                  | 1.01.15                                                     | 1.04.15 | 1.07.15 | 1.10.15 | 1.12.15 |                             |
| Несырьевой экспорт                                       | До 3 лет <sup>3</sup> | Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»                                                                                                               | 9,00                                                                             | -                                                           | 0,52    | 10,41   | 16,53   | 31,18   | 50                          |
| Крупные инвестиционные проекты <sup>4</sup>              | До 3 лет              | Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации                         | 9,00                                                                             | -                                                           | -       | 3,68    | 26,25   | 50,05   | 100                         |
|                                                          |                       | Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России                                                                                   | 9,00                                                                             | 2,85                                                        | 2,85    | 2,85    | 2,85    | 2,85    |                             |
| Малый и средний бизнес                                   | До 3 лет <sup>3</sup> | Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>5</sup>                                                                                                                                    | 6,50                                                                             | 23,26                                                       | 23,80   | 23,93   | 30,32   | 37,50   | 50                          |
|                                                          | До 3 лет              | Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства |                                                                                  | -                                                           | -       | -       | -       | -       |                             |
| Военная ипотека                                          | До 3 лет              | Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»                                                                                                                                              | 10,75                                                                            | -                                                           | 7,45    | 10,00   | 19,65   | 19,65   | 30                          |

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

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

<sup>3</sup> До 1.06.15 срок предоставления кредитов Банка России был установлен от 1 до 365 дней. С 1.06.15 срок предоставления кредитов Банка России был увеличен до 3 лет.

<sup>4</sup> Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 «Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципалов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

<sup>5</sup> Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям – партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

Источник: Банк России.

Таблица 6

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

|                                    | Инфля-<br>ция | Базовая<br>инфля-<br>ция | Прирост цен<br>на продо-<br>вольствен-<br>ные товары | Прирост цен<br>на продо-<br>вольствен-<br>ные товары <sup>1</sup> | Прирост цен<br>на плодоо-<br>вошную про-<br>дукцию | Прирост цен<br>на непродо-<br>вольствен-<br>ные товары | Прирост цен<br>на непродо-<br>вольственные<br>товары<br>без бензина <sup>2</sup> | Прирост<br>цен на<br>платные<br>услуги |
|------------------------------------|---------------|--------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>2013</b>                        |               |                          |                                                      |                                                                   |                                                    |                                                        |                                                                                  |                                        |
| Январь                             | 1,0           | 0,5                      | 1,8                                                  | 1,2                                                               | 7,4                                                | 0,4                                                    | 0,4                                                                              | 0,6                                    |
| Февраль                            | 0,6           | 0,4                      | 0,8                                                  | 0,6                                                               | 2,8                                                | 0,4                                                    | 0,4                                                                              | 0,4                                    |
| Март                               | 0,3           | 0,4                      | 0,4                                                  | 0,5                                                               | 0,1                                                | 0,4                                                    | 0,4                                                                              | 0,2                                    |
| Апрель                             | 0,5           | 0,4                      | 0,7                                                  | 0,4                                                               | 3,6                                                | 0,4                                                    | 0,4                                                                              | 0,5                                    |
| Май                                | 0,7           | 0,3                      | 1,0                                                  | 0,3                                                               | 6,5                                                | 0,3                                                    | 0,3                                                                              | 0,8                                    |
| Июнь                               | 0,4           | 0,3                      | 0,5                                                  | 0,2                                                               | 3,0                                                | 0,2                                                    | 0,2                                                                              | 0,6                                    |
| Июль                               | 0,8           | 0,3                      | 0,0                                                  | 0,4                                                               | -3,0                                               | 0,1                                                    | 0,1                                                                              | 3,1                                    |
| Август                             | 0,1           | 0,5                      | -0,7                                                 | 0,6                                                               | -11,3                                              | 0,5                                                    | 0,3                                                                              | 0,9                                    |
| Сентябрь                           | 0,2           | 0,7                      | 0,0                                                  | 0,8                                                               | -7,6                                               | 0,5                                                    | 0,4                                                                              | 0,1                                    |
| Октябрь                            | 0,6           | 0,6                      | 1,1                                                  | 0,9                                                               | 3,6                                                | 0,5                                                    | 0,5                                                                              | -0,1                                   |
| Ноябрь                             | 0,6           | 0,6                      | 0,9                                                  | 0,7                                                               | 3,0                                                | 0,4                                                    | 0,5                                                                              | 0,2                                    |
| Декабрь                            | 0,5           | 0,4                      | 0,8                                                  | 0,5                                                               | 2,8                                                | 0,2                                                    | 0,3                                                                              | 0,6                                    |
| В целом за год (декабрь к декабрю) | 6,5           | 5,6                      | 7,3                                                  | 7,1                                                               | 9,3                                                | 4,5                                                    | 4,4                                                                              | 8,0                                    |
| <b>2014</b>                        |               |                          |                                                      |                                                                   |                                                    |                                                        |                                                                                  |                                        |
| Январь                             | 0,6           | 0,4                      | 1,0                                                  | 0,5                                                               | 5,8                                                | 0,3                                                    | 0,3                                                                              | 0,5                                    |
| Февраль                            | 0,7           | 0,5                      | 1,2                                                  | 0,7                                                               | 5,1                                                | 0,4                                                    | 0,4                                                                              | 0,4                                    |
| Март                               | 1,0           | 0,8                      | 1,8                                                  | 1,3                                                               | 5,3                                                | 0,7                                                    | 0,6                                                                              | 0,5                                    |
| Апрель                             | 0,9           | 0,9                      | 1,3                                                  | 1,2                                                               | 2,3                                                | 0,6                                                    | 0,6                                                                              | 0,7                                    |
| Май                                | 0,9           | 0,9                      | 1,5                                                  | 1,3                                                               | 2,4                                                | 0,5                                                    | 0,5                                                                              | 0,8                                    |
| Июнь                               | 0,6           | 0,8                      | 0,7                                                  | 1,1                                                               | -2,8                                               | 0,4                                                    | 0,4                                                                              | 0,9                                    |
| Июль                               | 0,5           | 0,6                      | -0,1                                                 | 1,0                                                               | -8,1                                               | 0,4                                                    | 0,3                                                                              | 1,4                                    |
| Август                             | 0,2           | 0,6                      | -0,3                                                 | 0,9                                                               | -10,7                                              | 0,5                                                    | 0,4                                                                              | 0,7                                    |
| Сентябрь                           | 0,7           | 0,9                      | 1,0                                                  | 1,2                                                               | -1,2                                               | 0,6                                                    | 0,5                                                                              | 0,3                                    |
| Октябрь                            | 0,8           | 0,8                      | 1,2                                                  | 1,0                                                               | 2,8                                                | 0,6                                                    | 0,6                                                                              | 0,6                                    |
| Ноябрь                             | 1,3           | 1,0                      | 2,0                                                  | 1,3                                                               | 8,7                                                | 0,6                                                    | 0,6                                                                              | 1,2                                    |
| Декабрь                            | 2,6           | 2,6                      | 3,3                                                  | 2,2                                                               | 12,9                                               | 2,3                                                    | 2,5                                                                              | 2,2                                    |
| В целом за год (декабрь к декабрю) | 11,4          | 11,2                     | 15,4                                                 | 14,7                                                              | 22,0                                               | 8,1                                                    | 8,0                                                                              | 10,5                                   |
| <b>2015</b>                        |               |                          |                                                      |                                                                   |                                                    |                                                        |                                                                                  |                                        |
| Январь                             | 3,9           | 3,5                      | 5,7                                                  | 3,7                                                               | 22,1                                               | 3,2                                                    | 3,5                                                                              | 2,2                                    |
| Февраль                            | 2,2           | 2,4                      | 3,3                                                  | 2,7                                                               | 7,2                                                | 2,1                                                    | 2,3                                                                              | 0,8                                    |
| Март                               | 1,2           | 1,5                      | 1,6                                                  | 1,6                                                               | 1,2                                                | 1,4                                                    | 1,6                                                                              | 0,3                                    |
| Апрель                             | 0,5           | 0,8                      | 0,3                                                  | 0,9                                                               | -3,7                                               | 0,9                                                    | 0,9                                                                              | 0,0                                    |
| Май                                | 0,4           | 0,6                      | 0,1                                                  | 0,2                                                               | -1,0                                               | 0,5                                                    | 0,6                                                                              | 0,5                                    |
| Июнь                               | 0,2           | 0,4                      | -0,4                                                 | 0,2                                                               | -5,0                                               | 0,3                                                    | 0,3                                                                              | 1,0                                    |
| Июль                               | 0,8           | 0,4                      | -0,3                                                 | 0,3                                                               | -4,2                                               | 0,5                                                    | 0,3                                                                              | 3,0                                    |
| Август                             | 0,4           | 0,8                      | -0,7                                                 | 0,5                                                               | -9,8                                               | 0,8                                                    | 0,7                                                                              | 1,3                                    |
| Сентябрь                           | 0,6           | 0,8                      | 0,4                                                  | 0,7                                                               | -2,3                                               | 1,1                                                    | 1,1                                                                              | 0,0                                    |
| Октябрь                            | 0,7           | 0,7                      | 1,0                                                  | 0,8                                                               | 2,9                                                | 1,0                                                    | 1,1                                                                              | -0,1                                   |
| Ноябрь                             | 0,8           | 0,6                      | 1,2                                                  | 0,7                                                               | 5,6                                                | 0,7                                                    | 0,8                                                                              | 0,2                                    |

<sup>1</sup> Без учета плодоовощной продукции.<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.



Таблица 7

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

|             | Инфля-<br>ция | Базовая<br>инфля-<br>ция | Прирост цен<br>на продо-<br>вольствен-<br>ные товары | Прирост цен<br>на продо-<br>вольствен-<br>ные товары <sup>1</sup> | Прирост цен<br>на плодо-<br>овощную<br>продукцию | Прирост цен<br>на непродо-<br>вольствен-<br>ные товары | Прирост цен<br>на непродо-<br>вольственные<br>товары<br>без бензина <sup>2</sup> | Прирост<br>цен на<br>платные<br>услуги |
|-------------|---------------|--------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| <b>2013</b> |               |                          |                                                      |                                                                   |                                                  |                                                        |                                                                                  |                                        |
| Январь      | 7,1           | 5,7                      | 8,6                                                  | 7,8                                                               | 16,1                                             | 5,1                                                    | 4,9                                                                              | 7,8                                    |
| Февраль     | 7,3           | 5,7                      | 8,7                                                  | 7,8                                                               | 16,8                                             | 5,3                                                    | 5,0                                                                              | 8,2                                    |
| Март        | 7,0           | 5,6                      | 8,3                                                  | 7,7                                                               | 13,8                                             | 5,2                                                    | 4,9                                                                              | 7,9                                    |
| Апрель      | 7,2           | 5,7                      | 8,8                                                  | 7,7                                                               | 18,3                                             | 5,1                                                    | 4,9                                                                              | 8,1                                    |
| Май         | 7,4           | 5,9                      | 9,2                                                  | 8,0                                                               | 19,1                                             | 5,0                                                    | 4,8                                                                              | 8,3                                    |
| Июнь        | 6,9           | 5,8                      | 8,0                                                  | 7,9                                                               | 8,2                                              | 4,9                                                    | 4,9                                                                              | 8,1                                    |
| Июль        | 6,5           | 5,6                      | 6,8                                                  | 7,4                                                               | 1,3                                              | 4,8                                                    | 4,6                                                                              | 8,4                                    |
| Август      | 6,5           | 5,5                      | 6,5                                                  | 7,2                                                               | 0,8                                              | 4,9                                                    | 4,6                                                                              | 8,7                                    |
| Сентябрь    | 6,1           | 5,5                      | 6,3                                                  | 7,2                                                               | -1,4                                             | 4,7                                                    | 4,4                                                                              | 7,8                                    |
| Октябрь     | 6,3           | 5,5                      | 6,9                                                  | 7,2                                                               | 4,4                                              | 4,5                                                    | 4,3                                                                              | 7,7                                    |
| Ноябрь      | 6,5           | 5,6                      | 7,5                                                  | 7,3                                                               | 8,9                                              | 4,5                                                    | 4,4                                                                              | 7,9                                    |
| Декабрь     | 6,5           | 5,6                      | 7,3                                                  | 7,1                                                               | 9,3                                              | 4,5                                                    | 4,4                                                                              | 8,0                                    |
| <b>2014</b> |               |                          |                                                      |                                                                   |                                                  |                                                        |                                                                                  |                                        |
| Январь      | 6,1           | 5,5                      | 6,5                                                  | 6,4                                                               | 7,7                                              | 4,3                                                    | 4,3                                                                              | 7,8                                    |
| Февраль     | 6,2           | 5,6                      | 6,9                                                  | 6,5                                                               | 10,1                                             | 4,3                                                    | 4,3                                                                              | 7,9                                    |
| Март        | 6,9           | 6,0                      | 8,4                                                  | 7,5                                                               | 15,9                                             | 4,6                                                    | 4,5                                                                              | 8,2                                    |
| Апрель      | 7,3           | 6,5                      | 9,0                                                  | 8,3                                                               | 14,4                                             | 4,9                                                    | 4,7                                                                              | 8,5                                    |
| Май         | 7,6           | 7,0                      | 9,5                                                  | 9,5                                                               | 10,1                                             | 5,1                                                    | 4,9                                                                              | 8,4                                    |
| Июнь        | 7,8           | 7,5                      | 9,8                                                  | 10,5                                                              | 3,9                                              | 5,3                                                    | 5,0                                                                              | 8,7                                    |
| Июль        | 7,5           | 7,8                      | 9,8                                                  | 11,2                                                              | -1,5                                             | 5,6                                                    | 5,2                                                                              | 7,0                                    |
| Август      | 7,6           | 8,0                      | 10,3                                                 | 11,5                                                              | -0,8                                             | 5,5                                                    | 5,3                                                                              | 6,7                                    |
| Сентябрь    | 8,0           | 8,2                      | 11,4                                                 | 12,0                                                              | 6,1                                              | 5,5                                                    | 5,3                                                                              | 6,9                                    |
| Октябрь     | 8,3           | 8,4                      | 11,5                                                 | 12,1                                                              | 5,3                                              | 5,7                                                    | 5,4                                                                              | 7,6                                    |
| Ноябрь      | 9,1           | 8,9                      | 12,6                                                 | 12,8                                                              | 11,1                                             | 5,9                                                    | 5,6                                                                              | 8,7                                    |
| Декабрь     | 11,4          | 11,2                     | 15,4                                                 | 14,7                                                              | 22,0                                             | 8,1                                                    | 8,0                                                                              | 10,5                                   |
| <b>2015</b> |               |                          |                                                      |                                                                   |                                                  |                                                        |                                                                                  |                                        |
| Январь      | 15,0          | 14,7                     | 20,7                                                 | 18,4                                                              | 40,7                                             | 11,2                                                   | 11,4                                                                             | 12,3                                   |
| Февраль     | 16,7          | 16,8                     | 23,3                                                 | 20,8                                                              | 43,5                                             | 13,0                                                   | 13,5                                                                             | 12,8                                   |
| Март        | 16,9          | 17,5                     | 23,0                                                 | 21,1                                                              | 38,0                                             | 13,9                                                   | 14,6                                                                             | 12,6                                   |
| Апрель      | 16,4          | 17,5                     | 21,9                                                 | 20,8                                                              | 30,0                                             | 14,2                                                   | 15,0                                                                             | 11,8                                   |
| Май         | 15,8          | 17,1                     | 20,2                                                 | 19,5                                                              | 25,7                                             | 14,3                                                   | 15,1                                                                             | 11,6                                   |
| Июнь        | 15,3          | 16,7                     | 18,8                                                 | 18,4                                                              | 22,8                                             | 14,2                                                   | 15,0                                                                             | 11,7                                   |
| Июль        | 15,6          | 16,5                     | 18,6                                                 | 17,5                                                              | 27,9                                             | 14,3                                                   | 15,0                                                                             | 13,4                                   |
| Август      | 15,8          | 16,6                     | 18,1                                                 | 17,0                                                              | 29,1                                             | 14,6                                                   | 15,3                                                                             | 14,1                                   |
| Сентябрь    | 15,7          | 16,6                     | 17,4                                                 | 16,4                                                              | 27,7                                             | 15,2                                                   | 16,0                                                                             | 13,8                                   |
| Октябрь     | 15,6          | 16,4                     | 17,3                                                 | 16,2                                                              | 27,9                                             | 15,6                                                   | 16,6                                                                             | 13,1                                   |
| Ноябрь      | 15,0          | 15,9                     | 16,3                                                 | 15,5                                                              | 24,3                                             | 15,7                                                   | 16,7                                                                             | 11,9                                   |

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

|             | Промыш-<br>ленное про-<br>изводство <sup>1</sup> | Сельское<br>хозяйство | Строитель-<br>ство | Грузообо-<br>рот транс-<br>порта | Оборот роз-<br>ничной тор-<br>говли | Инвестиции<br>в основной<br>капитал | Потребитель-<br>ские расходы<br>населения | ИБВЗД <sup>2</sup> | ВВП <sup>3</sup> |
|-------------|--------------------------------------------------|-----------------------|--------------------|----------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------|------------------|
| <b>2013</b> |                                                  |                       |                    |                                  |                                     |                                     |                                           |                    |                  |
| Январь      | -1,1                                             | -2,7                  | 3,1                | -1,1                             | 0,4                                 | -1,8                                | 0,4                                       | 0,0                |                  |
| Февраль     | -1,0                                             | 0,8                   | -1,5               | 0,1                              | -0,1                                | -1,2                                | 0,5                                       | -0,3               |                  |
| Март        | 1,0                                              | 0,0                   | 1,0                | -0,3                             | 0,5                                 | 0,5                                 | 0,3                                       | 0,6                | 0,2              |
| Апрель      | 0,3                                              | 0,0                   | -1,9               | 1,1                              | 0,4                                 | -1,7                                | 0,6                                       | 0,0                |                  |
| Май         | -0,3                                             | 0,3                   | 2,6                | -0,5                             | 0,2                                 | -0,6                                | 0,2                                       | -0,3               |                  |
| Июнь        | 1,4                                              | 0,6                   | -2,9               | -0,9                             | 0,5                                 | 0,0                                 | 0,3                                       | 0,8                | 0,7              |
| Июль        | -0,3                                             | -0,6                  | 2,3                | 0,5                              | 0,2                                 | -0,5                                | 0,3                                       | -0,5               |                  |
| Август      | 0,4                                              | 3,8                   | -2,0               | 1,4                              | 0,2                                 | -0,8                                | 0,1                                       | 0,0                |                  |
| Сентябрь    | -0,5                                             | -2,9                  | 1,3                | 1,6                              | 0,2                                 | -0,5                                | -0,1                                      | -0,6               | 0,3              |
| Октябрь     | 0,2                                              | 1,1                   | -2,7               | 1,4                              | 0,3                                 | -0,4                                | 0,1                                       | 1,1                |                  |
| Ноябрь      | 1,9                                              | 3,2                   | 2,3                | -3,1                             | 0,3                                 | 2,7                                 | 0,0                                       | 0,3                |                  |
| Декабрь     | -2,1                                             | -2,3                  | -2,0               | 2,1                              | 0,4                                 | -3,4                                | -0,2                                      | -1,2               | 0,6              |
| <b>2014</b> |                                                  |                       |                    |                                  |                                     |                                     |                                           |                    |                  |
| Январь      | 0,3                                              | 1,3                   | -2,0               | -0,1                             | 0,3                                 | 0,1                                 | -0,3                                      | 0,0                |                  |
| Февраль     | 1,1                                              | 0,3                   | 0,9                | -1,9                             | 0,7                                 | 0,7                                 | 2,4                                       | 1,2                |                  |
| Март        | -0,2                                             | 0,2                   | 0,3                | -1,0                             | 0,2                                 | -0,7                                | 0,0                                       | -0,4               | -0,9             |
| Апрель      | 1,5                                              | 0,7                   | -0,9               | 0,2                              | 0,0                                 | 0,3                                 | -0,2                                      | 0,7                |                  |
| Май         | 0,2                                              | 0,4                   | -0,1               | 1,5                              | -0,2                                | 0,2                                 | -0,2                                      | 0,2                |                  |
| Июнь        | -0,8                                             | 0,0                   | 0,6                | 0,2                              | -0,3                                | -0,1                                | -0,1                                      | -0,6               | 0,8              |
| Июль        | 0,3                                              | 1,9                   | -0,9               | -2,3                             | -0,2                                | -0,1                                | -0,1                                      | 0,1                |                  |
| Август      | -0,9                                             | -1,2                  | -0,1               | 0,1                              | -0,3                                | -0,4                                | 0,0                                       | -0,6               |                  |
| Сентябрь    | 1,3                                              | 2,4                   | -1,5               | 1,2                              | -0,5                                | -1,1                                | 0,1                                       | 0,1                | 0,3              |
| Октябрь     | 0,1                                              | -19,1                 | 0,6                | 0,1                              | -0,5                                | 0,4                                 | 0,0                                       | -0,8               |                  |
| Ноябрь      | -1,4                                             | 21,3                  | -1,3               | -0,2                             | -0,5                                | -2,2                                | 0,0                                       | -0,3               |                  |
| Декабрь     | 1,7                                              | 1,1                   | -0,5               | -0,7                             | 4,5                                 | 0,7                                 | 0,2                                       | 0,1                | 0,1              |
| <b>2015</b> |                                                  |                       |                    |                                  |                                     |                                     |                                           |                    |                  |
| Январь      | -2,0                                             | -0,3                  | -2,2               | -0,7                             | -6,1                                | -0,7                                | -8,1                                      | -1,2               |                  |
| Февраль     | -0,8                                             | 0,2                   | 0,1                | 0,5                              | -1,2                                | -0,7                                | -0,1                                      | -0,9               |                  |
| Март        | 0,3                                              | 0,3                   | -1,9               | 0,9                              | -1,0                                | -0,2                                | -0,1                                      | -0,3               | -2,7             |
| Апрель      | -1,6                                             | 0,0                   | -0,2               | -1,3                             | -1,1                                | -0,7                                | 0,0                                       | -1,2               |                  |
| Май         | -0,5                                             | 0,1                   | -2,0               | -0,9                             | -0,8                                | -0,9                                | 0,0                                       | -0,4               |                  |
| Июнь        | -0,1                                             | 0,2                   | -0,8               | 0,7                              | -1,1                                | -0,8                                | 0,0                                       | -0,4               | -2,2             |
| Июль        | 0,0                                              | -0,5                  | -0,5               | 2,7                              | -0,9                                | -0,5                                | 0,0                                       | 0,1                |                  |
| Август      | -0,3                                             | 0,9                   | -1,1               | -0,9                             | -1,0                                | 0,0                                 | -0,1                                      | -0,1               |                  |
| Сентябрь    | 0,6                                              | 0,7                   | -1,0               | 1,0                              | -1,2                                | -0,3                                | -0,2                                      | 0,3                | 0,6              |
| Октябрь     | -0,1                                             | -1,4                  | 0,4                | 2,2                              | -1,2                                | 0,0                                 | -0,2                                      | -0,1               |                  |

<sup>1</sup> Оценка Росстата.<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

|                                                                    | 2014  | 2015   |         |       |        |       |       |       |        |          |         |                    | Справочно:<br>2014 |
|--------------------------------------------------------------------|-------|--------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|----------|---------|--------------------|--------------------|
|                                                                    | Всего | Январь | Февраль | Март  | Апрель | Май   | Июнь  | Июль  | Август | Сентябрь | Октябрь | Январь-<br>октябрь | Январь-<br>октябрь |
| Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности | 0,5   | -1,1   | -3,1    | -2,8  | -5,8   | -6,8  | -6,1  | -5,9  | -5,2   | -4,3     | -4,3    | -4,6               | 0,4                |
| Промышленное производство                                          | 1,7   | 0,9    | -1,6    | -0,6  | -4,5   | -5,5  | -4,8  | -4,7  | -4,3   | -3,7     | -3,6    | -3,3               | 1,7                |
| Продукция сельского хозяйства                                      | 3,7   | 2,8    | 3,2     | 4,2   | 3,3    | 2,7   | 1,6   | -1,9  | 2,3    | 4        | 7,7     | 3,0                | 3,8                |
| Инвестиции в основной капитал                                      | -2,7  | -3,9   | -4,3    | -2,7  | -4,8   | -7,6  | -7,1  | -8,5  | -6,8   | -5,6     | -5,2    | -5,7               | -2,3               |
| Строительные работы                                                | -2,3  | -6,7   | -4,0    | -8,9  | -7,4   | -12,4 | -12,8 | -11,8 | -12,8  | -13      | -7,9    | -10,3              | -2,6               |
| Оборот розничной торговли                                          | 2,7   | -3,6   | -7,0    | -8,5  | -9,6   | -8,9  | -9,2  | -9,1  | -9,1   | -10,4    | -11,7   | -8,8               | 2,4                |
| Реальные располагаемые денежные доходы населения                   | -0,7  | -0,7   | -1,6    | -1,6  | -3,9   | -6,3  | -3,0  | -2,0  | -5,3   | -4       | -5,6    | -3,5               | 0,4                |
| Реальная начисленная заработная плата одного работника             | 1,2   | -8,4   | -7,4    | -10,6 | -9,6   | -7,4  | -8,6  | -9,2  | -9     | -10,4    | -10,9   | -9,3               | 2,2                |
| Численность безработных                                            | -6,0  | -2,1   | 1,5     | 8,7   | 8,8    | 13,5  | 8,6   | 7,9   | 8,9    | 6,6      | 8       | 6,9                | -6,3               |
| Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)       | 5,3   | 5,5    | 5,8     | 5,9   | 5,8    | 5,6   | 5,4   | 5,3   | 5,3    | 5,2      | 5,5     | 5,5                | 5,1                |

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП  
стран – торговых партнеров России (%)**

|                           | Прогноз роста ВВП в 2015 г., % |             | Справочно:<br>доля страны в агрегированном<br>показателе ВВП стран – торговых партнеров |             |
|---------------------------|--------------------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
|                           | Ноябрь 2015                    | Август 2015 | Новые веса                                                                              | Старые веса |
| Всего                     | 2,1*                           | 1,3         | 100,0                                                                                   | 100,0       |
| 1 Нидерланды              | 2,2                            | 1,9         | 6,72                                                                                    | 15,7        |
| 2 Италия                  | 0,7                            | 0,6         | 8,95                                                                                    | 8,7         |
| 3 Германия                | 1,5                            | 1,6         | 13,67                                                                                   | 8,0         |
| 4 Китай                   | 6,9                            | 7,0         | 8,93                                                                                    | 7,0         |
| 5 Украина                 | -9,6                           | -9,5        | 0,00                                                                                    | 6,5         |
| 6 Турция                  | 2,8                            | 2,7         | 6,62                                                                                    | 6,4         |
| 7 Беларусь                | -3,5                           | -2,7        | 4,84                                                                                    | 5,9         |
| 8 Польша                  | 3,5                            | 3,5         | 4,92                                                                                    | 4,9         |
| 9 Соединенное Королевство | 2,4                            | 2,6         | 3,65                                                                                    | 3,5         |
| 10 США                    | 2,6                            | 2,6         | 4,08                                                                                    | 3,5         |
| 11 Финляндия              | 0,2                            | 0,2         | 3,33                                                                                    | 3,4         |
| 12 Казахстан              | 1,4                            | 1,7         | 3,58                                                                                    | 3,4         |
| 13 Япония                 | 0,7                            | 1,1         | 4,42                                                                                    | 3,3         |
| 14 Франция                | 1,2                            | 1,2         | 3,89                                                                                    | 3,2         |
| 15 Республика Корея       | 2,5                            | 2,7         | 3,79                                                                                    | 2,8         |
| 16 Швейцария              | 0,8                            | 0,6         | 2,48                                                                                    | 2,6         |
| 17 Латвия                 | 2,4                            | 2,3         | 2,44                                                                                    | 1,9         |
| 18 Венгрия                | 2,8                            | 2,9         | 1,68                                                                                    | 1,8         |
| 19 Индия                  | 7,4                            | 7,6         | 1,67                                                                                    | 1,7         |
| 20 Бельгия                | 1,4                            | 1,2         | 4,50                                                                                    | 1,5         |
| 21 Чехия                  | 4,1                            | 3,1         | 1,44                                                                                    | 1,5         |
| 22 Словакия               | 3,2                            | 3,0         | 1,54                                                                                    | 1,5         |
| 23 Испания                | 3,2                            | 2,9         | 1,42                                                                                    | 1,3         |
| 24 Литва                  | 1,8                            | -           | 1,44                                                                                    | -           |

\* Прогноз по агрегированному ВВП в данном выпуске доклада дается без учета экономики Украины, с учетом экономики Литвы, с новыми весами с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

## Ставки денежно-кредитной политики различных стран

| Страна         | Ставка                                      | Текущее значение | Дата последнего изменения | Предыдущее значение | Изменение | Число изменений ставки за последние 12 мес. | Текущее значение, % | Изменение за 12 мес., процентных пунктов |
|----------------|---------------------------------------------|------------------|---------------------------|---------------------|-----------|---------------------------------------------|---------------------|------------------------------------------|
| Польша         | целевая ставка                              | 1,50             | 04.03.2015                | 2,00                | -0,50     | 1                                           | -0,5                | 0,10                                     |
|                | базовая ставка                              | 1,35             | 21.07.2015                | 1,50                | -0,15     | 5                                           | 0,1                 | 0,50                                     |
|                | репо (2 нед)                                | 0,05             | 01.11.2012                | 0,25                | -0,20     | 0                                           | 0,2                 | -0,50                                    |
|                | базовая ставка                              | 1,75             | 06.05.2015                | 2,00                | -0,25     | 4                                           | -1,6                | -3,08                                    |
| Румыния        | базовая ставка                              | 0,01             | 01.08.2015                | 0,02                | -0,01     | 3                                           | -0,6                | -0,20                                    |
|                | ключевая политическая ставка                | 4,50             | 14.10.2015                | 5,00                | -0,50     | 7                                           | 1,4                 | -0,40                                    |
| Израиль        | целевая ставка - овернайт                   | 0,10             | 23.02.2015                | 0,25                | -0,15     | 1                                           | -0,7                | -0,41                                    |
|                | целевая ставка                              | 14,25            | 29.07.2015                | 13,75               | 0,50      | 6                                           | 9,9                 | 3,34                                     |
| Бразилия       | ставка денежно-кредитной политики           | 3,25             | 15.10.2015                | 3,00                | 0,25      | 1                                           | 4,0                 | -1,70                                    |
|                | ориентир - кредиты (1 год)                  | 4,35             | 26.10.2015                | 4,60                | -0,25     | 5                                           | 1,3                 | -0,30                                    |
| Китай          | ориентир - депозиты (1 год)                 | 1,50             | 26.10.2015                | 1,75                | -0,25     | 5                                           |                     |                                          |
|                | норматив резервов                           | 17,50            | 26.10.2015                | 18,00               | -0,50     | 4                                           |                     |                                          |
| Индия          | обратное репо                               | 6,75             | 29.09.2015                | 7,25                | -0,50     | 4                                           |                     |                                          |
|                | репо                                        | 5,75             | 29.09.2015                | 6,25                | -0,50     | 4                                           | 5,0                 | 0,38                                     |
| Индонезия      | целевая ставка                              | 7,50             | 17.02.2015                | 7,75                | -0,25     | 1                                           | 6,3                 | 1,42                                     |
|                | базовая ставка                              | 1,50             | 11.06.2015                | 1,75                | -0,25     | 2                                           | 0,9                 | -0,30                                    |
| Корея          | целевая ставка - овернайт                   | 3,25             | 10.07.2014                | 3,00                | 0,25      | 0                                           | 2,5                 | -0,30                                    |
|                | целевая ставка                              | 3,00             | 06.06.2014                | 3,50                | -0,50     | 0                                           | 2,5                 | -1,82                                    |
| Филиппины      | ставка денежно-кредитной политики           | 4,00             | 12.09.2014                | 3,75                | 0,25      | 0                                           | 0,4                 | -3,90                                    |
|                | ставка по аукционам репо (7 дней)           | 11,00            | 03.08.2015                | 11,50               | -0,50     | 7                                           | 15,6                | 7,30                                     |
| НОАР           | ставка репо                                 | 6,25             | 19.11.2015                | 6,00                | 0,25      | 2                                           | 4,7                 | -1,20                                    |
|                | репо                                        | 1,50             | 29.04.2015                | 1,75                | -0,25     | 2                                           | -0,8                | -2,25                                    |
| Тайланд        | репо (7 дней)                               | 7,50             | 24.02.2015                | 7,75                | -0,25     | 2                                           | 7,6                 | -1,38                                    |
| США            | ст. фед. фондов - верхняя граница интервала | 0,25             | 16.12.2008                | 1,00                | -0,75     | 0                                           | 0,2                 | -1,50                                    |
|                | ставка рефинансирования                     | 0,05             | 04.09.2014                | 0,15                | -0,10     | 0                                           | 0,1                 | -0,30                                    |
|                | базовая ставка                              | 0,50             | 05.03.2009                | 1,00                | -0,50     | 0                                           | -0,1                | -1,40                                    |
|                | овернайт                                    | 0,10             | 19.12.2008                | 0,30                | -0,20     | 0                                           | 0,3                 | -2,60                                    |
| Канада         | целевая ставка - овернайт                   | 0,50             | 15.07.2015                | 0,75                | -0,25     | 2                                           | 1,0                 | -1,40                                    |
|                | овернайт                                    | 2,00             | 05.05.2015                | 2,25                | -0,25     | 2                                           | 1,5                 | -0,80                                    |
| Австралия      | овернайт                                    | 2,75             | 10.09.2015                | 3,00                | -0,25     | 3                                           | 0,4                 | -0,60                                    |
|                | ориентир - кредиты                          | 0,05             | 20.01.2015                | 0,20                | -0,15     | 1                                           | 0,2                 | -0,10                                    |
| Новая Зеландия | депозитные сертификаты                      | -0,75            | 06.02.2015                | -0,50               | -0,25     | 4                                           |                     |                                          |
|                | 3m LIBOR - min                              | -1,25            | 15.01.2015                | -0,75               | -0,50     | 2                                           | -1,4                | -1,40                                    |
| Швейцария      | 3m LIBOR - max                              | -0,25            | 15.01.2015                | 0,25                | -0,50     | 1                                           |                     |                                          |
|                | репо                                        | -0,35            | 02.07.2015                | -0,25               | -0,10     | 3                                           | 0,9                 | 0,58                                     |
| Швеция         | ключевая ставка - депозиты                  | 0,75             | 24.09.2015                | 1,00                | -0,25     | 3                                           | 2,5                 | 0,50                                     |

Примечание: цветом выделены изменения, которые произошли с момента предыдущего выпуска Доклада.  
Источник: Bloomberg.

Таблица 12

**Платежный баланс Российской Федерации<sup>1</sup>**  
(млрд долл. США)

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 2014  |       |       |       |        | 2015  |       |                  |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | I     | II    | III   | IV    | Итого  | I     | II    | III <sup>2</sup> |
| Счет текущих операций                                                                                                                                                                                                                                                                              | 25,8  | 12,1  | 6,2   | 14,3  | 58,4   | 28,7  | 15,8  | 5,4              |
| Торговый баланс                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 50,5  | 51,7  | 45,3  | 42,3  | 189,7  | 44,3  | 43,0  | 28,2             |
| Торговый баланс, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                    | 4,0   | 20,7  | 3,6   | -9,7  | 4,3    | -12,3 | -16,8 | -37,7            |
| Экспорт товаров                                                                                                                                                                                                                                                                                    | 123,0 | 132,3 | 125,7 | 116,7 | 497,8  | 89,5  | 91,1  | 78,5             |
| Экспорт товаров, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                    | -1,7  | 4,0   | -4,0  | -16,5 | -4,9   | -27,2 | -31,2 | -37,6            |
| сырая нефть                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 38,8  | 42,3  | 40,3  | 32,5  | 153,9  | 22,7  | 25,4  | 21,4             |
| сырая нефть, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                        | -10,2 | 3,7   | -8,4  | -28,9 | -11,4  | -41,5 | -39,9 | -46,9            |
| нефтепродукты                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 27,5  | 30,5  | 31,8  | 26,0  | 115,9  | 20,0  | 19,1  | 14,5             |
| нефтепродукты, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                      | 7,9   | 4,2   | 17,5  | -5,2  | 6,0    | -27,4 | -37,5 | -54,4            |
| природный газ                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 17,7  | 16,3  | 9,9   | 11,3  | 55,2   | 11,4  | 10,4  | 9,8              |
| природный газ, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                      | -2,4  | 17,2  | -39,7 | -39,6 | -17,8  | -35,5 | -36,3 | -0,9             |
| прочие                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 39,0  | 43,2  | 43,7  | 46,8  | 172,8  | 35,3  | 36,2  | 32,8             |
| прочие, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                             | 1,8   | -0,2  | 0,4   | -2,2  | -0,2   | -9,4  | -16,2 | -25,0            |
| Импорт товаров                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 72,5  | 80,6  | 80,5  | 74,4  | 308,0  | 45,3  | 48,2  | 50,3             |
| Импорт товаров, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                     | -5,3  | -4,5  | -7,8  | -20,0 | -9,8   | -37,5 | -40,2 | -37,5            |
| Баланс услуг                                                                                                                                                                                                                                                                                       | -11,1 | -14,4 | -18,6 | -11,2 | -55,3  | -8,4  | -9,7  | -12,1            |
| Баланс услуг, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                       | 5,8   | 5,3   | -6,1  | -21,6 | -5,1   | -24,1 | -32,5 | -34,9            |
| Экспорт услуг                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 15,1  | 17,3  | 17,8  | 15,5  | 65,7   | 11,7  | 13,1  | 13,4             |
| Экспорт услуг, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                      | -0,9  | -3,1  | -3,0  | -16,9 | -6,2   | -22,5 | -24,4 | -24,9            |
| Импорт услуг                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 26,2  | 31,7  | 36,4  | 26,7  | 121,0  | 20,2  | 22,7  | 25,5             |
| Импорт услуг, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                                       | 1,8   | 0,5   | -4,6  | -18,9 | -5,7   | -22,8 | -28,4 | -30,0            |
| Баланс оплаты труда                                                                                                                                                                                                                                                                                | -2,7  | -2,6  | -2,7  | -2,1  | -10,1  | -1,4  | -1,3  | -0,7             |
| Баланс инвестиционных доходов                                                                                                                                                                                                                                                                      | -9,2  | -21,9 | -14,3 | -12,5 | -57,9  | -4,7  | -14,7 | -7,8             |
| Доходы к получению                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 12,4  | 10,3  | 10,9  | 8,5   | 42,2   | 8,6   | 6,8   | 8,1              |
| Доходы к выплате                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 21,6  | 32,2  | 25,2  | 21,1  | 100,1  | 13,3  | 21,5  | 16,0             |
| Баланс ренты                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | 0,1    | 0,0   | 0,0   | 0,0              |
| Баланс вторичных доходов                                                                                                                                                                                                                                                                           | -1,8  | -0,7  | -3,6  | -2,0  | -8,2   | -1,1  | -1,5  | -2,1             |
| Баланс неторговых компонентов                                                                                                                                                                                                                                                                      | -13,7 | -25,2 | -20,5 | -16,7 | -76,0  | -7,2  | -17,5 | -10,7            |
| Баланс неторговых компонентов, в % год к году                                                                                                                                                                                                                                                      | 4,4   | -7,9  | -15,2 | -31,3 | -14,5  | -47,3 | -30,5 | -47,8            |
| Счет операций с капиталом                                                                                                                                                                                                                                                                          | -0,2  | -0,1  | -10,0 | -31,8 | -42,0  | 0,0   | -0,2  | 0,0              |
| Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом                                                                                                                                                                                                                                         | 25,6  | 12,1  | -3,8  | -17,4 | 16,4   | 28,7  | 15,6  | 5,5              |
| Финансовый счет (кроме резервных активов)                                                                                                                                                                                                                                                          | 47,1  | 27,8  | 6,0   | 49,4  | 130,2  | 37,3  | 18,7  | 2,9              |
| Чистое принятие обязательств<br>(«+» – рост, «-» – снижение)                                                                                                                                                                                                                                       | 2,6   | 7,0   | -23,3 | -35,2 | -48,9  | -38,2 | -8,6  | -16,1            |
| Федеральные органы управления, субъекты Российской Федерации и Центральный банк                                                                                                                                                                                                                    | -6,5  | 2,2   | -3,4  | -4,4  | -12,2  | -6,2  | 0,9   | -1,0             |
| Банки и прочие секторы                                                                                                                                                                                                                                                                             | 9,1   | 4,8   | -19,9 | -30,8 | -36,7  | -32,0 | -9,5  | -15,1            |
| Чистое приобретение финансовых активов, кроме резервных («+» – снижение, «-» – рост)                                                                                                                                                                                                               | 49,7  | 34,8  | -17,3 | 14,2  | 81,3   | -1,0  | 10,1  | -13,2            |
| Органы государственного управления и Центральный банк                                                                                                                                                                                                                                              | -0,5  | 0,5   | -8,8  | -31,1 | -39,9  | 0,2   | 0,7   | 0,1              |
| Банки и прочие секторы                                                                                                                                                                                                                                                                             | 50,1  | 34,3  | -8,5  | 45,3  | 121,2  | -1,1  | 9,4   | -13,3            |
| Чистые ошибки и пропуски                                                                                                                                                                                                                                                                           | -5,9  | 5,4   | 4,1   | 2,7   | 6,2    | -1,5  | 0,9   | 7,1              |
| Изменение валютных резервов<br>(«+» – снижение, «-» – рост)                                                                                                                                                                                                                                        | -27,4 | -10,3 | -5,7  | -64,2 | -107,5 | -10,1 | -2,2  | 9,7              |
| Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями                                                                                                                                                                                                                                                 | 47,6  | 21,8  | 7,4   | 76,2  | 153,0  | 32,3  | 18,0  | -5,3             |
| Отдельные показатели, скорректированные на сумму валютных свопов между Банком России и банками-резидентами, сумму средств, предоставленных Банком России банкам-резидентам в иностранной валюте на возвратной основе, а также средств на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России |       |       |       |       |        |       |       |                  |
| Изменение валютных резервов<br>(«+» – снижение, «-» – рост)                                                                                                                                                                                                                                        | -40,5 | 3,2   | 1,6   | -50,8 | -86,5  | -0,9  | 2,6   | 6,2              |
| Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями                                                                                                                                                                                                                                                 | 60,7  | 8,3   | 0,1   | 62,8  | 132,0  | 23,0  | 13,3  | -1,8             |

<sup>1</sup> В соответствии с РПБ6.<sup>2</sup> Оценка.

Источник: Банк России.

## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

|                                                                                                                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Агрегированный ВВП и инфляция стран – торговых партнеров России.....                                                                                        | 9  |
| Извлечение ожиданий относительно будущих краткосрочных<br>процентных ставок из текущей доходности ОФЗ .....                                                 | 24 |
| Бюджетная политика.....                                                                                                                                     | 33 |
| Импортозамещение на рынке продовольствия .....                                                                                                              | 36 |
| Финансовое положение организаций.....                                                                                                                       | 38 |
| Оценка динамики потенциального выпуска на основе динамики<br>«восстановительной» стоимости основных производственных<br>фондов в российской экономике ..... | 38 |
| Об изменении сезонности динамики цен на отдельные продовольственные<br>товары в связи с изменением структуры рыночного предложения.....                     | 47 |
| Краткосрочное прогнозирование инфляции при помощи<br>метода комбинирования прогнозов.....                                                                   | 47 |



## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

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

### **Базисный пункт**

Одна сотая процентного пункта.

### **Бивалютная корзина**

Индекс курса рубля, рассчитанный как сумма 55 центов доллара США и 45 евроцентов в рублях.

### **Валовой кредит Банка России**

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

### **Вмененная волатильность валютного курса (Implied Volatility)**

Значение волатильности валютного курса, закладываемое в рамках модели Блэка-Шоулза в текущие рыночные цены валютных опционов (как правило, at-the-money).

### **Денежная масса**

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

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

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

### **Денежный агрегат М1**

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

### **Долларизация депозитов**

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

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

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

### **Индекс волатильности нефти CBOE**

Индекс, рассчитываемый Чикагской биржей опционов (CBOE) по методологии индекса VIX и отражающий рыночные ожидания волатильности цены на нефть на горизонте 30 дней.

### **Индекс доллара США (DXY)**

Индекс курса доллара США, рассчитанный как среднее геометрическое взвешенное курса доллара США к корзине из шести мировых валют (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF).

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

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

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

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

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

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

### **Индекс условий банковского кредитования**

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

### **Индекс RGBEY**

Индекс RGBEY (Russian Government Bond Effective Yield to Redemption) – эффективная доходность к погашению государственных облигаций России, рассчитываемая как средняя валовая доходность к погашению без учета дюрации выпусков облигаций.

### **Индексы MSCI**

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

### **Индексы PMI**

Индикаторы деловой активности, определяемые на основе опросов компаний. Значения выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже 50 – ее снижение.

### **Индекс ММВБ**

Композитный индекс российского фондового рынка, рассчитываемый ЗАО «ФБ ММВБ» (далее – Биржа) на основе номинированных в российских рублях цен сделок с наиболее ликвидными и капитализированными акциями, допущенными к обращению на Бирже.

### **Индекс РТС**

Композитный индекс российского фондового рынка, рассчитываемый Биржей на основе номинированных в долларах США цен сделок с наиболее ликвидными и капитализированными акциями, допущенными к обращению на Бирже.

### **Индикатор фискального стресса**

Подход, разработанный экспертами МВФ и заключающийся в использовании агрегированного индикатора раннего предупреждения кризисных явлений, рассчитываемого на основе изучения сигналов дополняющих друг друга трех групп показателей: основные бюджетные показатели, долгосрочные бюджетные тренды, управление активами и обязательствами (всего 12 показателей). Для каждого показателя рассчитано пороговое значение, превышение которого означает сигнализирование данным показателем угрозы возникновения кризисного явления в последующем году, а также оценена сигнальная сила, то есть вес показателя в индикаторе фискального стресса. Подробнее методологию см. в Baldacci E., McHugh J., Petrova I. Measuring Fiscal Vulnerability and Fiscal Stress: A Proposed Set of Indicators. IMF Working Paper, No. 94, 2011 и Baldacci E., Petrova I., Belhocine N., Dobrescu G., Mazraani S. Assessing Fiscal Stress. IMF Working Paper, No. 100, 2011.

### **Инфляционно нейтральный выпуск**

Совокупный уровень выпуска в экономике, который может быть произведен и реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен. При этом уровень инфляционно нейтрального выпуска не связан с каким-либо определенным уровнем инфляции, а лишь свидетельствует о наличии или отсутствии условий для ее ускорения или замедления.

### **Ключевая ставка Банка России**

Процентная ставка по основным операциям Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора. Является индикатором направленности денежно-кредитной политики. Устанавливается Советом директоров Банка России.

### **Контрциклическая валюта**

Валюта, традиционно демонстрирующая укрепление в периоды нестабильности на мировых рынках и/или спада в мировой экономике. К этой категории валют относятся, в частности, доллар США, японская иена и швейцарский франк.

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

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

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

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

### **Ликвидность банковского сектора**

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

### **Ломбардный список Банка России**

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

### **Направленность денежно-кредитной политики**

Характеристика воздействия денежно-кредитной политики на экономику. Жесткая направленность предполагает сдерживающее воздействие денежно-кредитной политики на экономическую активность с целью снижения инфляционного давления, в то время как мягкая направленность денежно-кредитной политики предполагает стимулирование экономики с возможным созданием давления на инфляцию в сторону ее увеличения.

### **Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России**

Векселя и кредитные требования, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России в соответствии с Положением Банка России от 12.11.2007 № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами».

### **Неценовые условия банковского кредитования**

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

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

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

### **Обязательные резервы**

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

### **Операция «валютный своп»**

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки обменивает определенную сумму в национальной или иностранной валюте на эквивалентное количество другой валюты, предоставляемой второй стороной сделки, а затем, по истечении срока, сделки стороны производят обратный обмен валют (в соответствующем объеме) по заранее установленному курсу. Операции «валютный своп» Банка России используются для предоставления кредитным организациям рефинансирования в рублях и иностранной валюте (долларах США).

### **Операции на открытом рынке**

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

### **Операции постоянного действия**

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

### **Операция репо**

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки продает ценные бумаги другой стороне, получая за них денежные средства, а затем, по истечении определенного срока, вы-

купает их обратно по заранее установленной цене. Операции репо Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях и иностранной валюте в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

### **Параллельный банковский сектор**

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

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

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

### **Покрытые облигации (Covered bonds)**

Облигации, обеспечением которых служат платежи по ипотечным кредитам или государственным долговым обязательствам. Отличие покрытых облигаций от обеспеченных активами ценных бумаг заключается в том, что покрытые облигации остаются на балансе эмитента после их выпуска и, таким образом, эмитент продолжает нести кредитный риск по активам, служащим обеспечением для облигаций.

### **Премия за риск рыночного портфеля акций**

Согласно модели оценки долгосрочных финансовых активов (Capital asset pricing model) рассчитывается как разница между доходностью рыночного портфеля акций и доходностью безрискового актива. В качестве доходности безрискового актива, как правило, используется доходность государственных ценных бумаг (например, ОФЗ). Измеряется в процентных пунктах.

### **Процентный коридор**

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

### **Проциклическая валюта**

Валюта, традиционно демонстрирующая укрепление в периоды роста мировой экономики. К этой категории валют относятся, в частности, евро, канадский доллар и австралийский доллар.

### **Разрыв выпуска**

Процентное отклонение ВВП от инфляционно нейтрального выпуска. Характеризует соотношение спроса и предложения, является агрегированным индикатором влияния факторов спроса на инфляцию. В случае превышения фактическим выпуском инфляционно нейтрального (положительный разрыв выпуска) при прочих равных условиях ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен. Наличие отрицательного разрыва выпуска указывает на ожидаемое замедление темпов роста цен.

### **Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)**

Мера волатильности валютного курса, рассчитанная на основании исторических данных за заданный промежуток времени. Как правило, в качестве реализованной волатильности используется среднеквадратичное отклонение дневных логарифмических приращений валютного курса.

### **Режим плавающего валютного курса**

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

### **Режим таргетирования инфляции**

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. В рамках данного режима устанавливается



и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение которой ответственен центральный банк. Обычно в рамках режима таргетирования инфляции воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки. Решения принимаются в первую очередь на основе прогноза развития экономики и динамики инфляции. При этом важным элементом данного режима является практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

### **Режим управляемого плавания валютного курса**

В условиях режима управляемого плавания валютного курса центральный банк не препятствует формированию тенденций в динамике курса национальной валюты, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов. Фиксированные ограничения на уровень курса национальной валюты или целевые значения его изменения не устанавливаются: центральный банк сглаживает колебания валютного курса для обеспечения постепенной адаптации экономических агентов к изменению внешнеэкономической конъюнктуры.

### **Риск-нейтральная мера (Risk-neutral Measure)**

Теоретическая вероятностная мера, получаемая из предположения, что текущая стоимость опциона равняется математическому ожиданию выплаты по данному инструменту в будущем, дисконтированному по безрисковой ставке.

### **Спред по CDS**

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

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

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

### **Структурный дефицит ликвидности банковского сектора**

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

### **Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета**

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

### **Текущий дефицит ликвидности**

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

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

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



### **Трендовая инфляция**

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

### **«Улыбка» волатильности (Volatility Smile)**

Зависимость вмененной волатильности от страйка (цены исполнения) опциона. Каждому страйку соответствует определенная дельта опциона, которая равна первой производной стоимости опциона по цене базового актива и отражает приблизительную вероятность относительно риск-нейтральной меры того, что опцион будет исполнен «в деньгах».

### **Усреднение обязательных резервов**

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

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

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

### **Ценные бумаги, обеспеченные активами (Asset-backed securities, ABS)**

Облигации или другие ценные бумаги, обеспеченные пулом активов, генерирующих, как правило, предсказуемый поток денежных средств и созданных банками или иными кредитными организациями.

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

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

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

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

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

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

### **Butterfly**

Опционная позиция из опционов с одинаковыми сроками исполнения, котировка которой рассчитывается по формуле:  $BF = (CALL + PUT - 2 \cdot ATM) / 2$ , где CALL и PUT – значения вмененной волатильности для call- и put-опционов с соответствующими дельтами, а ATM – значение вмененной волатильности для опциона «в деньгах». Данная котировка отражает «тяжесть» хвостов распределения оценок будущих колебаний курса относительно риск-нейтральной меры.

**Carry trade**

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

**Cross-currency Basis Swap**

Валютно-процентный своп, подразумевающий обмен номиналами и процентными платежами в разных валютах, котировка которого отражает премию к одной из плавающих ставок.

**FRA (Forward Rate Agreement)**

Соглашение о будущей процентной ставке по некоторому будущему обязательству, согласно которому на дату исполнения стороны обязуются компенсировать различия в сумме процентных платежей, рассчитанных исходя из оговоренной и фактической ставок и оговоренного номинала.

**OIS (Overnight Index Swap)**

Процентный своп, в котором платежи с фиксированной ставкой обмениваются на платежи с плавающей ставкой, определяемой исходя из однодневных ставок денежного рынка за соответствующий период времени.

**Risk Reversal**

Опционная позиция, котировка которой рассчитывается как разница значений вмененной волатильности для call- и put-опционов с соответствующими дельтами и одинаковыми сроками исполнения (дельта опциона приблизительно равна оценке участниками рынка вероятности его исполнения «в деньгах»). Данная котировка отражает асимметричность распределения оценок будущих колебаний курса относительно риск-нейтральной меры.

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

г. – год

гг. – годы

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

долл. – доллар

ИПЦ – индекс потребительских цен

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

млн – миллион

млрд – миллиард

МСБ – малый и средний бизнес

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федеральных займов

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

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

ПАО – публичное акционерное общество

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

руб. – рубль

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»

СНГ – Содружество Независимых Государств

СФР – страны с формирующимися рынками

США – Соединенные Штаты Америки

трлн – триллион

тыс. – тысяча

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ

ФОМ – Фонд Общественное Мнение

ФРС – Федеральная резервная система США

Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds

IFX–Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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

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

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

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



