



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 1  
Март 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 05.03.2015.

Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 05.03.2015.

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
<b>1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....</b>	<b>5</b>
1.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс .....	5
Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах.....	5
Внешние финансовые условия .....	8
Условия торговли.....	10
Платежный баланс и валютный курс.....	11
1.2. Финансовые условия.....	14
Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора .....	14
Валютный рынок и операции Банка России по предоставлению ликвидности в иностранной валюте .....	19
Цены активов и долговой рынок .....	21
Кредитные и депозитные операции банков .....	23
1.3. Внутренние экономические условия .....	28
Спрос .....	28
Предложение.....	31
Рынок труда.....	35
Бюджетная политика .....	38
Инфляция .....	39
Инфляционные ожидания .....	41
<b>2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ, ОЦЕНКА РИСКОВ И РЕШЕНИЯ В ОБЛАСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ .....</b>	<b>46</b>
2.1. Перспективы развития экономической ситуации.....	46
2.2. Оценка рисков .....	52
2.3. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики .....	54
<b>ГЛОССАРИЙ .....</b>	<b>60</b>
<b>СТАТИСТИЧЕСКОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ .....</b>	<b>67</b>
<b>ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....</b>	<b>76</b>



## РЕЗЮМЕ

За прошедший с последней публикации Доклада о денежно-кредитной политике период ситуация в российской экономике значительно изменилась, что привело к пересмотру Банком России прогноза макроэкономического развития и обусловило принятые решения.

В середине декабря 2014 г. продолжилось ухудшение внешних условий. Снижение цен на нефть сопровождалось пересмотром вниз международными организациями и участниками рынка прогнозов их дальнейшей динамики. В условиях ограниченного доступа к международным рынкам капитала компании предъявляли повышенный спрос на иностранную валюту на внутреннем рынке для погашения внешней задолженности. В результате ослабление рубля продолжилось, что привело к существенному росту девальвационных ожиданий, увеличению спроса населения на наличную иностранную валюту и росту долларизации депозитов. Выросли инфляционные ожидания, и возникла угроза значительного ускорения роста потребительских цен в дальнейшем. В этих условиях на внеочередном заседании Совет директоров Банка России принял решение с 16 декабря 2014 г. повысить ключевую ставку с 10,50 до 17,00% годовых. Наряду с этим 17 декабря 2014 г. был принят комплекс мер, направленных на поддержание стабильности финансового сектора. Кроме того, Банк России расширил набор инструментов рефинансирования в иностранной валюте, увеличил частоту проведения данных операций и объем предоставления средств по ним.

Принятые решения позволили предотвратить отток средств с рублевых вкладов населения, способствовали нормализации ситуации на внутреннем валютном рынке и снижению волатильности курса национальной валюты. В результате девальвационные и инфляционные ожидания стабилизировались в той мере, в которой рассчитывал Банк России.

В начале 2015 г. баланс рисков ускорения роста потребительских цен и снижения экономической активности сместился в сторону более значительного охлаждения экономики. В связи с этим Банк России дважды, 30 января и 13 марта 2015 г., снижал ключевую ставку в совокупности на 3 процентных пункта до 14,00% годовых. По мере ослабления инфляционных рисков Банк России продолжит снижение ключевой ставки.

Риски дальнейшего значительного охлаждения экономики выросли прежде всего вследствие продолжения снижения цены на нефть. По прогнозу Банка России, в 2015–2016 гг. произойдет сокращение выпуска на фоне сохранения цен на нефть на низком уровне – в среднем 50–55 долл. США за баррель в 2015 г. и 60–65 долл. США за баррель в 2016 году. В условиях высоких цен на импортируемые товары инвестиционного назначения, ухудшения финансовых показателей компаний, ограниченного доступа к международным рынкам капитала и ужесточения условий кредитования продолжится сокращение инвестиций в основной капитал. Подстройка рынка труда к новым условиям будет происходить преимущественно за счет снижения заработной платы и неполной занятости, что в совокупности с замедлением роста розничного кредитования приведет к дальнейшему снижению потребительской активности. Курсовая динамика будет оказывать некоторую поддержку экспортну и наряду со слабым внутренним спросом приведет к сокращению импорта. В результате вклад чистого экспорта в темпы прироста ВВП будет положительным. По прогнозу Банка России, выпуск сократится на 3,5–4,0% в 2015 г. и 1,0–1,6% в 2016 году. В 2017 г. ожидается восстановление экономической активности, чему будут способствовать увеличение цен на нефть в среднем до 70–75 долл. США за баррель, развитие импортозамещающих отраслей, постепенная диверсификация источников финансирования и смягчение внутренних условий кредитования. По прогнозу Банка России, темп прироста ВВП в 2017 г. составит 5,5–6,3%.

Наблюдавшееся в декабре 2014 – феврале 2015 г. существенное увеличение годовой инфляции было ожидаемым и отражало влияние на цены введенных в августе 2014 г. ограничений на импорт ряда продовольственных товаров и эффект ускоренной подстройки цен к произошедшему ослаблению рубля. Данное явление носит ограниченный во времени характер. Под влиянием временных факторов, а также с учетом эффекта низкой базы годовая инфляция продолжит расти и достигнет пика во II квартале 2015 г., однако затем постепенно замедлится. Начавшееся в феврале 2015 г. снижение месячных темпов роста потребительских цен продолжится. Слабая экономическая активность будет способствовать снижению инфляции и инфляционных ожиданий. Замедление роста денежной массы также окажет дезинфляционный эффект. Проводимая денежно-кредитная политика обеспечит снижение темпов роста потребительских цен до уровня около 9% в марте 2016 г. и до целевого уровня 4% в 2017 году.

Вместе с тем в настоящее время основным источником неопределенности для данного прогноза является динамика цены на нефть. Ее дальнейшее снижение приведет к более сильному спаду в экономике в 2015 году. Кроме того, существуют риски ускорения роста потребительских цен, которые связаны с сохранением инфляционных ожиданий на повышенном уровне, пересмотром запланированных темпов увеличения регулируемых цен и тарифов, смягчением бюджетной политики, а также возможным ускорением роста номинальной заработной платы. В случае реализации указанных рисков Банк России будет принимать решения с учетом масштаба их влияния на экономическую активность и динамику потребительских цен.

# 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

## 1.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс

*Внешнеэкономические условия для России остаются неблагоприятными, продолжая оказывать сдерживающее влияние на российскую экономику как за счет сокращения экспортных доходов, так и за счет сужения возможностей привлечения внешнего финансирования. Ожидается, что рост агрегированного ВВП стран – торговых партнеров ускорится в 2015 г. по сравнению с 2014 г., однако темпы роста будут ниже прогнозировавшихся кварталом ранее.*

*Тем не менее, дальнейшего ухудшения внешнеэкономических условий не ожидается. Доходности российских еврооблигаций уже существенно превышают уровень доходностей бумаг стран с аналогичными рейтингами, их дальнейшее повышение маловероятно. Кроме того, появились признаки стабилизации цен на нефть, и большинство участников рынка не ожидает возобновления их падения. Неравномерность экономического роста в мире привела к рассинхронизации циклов денежно-кредитной политики в различных странах: в то время как большинство центральных банков продолжает смягчать монетарную политику, Федеральная резервная система (ФРС) США и Банк Англии готовятся к ее ужесточению. Ожидания повышения ключевой ставки в США способствовали укреплению доллара США относительно большинства валют с III квартала 2014 г., что, наряду с увеличением избытка предложения и слабым спросом, стало фактором снижения цен на сырьевые товары на мировом рынке. Сокращение мировых цен на энергоносители и продовольствие, в свою очередь, привело к ослаблению инфляционного давления в значительной части стран – торговых партнеров. Однако возможное положительное влияние на российскую экономику повышения темпов экономического роста*

*и снижения инфляции в странах – торговых партнерах будет ограничено действием специфических для страны факторов, таких как продовольственное эмбарго и финансовые санкции в отношении российских компаний и банков.*

## Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах

Опережающие индикаторы деловой активности указывают на сохранение невысоких темпов роста мировой экономики в I квартале 2015 года. Так, снижение индекса PMI в промышленности произошло как в развитых странах, так и в странах с формирующимиися рынками, при этом наиболее значительным оно было в Канаде, ЮАР и России.

Прогноз международного валютного фонда (МВФ) темпов роста мировой экономики в 2015–2016 гг. был понижен в январе до 3,5 и 3,7% соответственно (в октябре прогноз составлял 3,8 и 4,0%).

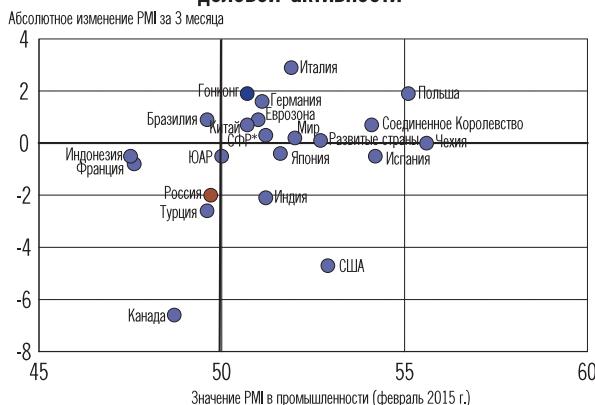
Рост мировой экономики остается неравномерным. Согласно прогнозу МВФ, прирост ВВП развитых стран увеличится с 1,8% в 2014 г.

Темпы прироста агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



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

## Изменение индикаторов деловой активности



\* СФР - страны с формирующейся рыночной экономикой.

Примечание: 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 БРИК, Австралии, Мексики и другим странам. Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

до 2,4% в 2015–2016 годах. Экономики США и Соединенного Королевства продолжают расти уверенными темпами на фоне дальнейшего восстановления потребительских расходов и улучшения ситуации на рынке труда, тогда как в еврозоне усиливаются дефляционные процессы, а Японии едва удалось избежать рецессии по итогам 2014 года.

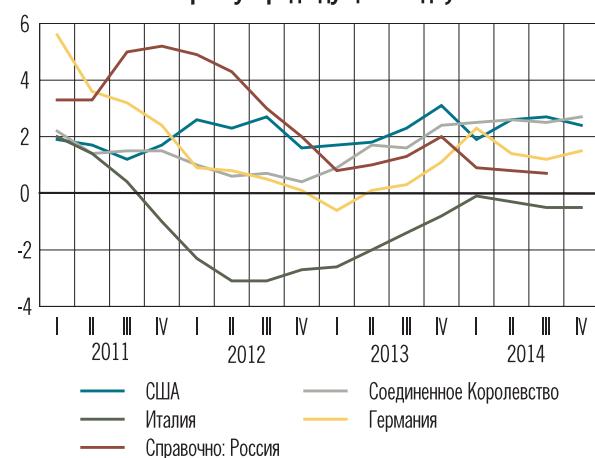
В странах с формирующимиися рынками экономический рост замедлится, согласно прогнозу МВФ, с 4,4% в 2014 г. до 4,3% в 2015 г. в силу повышенной волатильности на мировых финансовых рынках, а также сдерживающего влияния низкой экономической активности в странах – торговых партнерах. Однако в 2016 г. рост

ускорится до 4,7%. Одним из основных факторов роста экономик стран – импортеров нефти станут низкие цены на энергоносители, которые стимулируют потребительские расходы и способствуют сокращению издержек производства. В то же время рост в странах – экспортёрах нефти, напротив, будет ограничен в случае сохранения низких цен на экспортируемое ими сырье.

Перспективы роста экономик стран СНГ также ухудшаются, причем помимо общих факторов для стран с формирующимиися рынками негативное влияние на них оказывают низкие темпы экономического роста в России, углубление рецессии на Украине, а также низкие мировые цены на нефть.

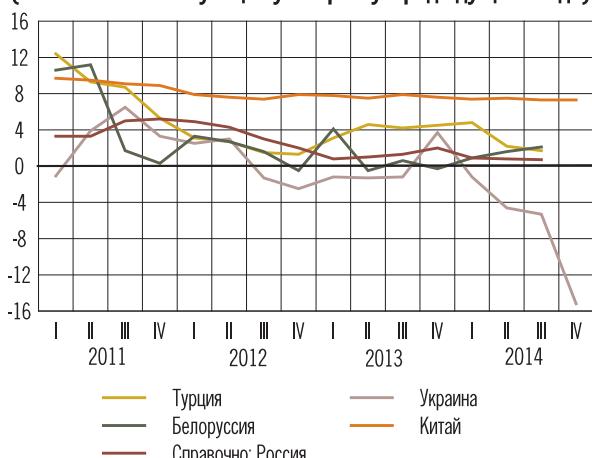
Банк России ожидает, что в ближайшие кварталы экономическая активность в мире в целом и в странах – торговых партнерах России в частности будет повышаться, чему будут способствовать в том числе стимулирующие меры центральных банков крупнейших экономик мира (еврозоны, Японии и Китая). Вместе с тем темпы роста ВВП стран – торговых партнеров России останутся невысокими, а риски ухудшения ситуации, связанные с неблагоприятной внешней конъюнктурой и действием структурных ограничений, сохраняются на повышенном уровне. Более подробная информация об ожиданиях Банка России по темпам роста ВВП стран – торговых партнеров приведена в приложении.

## Темпы роста ВВП стран – торговых партнеров России: развитые экономики (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

## Темпы роста ВВП стран – торговых партнеров России: страны с формирующимиися рынками (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источники: национальные органы государственной статистики.

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

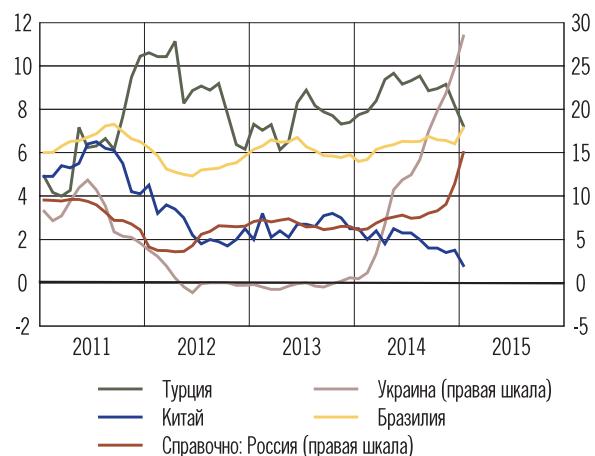


Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Инфляция в странах – торговых партнерах России в декабре 2014 – январе 2015 г. в основном замедлялась, за исключением стран СНГ, где, напротив, наблюдалось ее ускорение. В большинстве европейских стран в январе 2015 г. наблюдалась дефляция. В странах Азии (Китае, Республике Корее, Японии) и США годовой темп инфляции за рассматриваемый период также понизился. Такая динамика связана прежде всего со снижением мировых цен на продовольствие и энергоносители, а также со слабым экономическим ростом в ряде регионов мира. Вместе с тем в отдельных странах в последние месяцы произошло ускорение инфляции. Так, в Бразилии темп роста цен был заметно выше целевого уровня. Значительное ускорение инфляции, обусловленное прежде всего ослаблением национальных валют, также наблюдалось в Белоруссии и на Украине. Дополнительным фактором повышения темпов инфляции на Украине стала индексация регулируемых тарифов.

Динамика цен на мировых рынках продовольствия также свидетельствовала о снижении внешнего инфляционного давления. Мировые цены на продовольствие в декабре 2014 – январе 2015 г. в среднем были ниже, чем в сентябре-ноябре 2014 года. Давление на цены оказывал рост производства продовольствия при низких темпах роста спроса в условиях неуверенного восстановления мировой экономики. Снижение индекса продовольственных цен

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

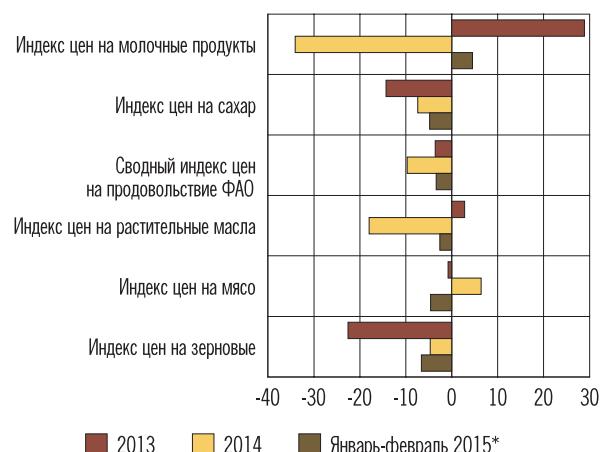


Источники: национальные органы государственной статистики.

Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО) за указанный период составило 4,1%. В ближайшие кварталы в условиях роста глобального предложения и ожидания большинством участников рынка высоких урожаев зерновых снижение цен на мировом рынке продовольствия, вероятно, продолжится.

В то же время для России общее снижение внешнего инфляционного давления нивелируется введенным эмбарго на поставки ряда продовольственных продуктов из отдельных стран. Кроме того, на уровень цен внутри страны негативное влияние оказывает резкое снижение курса национальной валюты. Как ожидается, влияние данного фактора на внутренние цены сохранится в краткосрочной перспективе, но бу-

### Динамика мировых продовольственных цен (%)\*



\* Значение за последний доступный месяц периода к значению за декабрь предыдущего года.  
Источник: ФАО.

дет снижаться с увеличением российского производства и наращивания поставок из стран, не затронутых ограничениями.

## Внешние финансовые условия

Замедление инфляции и низкие темпы роста экономики, наблюдаемые в ряде регионов мира, вынуждают ключевые центральные банки сохранять мягкую денежно-кредитную политику. Главным событием в сфере денежно-кредитной политики за рассматриваемый период стало объявление Европейского центрального банка (ЕЦБ) о запуске программы количественного смягчения. С марта европейский регулятор начнет осуществлять покупки суверенных облигаций стран еврозоны и ряда европейских организаций. Общий объем программы (с учетом начавшихся ранее покупок покрытых облигаций и ценных бумаг, обеспеченных активами) составит 60 млрд евро в месяц, покупка активов продлится как минимум до сентября 2016 года. Меры ЕЦБ направлены на достижение темпа инфляции, близкого к целевому уровню в 2%. Как ожидается, данные действия будут способствовать снижению курса евро относительно доллара США и ускорению экономического роста в еврозоне.

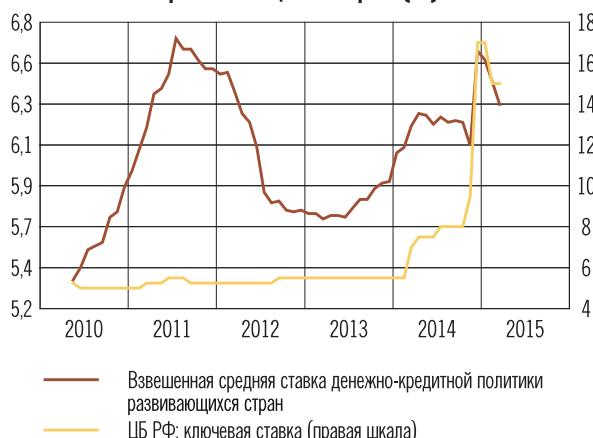
Большинство центральных банков в декабре 2014 – январе 2015 г. продолжали применять меры стимулирующей денежно-кредитной по-

литики. Основные причины для подобных действий – снижение инфляции в развитых странах, обусловленное, в частности, невысокими ценами на энергоносители, и замедление роста экономики в странах с формирующимиися рынками. С начала декабря многие центральные банки приняли решение о снижении ставок, в частности данная мера была осуществлена в Австралии, Индии, Индонезии, Канаде, Китае, Турции и Швеции. Народный Банк Китая, помимо второго за последние четыре месяца снижения ставок, впервые с середины 2012 г. снизил норматив обязательного резервирования.

Изменились и ожидания участников рынка относительно политики ФРС США. В условиях ослабления роста мировой экономики и противоречивых статистических данных по США регулятор, возможно, сделает цикл повышения ставки более плавным или отложит решение о ее повышении на III квартал 2015 года.

Сверхмягкая политика ключевых центральных банков способствовала сохранению процентных ставок на мировом финансовом рынке на низком уровне. Тем не менее, расширение спредов между доходностями суверенных облигаций развивающихся стран и доходностями безрисковых активов свидетельствует о продолжающемся ужесточении финансовых условий для стран с формирующимиися рынками – в условиях высокой неопределенности инвесторы предпочитают более надежные активы.

**Взвешенная средняя ставка денежно-кредитной политики развивающихся стран (%)**



Примечание: в качестве весов для расчета средней ставки использованы величины активов центральных банков. Данные на март - по состоянию на 6.03.2015.

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

**Мировые фондовые индексы MSCI  
(1.01.2013 = 100%)**



Источник: Bloomberg.

**Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимиися рынками с 1.01.2013 (базисные пункты)**



Примечание: средний CDS спред по странам с формирующимиися рынками рассчитан по Бразилии, Китаю, Турции, Мексике, Малайзии, Польше, Венгрии и другим странам.

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

**Индексы курсов валют к доллару США (1.01.2013 = 100%)**

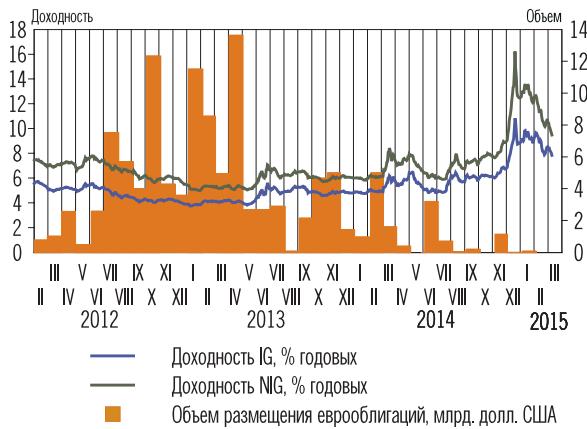


Примечание: средний индекс по развивающимся странам является средним геометрическим курсов к доллару США венгерского форинта, бразильского реала, турецкой лиры, мексиканского песо, польского злотого, румынского лея, малайзийского рингита, филиппинского песо, индонезийской и индийской рупий.

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

Мировые фондовые индексы преимущественно снижались в декабре 2014 г. и первой половине января 2015 г. на фоне слабой статистики по еврозоне и некоторым азиатским странам, однако решение ЕЦБ о начале программы количественного смягчения стимулировало рост рынков. В результате за рассматриваемый период глобальный индекс MSCI World увеличился на 0,5%, при этом индекс MSCI по развитым странам возрос на 0,7%, а по развивающимся, наоборот, снизился на 1,4%. Индикаторы восприятия риска глобальными инвесторами за тот же период изменились незначительно, волатильность на мировых рынках остается высокой.

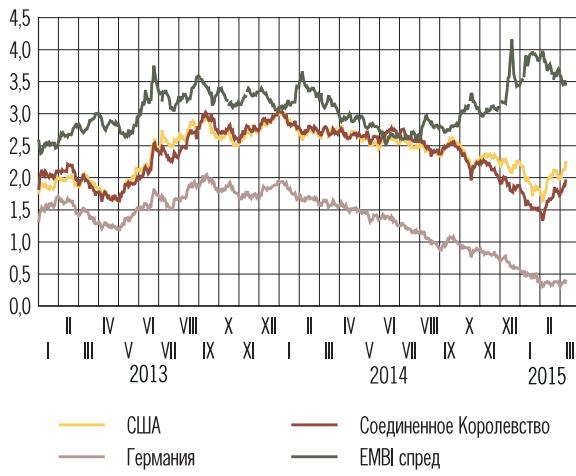
**Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков**



Примечание: 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».

**Доходности 10-летних государственных облигаций развитых стран и спред EMBI доходностей государственных облигаций развивающихся стран (%)**



Источник: Bloomberg.

Финансовые условия для России значительно ухудшились, внешние рынки капитала оставались практически недоступными для российских заемщиков. Главными факторами снижения спроса инвесторов на российские активы в рассматриваемый период стали низкие нефтяные цены, ожидания снижения суверенного рейтинга России международными рейтинговыми агентствами, избыточная волатильность на валютном рынке и сложная внешнеполитическая ситуация. При этом непосредственное снижение суверенного рейтинга не оказало значительного влияния на ситуацию, поскольку к моменту пересмотра оно уже было заложено участниками рынка в цены российских активов.

В результате за декабрь 2014 – февраль 2015 г. спреды по 5-летним CDS на российские государственные облигации увеличились с 345 до 480 б.п., курс рубля относительно доллара США снизился на 20%, а доходности по еврооблигациям российских эмитентов выросли при незначительных объемах размещения.

При этом в феврале произошло некоторое улучшение рыночной конъюнктуры: CDS-спред и доходности еврооблигаций снижались, а российский рубль стал валютой, наиболее значительно (на 12%) укрепившейся к доллару США. В стабилизации ситуации главную роль сыграло повышение цен на нефть, а также ослабление напряженности на востоке Украины после заключения минских соглашений.

Тем не менее, в условиях низких цен на нефть, действия санкций и внешнеполитической неопределенности, внешние финансовые условия для России останутся неблагоприятными по меньшей мере в ближайшие несколько кварталов.

## Условия торговли

Мировые цены на основные товары российского экспорта в декабре 2014 – феврале 2015 г. снизились, что привело к ухудшению условий торговли.

Цена на нефть марки «Юралс» понизилась с 87,3 долл. США за баррель в среднем за сентябрь – ноябрь 2014 г. до 55,1 долл. США за баррель за декабрь 2014 – февраль 2015 г. В то же

время после снижения на протяжении семи месяцев цена на нефть в феврале 2015 г. повысилась до 57,9 долл. США за баррель.

Понижательное давление на цену на нефть оказывали такие факторы, как высокий уровень запасов нефти в развитых странах, ее избыточное предложение из-за быстрого расширения добычи в государствах вне Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК), в том числе из нетрадиционных источников, слабый рост мирового спроса и нежелание ОПЕК снизить квоту на добычу. Дополнительными факторами снижения цены на нефть стали предоставление скидок для покупателей со стороны отдельных стран – членов ОПЕК и укрепление доллара США относительно большинства валют.

Рост цен в феврале был связан с ожиданиями восстановления баланса на мировом рынке нефти в результате сокращения предложения по мере снижения числа буровых установок в США, уменьшения инвестиций нефтяных компаний в разработку месторождений, а также сокращения добычи в Ливии вследствие закрытия основных нефтяных портов на фоне вооруженного конфликта.

Согласно прогнозу Международного энергетического агентства, в первой половине 2015 г. на мировом рынке нефти сохранится значительный избыток предложения. Закрытие нерентабельных производственных мощностей и сокращение инвестиций приведет к уменьшению предложения не ранее второй половины



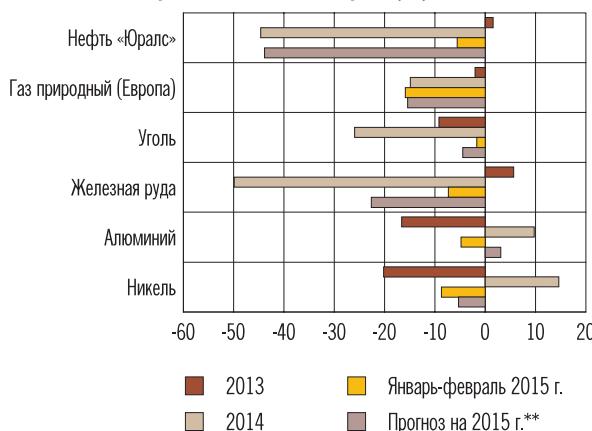
Источники: Reuters, Consensus Economics.



\*Прогноз.

Источник: Международное энергетическое агентство.

### Динамика мировых цен на основные товары российского экспорта (%)<sup>\*</sup>



\* Среднее значение за последний месяц периода к среднему значению за декабрь предыдущего года.

\*\* Прогноз на 2015 г. к среднему за 2014 год.

Источники: Всемирный банк, по нефти - данные Reuters и прогноз Банка России.

2015 года. Сохранению избытка нефти на мировом рынке может способствовать и снижение спроса вследствие ремонта на нефтеперерабатывающих заводах и забастовок на них в США.

Большинство участников рынка ожидает, что в дальнейшем цена на нефть будет повышаться по мере нормализации ситуации на рынке в результате сокращения предложения на фоне замораживания или закрытия нерентабельных проектов, а также восстановления спроса вследствие ускорения роста мировой экономики. Вместе с тем сохраняются риски увеличения избытка предложения в случае полной отмены запрета на экспорт сырой нефти из США и смягчения ограничений на импорт нефти из Ирана.

Цена на природный газ на европейском рынке снизилась в условиях сокращения спроса со стороны европейских стран и высокого уровня запасов. Международные организации ожидают, что в 2015 г. газ подешевеет вследствие корректировки контрактных цен, привязанных к ценам на нефть, и слабого спроса на европейском рынке.

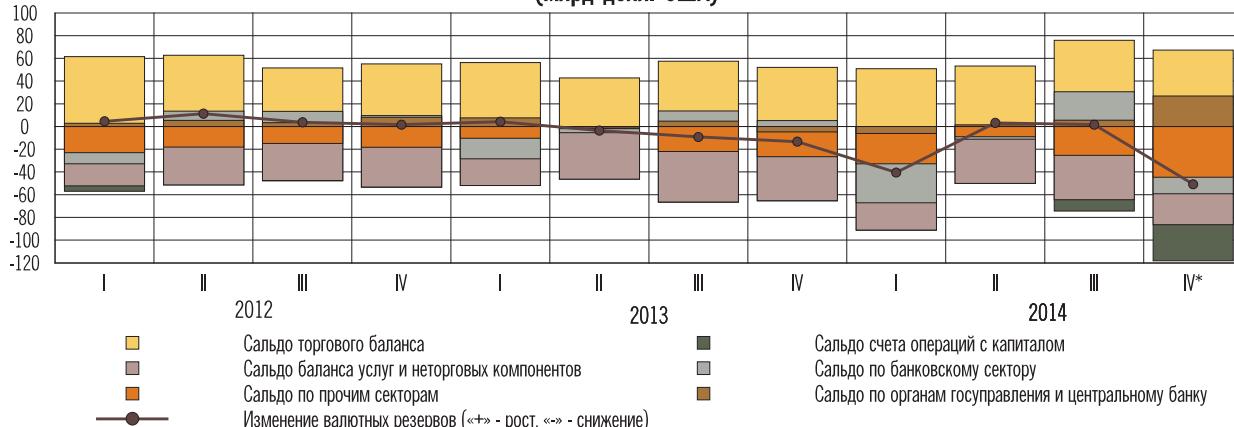
Мировые цены на уголь и металлы также снижались на фоне замедления роста спроса со стороны Китая, высокого уровня запасов и укрепления доллара США. В 2015 г. в условиях сохранения действия данных факторов уголь и металлы продолжат дешеветь.

### Платежный баланс и валютный курс

Увеличение профицита счета текущих операций в IV квартале 2014 г. и в целом в 2014 г. обеспечивалось главным образом за счет снижения отрицательного сальдо баланса инвестиционных доходов в связи с уменьшением расходов по обслуживанию сократившегося внешнего долга. В то же время наблюдалось значительное снижение экспорта и импорта товаров.

Уменьшение экспорта было связано как со снижением мировых цен на сырую нефть и газ, так и с сокращением физического объема их поставок на внешние рынки. Несмотря на увеличение добычи, физический объем экс-

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



\* Оценка.

Примечание: статьи «Сальдо по банковскому сектору» и «Изменение валютных резервов» скорректированы на сумму операций «валютный своп» Банка России с банками-резидентами, операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России и сумму средств, предоставленных Банком России банкам-резидентам в иностранной валюте на возвратной основе; статья «Сальдо по прочим секторам» включает статью «Чистые ошибки и пропуски».

Источник: Банк России.



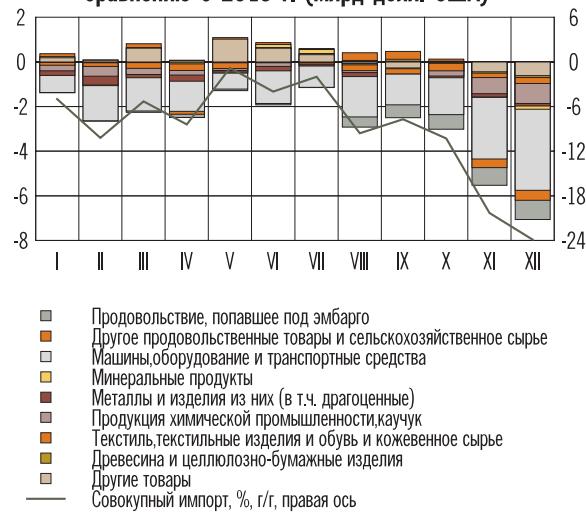
\*На 01.01.15 - оценка.

Источник: Банк России.

порта сырой нефти из России уменьшается четвертый год подряд (в 2014 г. экспорт снизился на 5,6%, до 223,4 млн т), тогда как объемы переработки сырья внутри страны возрастают. В то же время увеличиваются поставки на мировой рынок нефтепродуктов (в 2014 г. экспорт вырос на 8,8%, до 164,8 млн т). Сокращение физического объема экспорта природного газа в 2014 г. на 12,1% было обусловлено приостановкой поставок газа на Украину с 16 июня 2014 г. до подписания 31 октября 2014 г. Россией, Украиной и Европейским союзом (ЕС) соглашения о возобновлении поставок российского газа на Украину и о погашении Украиной долга за газ.

Сокращение импорта в 2014 г. по сравнению с 2013 г. связано с охлаждением российской экономики, ослаблением рубля и с вводившимися в течение года запретами на ввоз отдельных видов продукции в Россию. Совокупный импорт в декабре 2014 г. по сравнению с декабрям 2013 г. снизился на 7,1 млрд долл. США. Наибольший вклад в уменьшение импорта внесло сокращение поставок машин, оборудования и транспортных средств (импорт этих категорий товаров снизился на 3,6 млрд долл. США, что составило 51,4% совокупного сокращения импорта). Продовольственное эмбарго, введенное Россией в августе 2014 г., не было основным фактором резкого сокращения совокупного импорта: импорт попавшего под эмбарго продовольствия в декабре 2014 г. по сравнению с декабрем 2015 г. снизился на 0,9 млрд

**Товарная структура прироста импорта в 2014 г. по сравнению с 2013 г. (млрд долл. США)**



Источник: Федеральная таможенная служба.

долл. США, что составило 12,1% совокупного снижения импорта. В то же время ограничения на ввоз отдельных видов продукции из ряда стран оказали существенное влияние на импорт продовольствия. Ввоз продовольственной продукции и сельскохозяйственного сырья в декабре 2014 г. по сравнению с декабрем 2013 г. снизился на 28,4%, а за 2014 г. в целом – на 7,8%, причем полностью за счет попавшей под эмбарго продукции.

Чистый вывоз капитала частным сектором в IV квартале 2014 г. вырос до рекордного уровня, достигнув по итогам 2014 г. исторического максимума. Основным фактором усиления оттока частного капитала в IV квартале 2014 г. стало погашение внешнего долга компаний и банков в условиях сужения возможностей рефинансирования долга из-за финансовых санкций ЕС и США. В IV квартале 2014 г. внешний долг частного сектора уменьшился на 66,9 млрд долл. США, а в целом за 2014 г. – на 103,6 до 547,6 млрд долл. США.

Усиление оттока капитала было обусловлено как сокращением иностранных обязательств, так и наращиванием иностранных активов, главным образом прочих секторов. Значительную долю прироста внешних активов прочих секторов обеспечили два основных фактора: прямые инвестиции за рубеж и увеличение остатков средств в наличной иностранной валюте у населения. Вместе с тем объем сомнительных операций в 2014 г. уменьшился в три раза. Увеличение иностранных активов



Источник: Федеральная таможенная служба.

банков при значительном сокращении внешней ресурсной базы обеспечивалось в том числе за счет предоставления данным организациям Банком России ликвидности в иностранной валюте.

Значительное снижение цен на основные экспортные товары в совокупности с необходимостью погашения внешних обязательств частного сектора в условиях перехода к режиму плавающего курсообразования привело к существенному снижению курса рубля. Дополнительное давление на рубль оказало формирование ожиданий его дальнейшего ослабления у экономических агентов, в том числе населения. Это привело к росту спекулятивной активности на внутреннем валютном рынке и активизации в конце 2014 г. покупки наличной иностранной валюты под влиянием мотива предосторожности.

Для сглаживания резких колебаний курса рубля и поддержания финансовой стабильности Банк России осуществил в 2014 г. валютные интервенции на 87,8 млрд долл. США. В результате международные резервы Российской Федерации сократились к концу 2014 г. до 385,5 млрд долл. США.

## 1.2. Финансовые условия

*Конъюнктура финансового рынка в течение декабря 2014 – февраля 2015 гг. была в значительной степени неоднородной, при этом общий тренд на ужесточение финансовых условий в рассматриваемый период сохранился. Существенное повышение Банком России ключевой ставки в середине декабря привело к росту стоимости заимствований на всех сегментах рынка, в том числе кредитном. В феврале вслед за снижением ключевой ставки и соответствующим изменением краткосрочных ставок денежного рынка наметилось восстановление цен на внутреннем долговом рынке, а также появились признаки снижения банковских депозитных ставок и стабилизации ставок по кредитам. Между тем уже произошедшее в рассматриваемый период ужесточение цено- вых и неценовых условий кредитования наряду с прогнозируемым снижением экономической активности приведет к дальнейшему снижению годовых темпов роста кредитного портфеля и будет сдерживать рост денежных агрегатов, в итоге финансовые условия продолжат оставаться жесткими, способствуя снижению инфляции в среднесрочной перспективе.*

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

Период с декабря 2014 г. по февраль 2015 г. характеризовался традиционным ростом потребности кредитных организаций в рефинансировании в конце 2014 г. и ее последующим снижением в начале 2015 года. Указанные тенденции наряду с решениями Банка России по изменению ключевой ставки, а также увеличением неопределенности на валютном рынке во многом определили динамику краткосрочных ставок денежного рынка.

Повышенный спрос на наличные средства в декабре 2014 г., обусловленный как сезонными тенденциями, так и времененным изменением потребительского поведения населения, а также интервенции Банка России на внутрен-

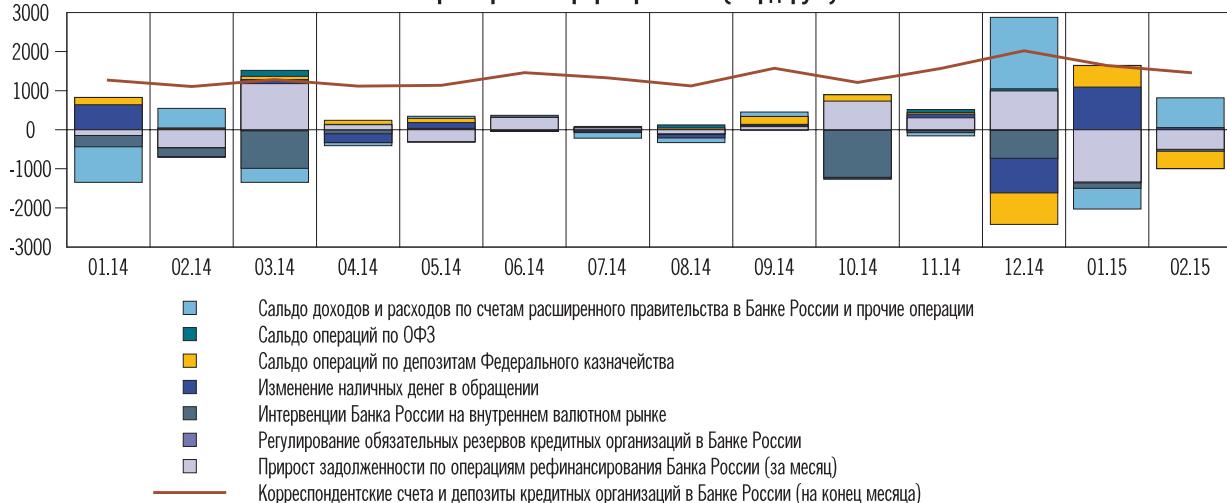
нем валютном рынке в первой половине месяца привели к более существенному, чем ожидалось, оттоку ликвидности из банковского сектора.

В данных условиях максимальный уровень задолженности банков по операциям РЕПО Банка России достигал 3,8 трлн руб., что сопровождалось обострением проблемы дефицита рыночного обеспечения у банков и привело к значительному росту их спроса на кредиты постоянного действия, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами. Для снижения влияния данных операций на ставки денежного рынка и компенсации локальной потребности в ликвидности в конце декабря 2014 г. Банк России провел аукцион по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на срок 3 недели, на котором кредитные организации привлекли 0,3 трлн рублей. При этом в декабре 2014 г. Банк России продолжил использовать консервативный подход при определении объемов предложения средств на аукционах по предоставлению ликвидности банковскому сектору, а также лимитов на операции «валютный своп» по покупке долларов США и евро за рубли. В то же время в период увеличения потребности в ликвидности лимиты на операции «валютный своп» оперативно корректировались. Так, в конце декабря лимит по данным операциям был изменен с 2 до 10 млрд долл. США в эквиваленте.

Увеличение потребности кредитных организаций в рефинансировании и исчерпание доступного рыночного обеспечения у отдельных банков наряду с существенно возросшей волатильностью на валютном рынке привели к усилению мотива предосторожности на денежном рынке, выражавшегося в том числе в росте кредитных рисков, закладываемых участниками рынка в ставки межбанковских кредитов (МБК). Поэтому повышение Банком России ключевой ставки до 17% годовых в середине декабря 2014 г. сопровождалось более существенным краткосрочным ростом ставок МБК в сегменте «овернайт», в пике достигавших 28% годовых, и увеличением их волатильности.

Несмотря на рост уровня и повышенную волатильность межбанковских процентных ставок во второй-третьей декадах декабря 2014 г., обороты в сегменте «овернайт» рублевого де-

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



Источник: Банк России.

### Структура задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России в 2014 - начале 2015 г. (на конец месяца, млрд руб.)

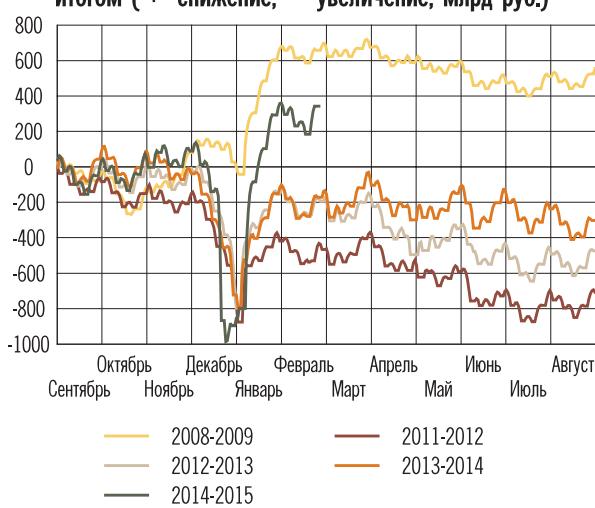


Источник: Банк России.

нежного рынка в этот период продолжали оставаться высокими. В значительной степени это объясняется возросшими объемами заимствований на денежном рынке со стороны кредитных организаций, не имевших свободного рыночного обеспечения для привлечения средств за счет операций РЕПО Банка России.

К концу 2014 г. ситуация на денежном рынке начала стабилизироваться, чему способствовало снижение волатильности на валютном рынке и некоторое улучшение ситуации с рублевой ликвидностью на фоне традиционного роста бюджетных расходов в этот период. Приток ликвидности за счет изменения остатков средств на счетах расширенного правительства

### Изменение наличных денег в обращении, накопленным итогом ("+" снижение, "-" увеличение, млрд руб.)

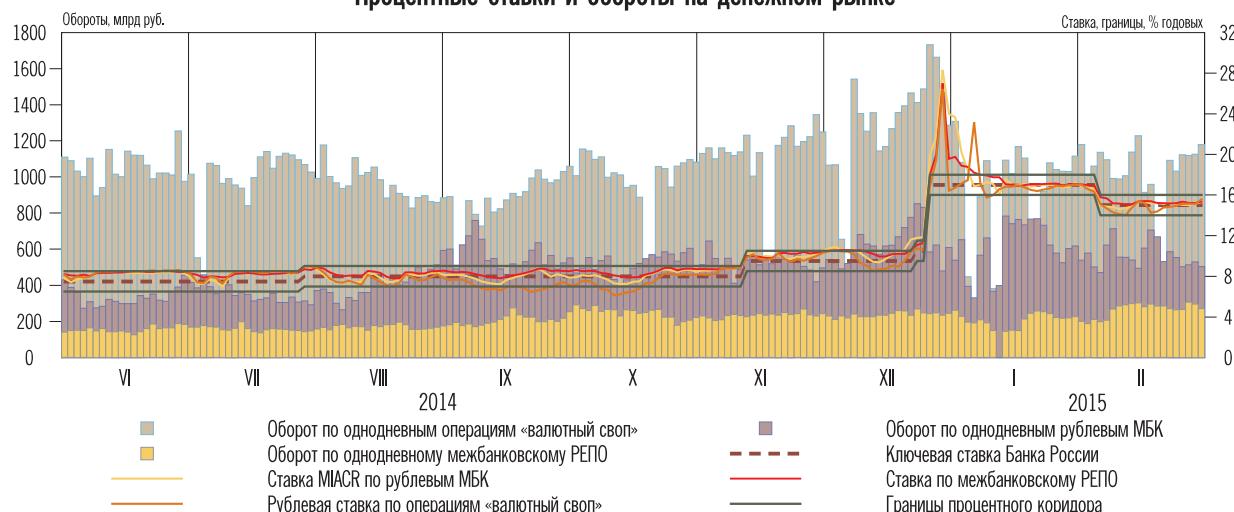


Источник: Банк России.

в Банке России и прочих операций сформировал потребность кредитных организаций в рефинансировании по состоянию на конец 2014 г. на уровне 7,3 трлн руб., что соответствует диапазону оценок, представленному в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике.

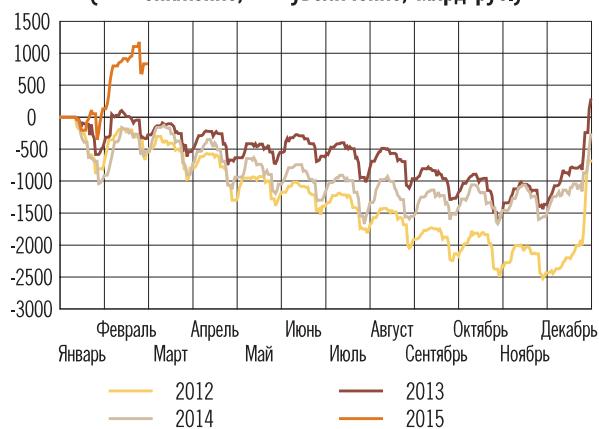
В январе-феврале 2015 г. сезонное снижение остатков средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России и приток ликвидности за счет изменения факторов ее формирования способствовали снижению потребности кредитных организаций в рефинансировании. Это произошло главным образом в связи с уменьшением наличных де-

### Процентные ставки и обороты на денежном рынке



Источник: Банк России.

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



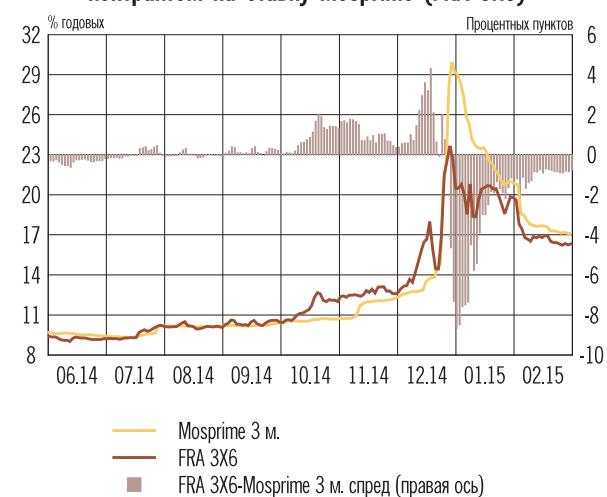
\* Без учета депозитов Федерального казначейства в кредитных организациях и операций с ОФЗ.

Источник: Банк России.

нег в обращении, обусловленным поступлением средств от клиентов в банковский сектор и сокращением наличных средств в кассах кредитных организаций, а также значительным увеличением объема расходов бюджетных средств в начале года.

К концу февраля 2015 г. потребность кредитных организаций в рефинансировании Банка России сократилась до 5,5 трлн руб., что отразилось и в снижении объема предоставления средств в рамках операций РЕПО. Кроме того, приток ликвидности в банковский сектор позволил кредитным организациям частично погасить кредиты постоянного действия,

### Спред между ставкой Mosprime (3 мес.) и форвардным контрактом на ставку Mosprime (FRA 3x6)



Источник: Банк России.

обеспеченные нерыночными активами или поручительствами, предоставленные в декабре 2014 года.

На фоне снижения потребности в ликвидности в начале 2015 г. ситуация на денежном рынке окончательно нормализовалась. На решение Банка России о снижении ключевой ставки в конце января ставки денежного рынка отреагировали сопоставимым изменением. В итоге ставки по однодневным МБК и операциям РЕПО в январе-феврале 2015 г. преимущественно находились вблизи ключевой ставки Банка России.

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

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

<sup>1</sup> Январь-февраль 2015 г. – факт, март-декабрь 2015 г. – прогноз.

<sup>2</sup> Включая операции по покупке монетарного золота и процентные платежи по операциям Банка России.

<sup>3</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>4</sup> За исключением субординированных кредитов Сбербанку России и облигаций отдельных кредитных организаций в портфеле Банка России.

<sup>5</sup> Оценка объема операций Банка России по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, связанных с пополнением или расходованием Федеральным казначейством средств суверенных фондов в иностранных валютах.

Источник: расчеты Банка России.

#### Объем ценных бумаг, принадлежащих кредитным организациям и входящих в Ломбардный список Банка России (на конец периода, трлн руб.)\*



\* С учетом ценных бумаг, переданных в обеспечение по сделкам РЕПО.

Источник: Банк России.

Высокая волатильность процентных ставок в сегменте «овернайт» отразилась и на изменении срочной структуры процентных ставок денежного рынка. В декабре 2014 г. наблюдалось значительное расширение спреда между кратким и длинным концами кривой доходности (как Mosprime, так и OIS) и его последующее сужение в начале 2015 года. При этом в феврале 2015 г. кривая OIS стала инвертирован-

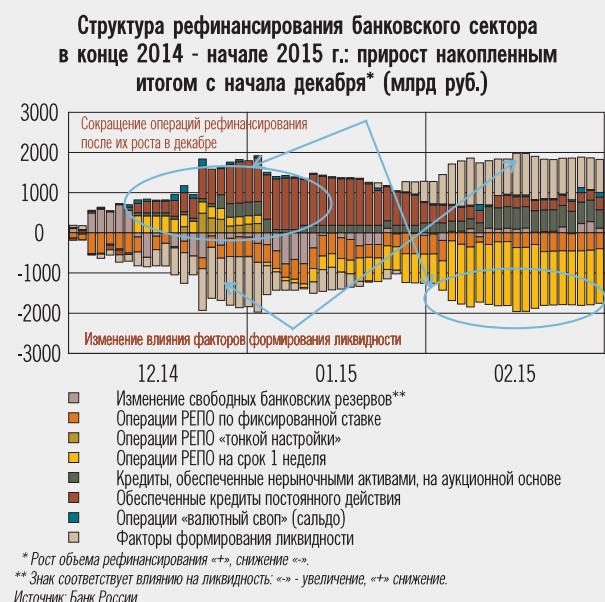
ной: ставка ROISfix на срок 6 месяцев была почти на 50 б.п. ниже ключевой ставки Банка России. Это указывает на ожидания участниками рынка дальнейшего снижения краткосрочных ставок денежного рынка и, следовательно, ключевой ставки Банка России. Об этом же свидетельствует значительный отрицательный спред между форвардным контрактом на ставку Mosprime (FRA 3x6) и ее текущим значением.

Начиная с марта 2015 г. ожидается возобновление роста потребности кредитных организаций в рефинансировании. Повышенный уровень расходов бюджета в начале года будет способствовать более равномерному влиянию бюджетных потоков на ликвидность банковского сектора в течение года. Ключевую роль в управлении ликвидностью банковского сектора по-прежнему будут играть операции РЕПО Банка России, тогда как среднесрочная потребность в ликвидности будет регулироваться предоставлением кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на аукционной основе. При этом реализация денежно-кредитной политики Банка России будет направлена на создание условий для формирования ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

## Причины снижения задолженности кредитных организаций по операциям РЕПО Банка России в январе-феврале 2015 г.

В рамках режима таргетирования инфляции операционной целью Банка России является поддержание краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. Для достижения указанной цели Банк России управляет ликвидностью банковского сектора путем проведения с кредитными организациями операций по ее предоставлению или абсорбированию на аукционной основе. Любое изменение Банком России объема указанных операций призвано удовлетворить объективную потребность банков в ликвидности и компенсировать ее приток или отток, обусловленный действием факторов, не относящихся к системе инструментов Банка России по управлению ликвидностью. **При этом в результате изменения объемов операций Банка России на аукционной основе направленность денежно-кредитной политики не меняется**, поскольку эти изменения непосредственно нацелены на создание условий для формирования ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки.

В январе-феврале 2015 г. Банк России резко сократил объем предоставления средств в рамках аукционов РЕПО. Так, если по состоянию на конец декабря 2014 г. задолженность кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО составляла 2,8 трлн руб., то к концу февраля 2015 г. – 1,5 трлн рублей. Это стало следствием увеличения предложения ликвидности за счет снижения наличных денег в обращении и сокращения остатков средств расширенного правительства на счетах в Банке России в связи с ростом бюджетных расходов в начале года. Совокупный приток ликвидности за счет действия этих факторов в январе-феврале 2015 г. составил 1,5 трлн рублей. В итоге значительное увеличение предложения ликвидности было компенсировано Банком России за счет сокращения объема предоставления средств в рамках операций РЕПО. Несмотря на это, объем операций РЕПО Банка России по-прежнему был достаточен для удовлетворения потребности кредитных организаций в ликвидности. Подтверждением этого может служить динамика краткосрочных ставок денежного рынка, находившихся в январе-феврале 2015 г. вблизи ключевой ставки Банка России, а также сокращение спроса кредитных организаций на операции постоянного действия.



Задолженность кредитных организаций перед Банком России в январе-феврале 2015 г. снизилась за счет снижения объема предоставляемых операций РЕПО. В то же время в условиях структурного дефицита ликвидности кредитные организации не имеют стимулов поддерживать избыточный уровень средств на корреспондентских счетах в Банке России, поскольку у банков существует альтернатива в виде возможности сократить свою задолженность по операциям рефинансирования Банка России или разместить средства на денежном рынке.

Снижение объема операций РЕПО в январе-феврале 2015 г. было обусловлено не только ростом предложения ликвидности по другим каналам, но и сезонным<sup>1</sup> сокращением спроса кредитных организаций на ликвидность (остатков средств на корреспондентских счетах в Банке России). Спрос кредитных организаций на ликвидность формируется исходя из их потребности в средствах для выполнения усреднения обязательных резервов, а также осуществления межбанковских и клиентских платежей и расчетов. При этом объем средств банков на корреспондентских счетах может изменяться в течение периода усреднения, в том числе с учетом текущего уровня ставок денежного рынка. Однако **в среднесрочной перспективе спрос кредитных организаций на ликвидность и операции рефинансирования Банка России не зависит от уровня ставок** по данным операциям, поскольку необходимость выполнения усреднения и проведения расчетов не по-

<sup>1</sup> В конце календарного года корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России увеличиваются за счет притока ликвидности в результате осуществления бюджетных расходов и формирования «запаса» ликвидности банками для проведения расчетов в период длительных выходных.

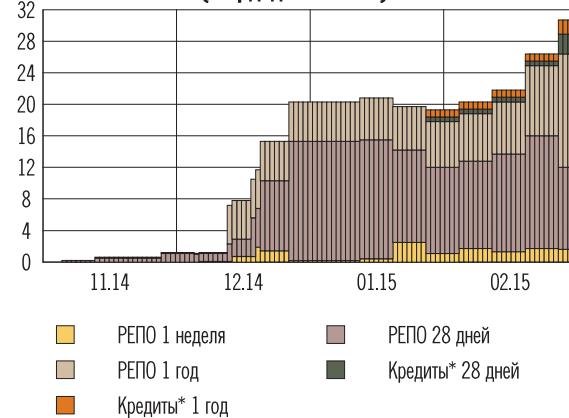
## Валютный рынок и операции Банка России по предоставлению ликвидности в иностранной валюте

Тенденции в рублевом сегменте денежного рынка формировались в условиях сохраняющегося дефицита долларовой ликвидности, возникшего во второй половине 2014 г. в результате введения внешних финансовых санкций в отношении ряда крупнейших российских банков и компаний. При этом по мере роста объема предоставления Банком России иностранной валюты посредством сделок валютного РЕПО ситуация с валютной ликвидностью улучшалась: значение overnight basis<sup>1</sup> на денежном рынке в январе-феврале 2015 г. сократилось в среднем до –23 б.п. (в августе-декабре 2014 г. оно составляло около –50 б.п.). В сегменте операций на более длительные сроки также наблюдалась признаки снижения дефицита иностранной валюты: к концу февраля 2015 г. значение USD/RUB Basis Swap 1Y<sup>1</sup> составило около –150 б.п., что соответствует уровню начала периода формирования дефицита валютной ликвидности (август 2014 г.).

Банк России продолжит осуществлять операции по предоставлению кредитным организациям валютной ликвидности на возвратной основе, при этом объем указанных операций будет определяться с учетом оценок потребности банковского и нефинансового секторов в иностранной валюте исходя из прогноза динамики основных компонентов платежного баланса и цели обеспечения финансовой стабильности.

Валютный курс в декабре 2014 – феврале 2015 г. формировался в условиях возросшей зависимости его динамики от изменений цены

### 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.

### Чистый кредит от банков-резидентов банкам-нерезидентам в иностранной валюте (млрд долл. США)

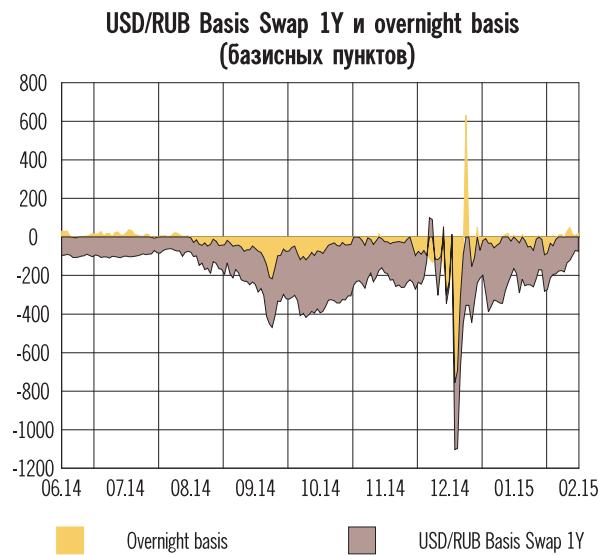


Источник: Банк России.

на нефть и сохраняющихся геополитических факторов.

Так, увеличение волатильности курса рубля и его существенное ослабление в декабре 2014 г. в значительной степени объяснялись резким падением цены на нефть в конце ноября – первой половине декабря и ростом спроса на иностранную валюту со стороны населения и компаний на фоне формирования ожиданий дальнейшего снижения курса и необходимости аккумулирования средств для погашения внешней задолженности. При этом в условиях действующего с ноября 2014 г. режима плавающего валютного курса Банк России с целью поддержания финансовой стабильности и ограничествований на срок 1 год.

<sup>1</sup> Overnight basis – спред между вмененной рублевой ставкой по однодневным операциям «валютный своп» и ставкой по однодневным рублевым межбанковским кредитам. Отрицательные значения overnight basis отражают положительную премию к ставке London Interbank Offered Rate (LIBOR), которую российские банки платят за привлечение валютной ликвидности на срок 1 день. USD/RUB Basis Swap 1Y отражает аналогичную премию для заемствований на срок 1 год.



Источники: Банк России, Bloomberg.

### Волатильность курса рубля к доллару США (процентных пунктов)



Источник: Thomson Reuters.

### Динамика объема торгов по доллару США и евро на кассовом сегменте Московской Биржи и стоимости бивалютной корзины



Источник: Московская Биржа, расчеты Банка России.

ничения ожиданий дальнейшего ослабления национальной валюты проводил валютные интервенции в первой половине декабря. Вместе с тем продолжение снижения нефтяных цен и пересмотр прогнозов международных организаций и участников рынка в сторону более значительного и продолжительного падения этих цен, чем предполагалось ранее, указывали на усиление фундаментальных предпосылок к ослаблению рубля и ограниченную эффективность валютных интервенций. В этих условиях Банк России с середины декабря 2014 г. не проводил валютных интервенций.

К концу декабря 2014 г. напряженность на валютном рынке начала снижаться, чemu

способствовали повышение Банком России ключевой ставки до 17% годовых, наращивание объема предоставления Банком России иностранной валюты на возвратной основе, введение мер по поддержанию устойчивости финансового сектора, а также стабилизация цены на нефть в третьей декаде декабря (на уровне около 60 долл. США за баррель) и увеличение объемов продажи валютной выручки со стороны крупнейших российских компаний-экспортеров. Кроме того, некоторую поддержку курсу рубля оказали операции Банка России на внутреннем валютном рынке, связанные с продажей Федеральным казначейством иностранной валюты с его валютных счетов в Банке России. В результате воздействия указанных факторов рублевая стоимость бивалютной корзины на конец 2014 г. составила 61,69 руб., снизившись по сравнению с ее значением на закрытие торгов 15.12.2014 на Московской Бирже более чем на 9 рублей.

Динамика валютного курса в начале 2015 г. продолжала в значительной степени определяться изменением цены на нефть. После январского снижения курса рубля в феврале наблюдалось его укрепление, чemu в том числе способствовали ожидания урегулирования ситуации на востоке Украины. Дополнительным фактором снижения рублевой стоимости бивалютной корзины в феврале 2015 г. стало существенное ослабление евро относительно доллара США, связанное с решением ЕЦБ о запуске

программы количественного смягчения в еврозоне.

Умеренное сокращение оборотов наряду со снижением волатильности курса с середины января 2015 г. могут свидетельствовать о нормализации ситуации на валютном рынке. На улучшение конъюнктуры косвенно указывают и оценки спроса населения на наличную иностранную валюту: по предварительным данным, покупка наличной иностранной валюты населением в январе–феврале 2015 г. резко сократилась по сравнению с декабрем 2014 года.

В условиях прогнозируемой стабилизации нефтяных цен и отсутствия новых эпизодов внешнеполитической напряженности волатильность валютного курса в ближайшие месяцы может продолжить снижение.

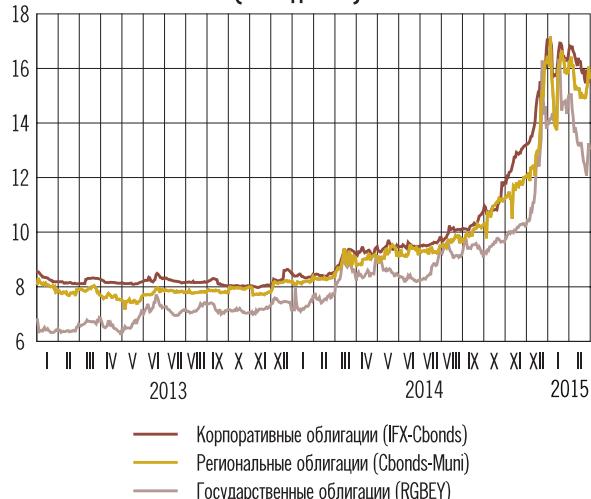
## Цены активов и долговой рынок

Ситуация на валютном рынке, решения Банка России в области денежно-кредитной политики, а также ожидания действий международных рейтинговых агентств в отношении суверенного кредитного рейтинга России и их последующая реализация были ключевыми факторами, определявшими динамику цен российских финансовых активов в конце 2014 – начале 2015 годов.

В первой половине декабря 2014 г. из-за ускорившегося снижения мировых цен на нефть и ослабления рубля ситуация на основных сегментах российского фондового рынка существенного ухудшилась. На фоне ожидавшегося участниками рынка активного повышения Банком России ключевой ставки доходности корпоративных и государственных облигаций увеличились на 1 и 3 процентных пункта соответственно, а после резкого повышения в средине декабря ключевой ставки прибавили в среднем еще около 3 процентных пунктов и достигли максимумов, наблюдавшихся в наиболее острую фазу кризиса 2008–2009 годов.

В дальнейшем по мере снижения напряженности на валютном рынке, а также благодаря предпринятым Банком России мерам по стабилизации ситуации на внутреннем финансовом рынке конъюнктура фондового рынка улучшилась. В сегменте государственных ценных бумаг

**Доходность облигаций (% годовых)**



Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру

**Темпы роста индексов акций Московской Биржи (%)\***

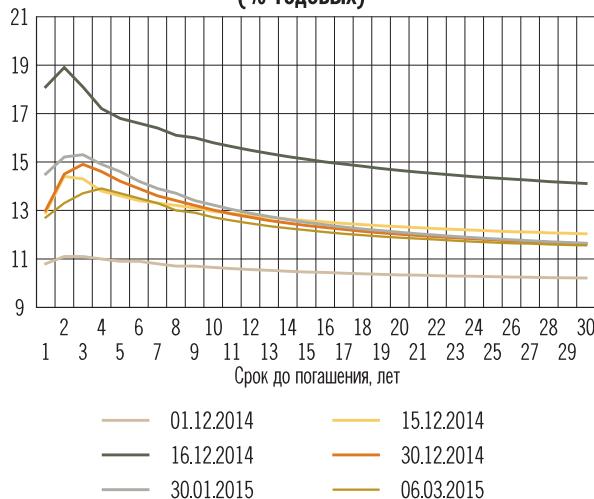


\* За 100% приняты значения индексов на 1.01.2014.

Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

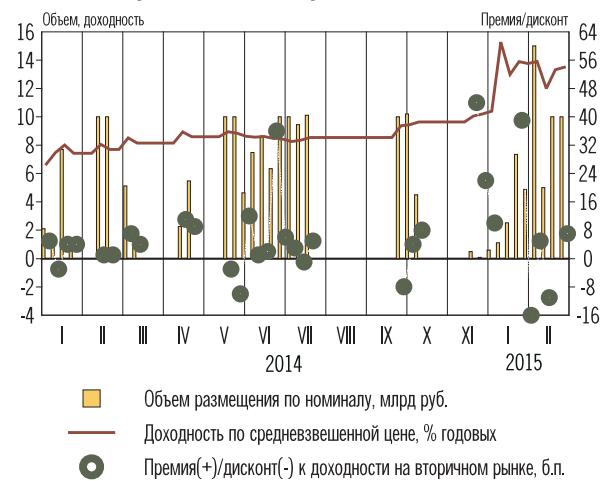
со второй половины января 2015 г. наметилось снижение доходности облигаций федерального займа (ОФЗ), ускорившееся после принятия Банком России решения о снижении ключевой ставки в конце января. Рублевый индекс ММВБ к середине февраля достиг своего многолетнего максимума. В то же время долларовый индекс РТС, хотя и повысился, оставался на относительно низком уровне. Лишь в конце февраля цены акций и облигаций подверглись небольшой понижательной коррекции в связи с пересмотром международным рейтинговым агентством Moody's суверенного кредитного рейтинга России до уровня ниже инвестиционного. При этом сохраняющаяся инверсия на долгосрочном участке кривой доходности ОФЗ

### Срочная структура бескупонной доходности ОФЗ (% годовых)



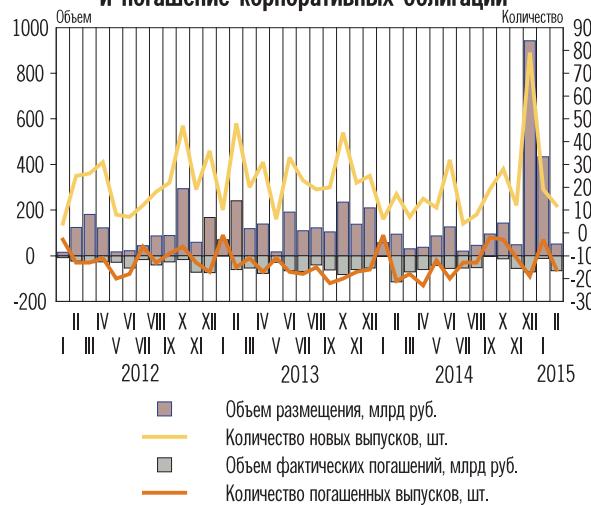
Источник: ФБ ММВБ, рассчитано по методике, разработанной совместно с Банком России.

### Аукционы Минфина России по размещению/доразмещению ОФЗ



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

### Первичное размещение на ФБ ММВБ и погашение корпоративных облигаций



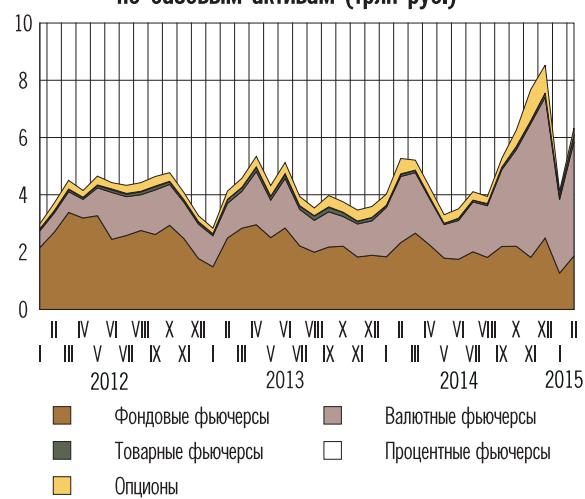
Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру, расчеты Банка России.

по-прежнему свидетельствует об ожиданиях участников рынка снижения процентных ставок в среднесрочной перспективе.

Дальнейший рост цен российских активов во II–III кварталах 2015 г. будут сдерживать сохранение геополитических и экономических рисков, а также произошедшее снижение суверенного кредитного рейтинга России.

Несмотря на повышенную волатильность доходности облигаций на вторичном рынке, активность российских эмитентов на первичном рынке в декабре 2014 г.– январе 2015 г. была относительно высокой. С учетом складывавшейся рыночной конъюнктуры Минфин России в рассматриваемый период гибко корректиро-

### Структура торгов срочными биржевыми контрактами по базовым активам (трлн руб.)



Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

вал свою политику внутренних заимствований (объемы эмиссий и срочность выпусков). Со второй половины января эмитент запустил в обращение новый инструмент – ОФЗ со ставкой купона, привязанной к ставке денежного рынка, что может позволить в будущем избежать дополнительной нагрузки на бюджет. Увеличение объема выпуска ОФЗ наряду с ростом объема размещений на внутреннем рынке корпоративных облигаций, в том числе обусловленным ограниченным доступом российских компаний и банков к внешнему фондовому рынку, способствовали существенному увеличению к концу февраля 2015 г. совокупного объема облигаций, обращающихся на внутреннем рынке.

При этом основной вклад в этот рост внесло размещение крупных выпусков облигаций ОАО «Роснефть» в конце декабря 2014 г. и в январе 2015 года. Активность на первичном рынке в ближайшие месяцы может заметно снизиться на фоне замедления экономической активности, сохраняющейся относительно высокой стоимости заимствований и ухудшения финансового состояния отдельных эмитентов.

Вследствие стабилизации ситуации на рынках базовых активов в январе-феврале 2015 г. наблюдалось некоторое снижение активности операций с деривативами после ее резкого роста в ноябре-декабре 2014 года. При этом улучшение понимания субъектами экономики необходимости управления валютными рисками в условиях плавающего валютного курса, а также усиление роли процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики должны способствовать росту объемов операций по хеджированию валютных и процентных рисков в будущем.

В условиях усиления в IV квартале 2014 г. экономической неопределенности интерес населения к инвестированию в жилую недвижимость заметно увеличился, в то же время рост индексов цен на первичном и вторичном рынках жилья уступал росту индекса потребительских цен. На фоне прогнозируемого охлаждения экономики, сопровождающегося замедлением роста кредитования и снижением доходов населения, темпы роста цен на жилую недвижимость

в ближайшие кварталы будут существенно ниже темпов инфляции.

## Кредитные и депозитные операции банков

В конце 2014 г. и начале 2015 г. в банковском секторе сохранялась тенденция к снижению склонности к риску у основных групп участников рынка, проявляющаяся, в частности, в активизации операций с более крупными и надежными контрагентами, доля которых в общем объеме операций росла. При этом в рассматриваемый период усилилось влияние изменений ключевой ставки Банка России на параметры и объемы операций кредитных организаций. В декабре 2014 г., после повышения ключевой ставки Банка России, банки повышали ставки по депозитам населения и организаций, причем рост депозитных ставок существенно превышал рост кредитных ставок. Это было связано с усиливающейся конкуренцией за вкладчиков между банками в условиях удорожания и снижения доступности других источников фондирования, в том числе внешних заимствований.

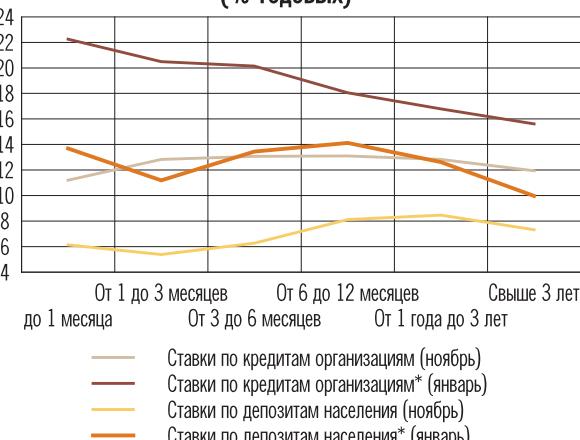
Рост депозитных ставок в декабре 2014 г. был неоднородным. Во-первых, отражая ожидания снижения ставок в среднесрочной перспективе, рост долгосрочных ставок заметно отставал от роста краткосрочных (увеличение на 3,3 и 6,0 п.п. соответственно). Неоднородность роста ставок сказалась на структуре де-

**Динамика индексов цен на жилье и потребительские товары (квартал в % к соответствующему кварталу предыдущего года)**



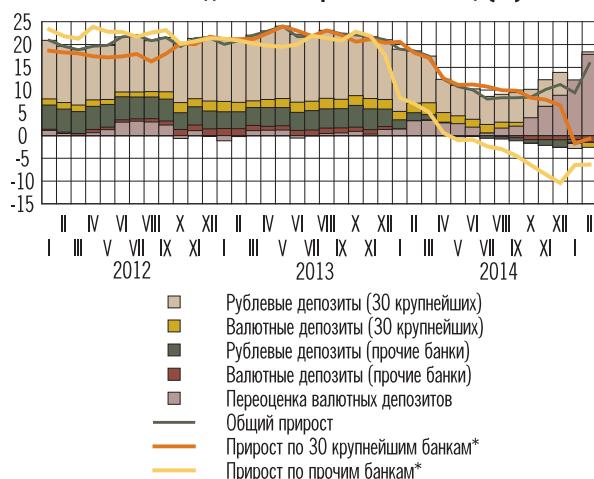
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Срочная структура ставок по рублевым банковским операциям в ноябре 2014 г. и январе 2015 г. (% годовых)**



\* Данные за январь - по предварительной оценке.  
Источник: Банк России.

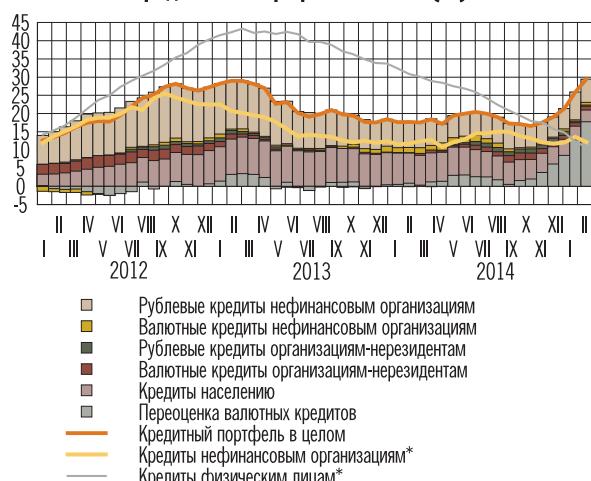
### Вклад отдельных элементов в годовой прирост банковских депозитов физических лиц (%)



\* С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

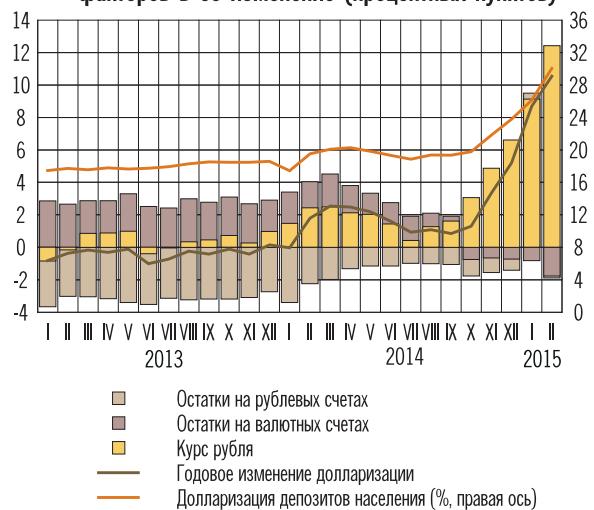
### Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (%)



\* С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

### Динамика долларизации и вклад отдельных факторов в ее изменение (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

позитных операций населения: за период с декабря 2014 г. по январь 2015 г. рублевые вклады сроком до 1 года возросли более чем в 1,6 раза, тогда как долгосрочные депозиты за тот же период сократились на 22%.

Во-вторых, в условиях снижения склонности населения к риску, что сопровождалось перетоком вкладов в крупные банки, а также возросшего в конце 2014 г. спроса населения на наличные деньги мелкие и средние банки были вынуждены повышать ставки по депозитам опережающими темпами, чтобы сохранить вкладчиков (на фоне ужесточившейся конкуренции за вкладчиков отдельные крупные банки так-

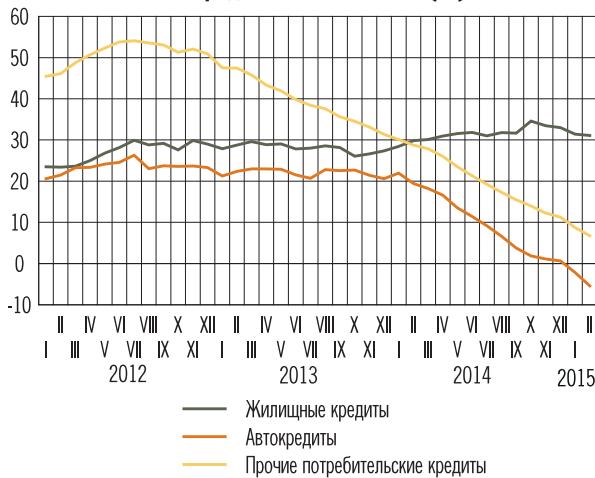
### Годовые темпы прироста объема кредитов отдельным группам отраслей экономики (с исключением валютной переоценки), %



Источник: Банк России.

же существенно повысили депозитные ставки). В результате заметно расширился разброс депозитных ставок внутри банковского сектора, что привело к активному перетоку средств вкладчиков между банками. В декабре обороты депозитного рынка увеличились почти вчетверо по сравнению с ноябрем при том, что общий объем депозитов по итогам месяца незначительно сократился. Такая динамика показателей свидетельствует о массовых досрочных изъятиях вкладов с целью их переоформления по новой, более высокой ставке, или перемещения в другой банк. Суммарный объем новых депозитных договоров, заключенных в дека-

**Годовые темпы прироста задолженности по кредитам населению\* (%)**



\*По данным разделов 1 и 3 формы отчетности 0409115.

Источник: Банк России.

брю-январе, составил около 50% от общих обязательств банков по рублевым депозитам населения на 1 февраля 2015 года.

Уже в январе, оценив возросшую стоимость розничного фондирования, ряд крупных банков начал корректировать ставки по своим депозитам, особенно долгосрочным, в сторону снижения. После принятия Банком России решения о понижении ключевой ставки в конце января 2015 г. умеренное снижение депозитных ставок наблюдалось уже по более широкой группе банков.

В то же время в целом возросший уровень депозитных ставок способствовал стабилизации рынка депозитов населения. Годовые темпы прироста рублевых депозитов населения в банках<sup>2</sup>, на 1 января 2015 г. ушедшие в отрицательную область, на начало февраля показали небольшое, но положительное значение – 0,6%. По предварительным данным, приток средств на рублевые депозиты населения сохранился и в феврале.

Несмотря на ослабление рубля в конце 2014 г., население продолжало сокращать объем средств на валютных депозитах, отдавая предпочтение наличной иностранной валюте.

<sup>2</sup> Здесь и далее в данном подразделе показатели банковского сектора даны по отчетности действующих кредитных организаций, внесенных в Книгу государственной регистрации на отчетную дату. Данные на графиках (кроме процентных ставок и индексов условий банковского кредитования) даны на начало периода.

**Годовые темпы прироста задолженности по кредитам организациям и индивидуальным предпринимателям\* (%)**



\*По данным отчетности по форме 0409302, с исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

Годовые темпы прироста валютных депозитов с октября 2014 г. демонстрируют отрицательные значения. При этом рост долларизации депозитов населения, отмечавшийся в рассматриваемый период, был обусловлен исключительно ростом рублевой стоимости валютных депозитов.

Наблюдаемый в течение большей части 2014 г. переток средств вкладчиков в крупнейшие банки, традиционно отличающиеся более консервативной политикой, в сочетании со снижением склонности к риску способствовали дальнейшему замещению более рискованных направлений кредитования менее рискованными: в розничном сегменте кредитного рынка потребительское кредитование замещалось ипотечным, в корпоративном сегменте расширялось кредитование крупных компаний на фоне сокращения кредитования малого бизнеса. При этом в целом менее рискованное корпоративное кредитование росло быстрее, чем розничное кредитование.

В корпоративном кредитном портфеле устойчиво увеличивалась доля таких отраслей, как добывающая промышленность, металлургия, транспорт и связь, и снижалась доля традиционно более закредитованных отраслей (прежде всего торговли и сельского хозяйства).

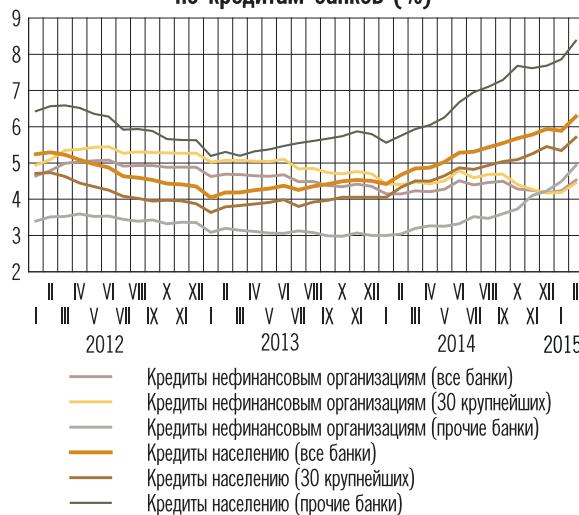
Следует отметить, что замещение розничного кредитования корпоративным, а также сдвиги в структуре корпоративного кредитного портфеля могут объясняться не только переходом

**Индексы условий кредитования (пунктов)**

Источник: Банк России.

**Денежные агрегаты (% ВВП)**

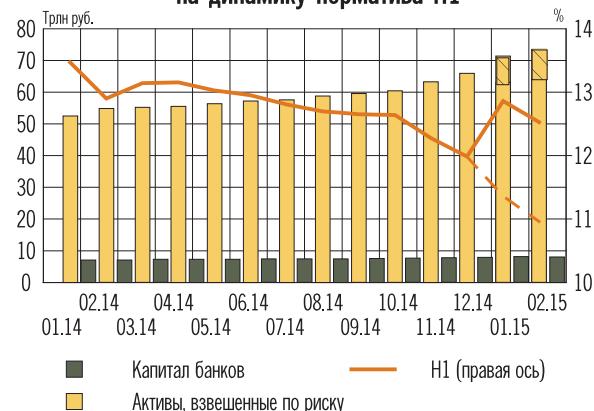
Источник: Банк России.

**Просроченная задолженность по кредитам банков (%)**

Источник: Банк России.

банков к более осторожной политике, но и разогнали спросом на кредиты со стороны крупных российских компаний, столкнувшихся с затруднениями при привлечении заимствований на внешних рынках.

В результате более жесткого подхода банков к выбору заемщиков, несмотря на заметное удешевление фондирования, рост среднерыночных кредитных ставок в декабре был умеренным, существенно отставая от роста ставок по депозитам, облигациям или отдельным кредитным продуктам некоторых банков. Дополнительным фактором, обусловившим незначительный рост кредитных ставок в декабре, являлась длительная процедура согласования

**Влияние изменения порядка переоценки на динамику норматива Н1**

\* Штриховкой выделена часть активов, не включаемая в расчет норматива Н1. Пунктиром изображена динамика норматива Н1 в случае, если бы не были введены специальные пруденциальные меры.

Источник: Банк России.

условий кредитного договора. Часть кредитов, предоставленных в декабре, составляли кредиты, согласование условий по которым началось в предыдущие месяцы. Ставки по этим кредитам отражали конъюнктуру кредитного рынка в предшествующем периоде и снижали среднерыночную кредитную ставку. При этом, по предварительным оценкам, в январе 2015 г. рост кредитных ставок заметно ускорился, исчерпав большую часть потенциала их роста.

Несмотря на снижение депозитных ставок в феврале, высокий уровень ставок по привлеченным в декабре-январе депозитам будет оказывать повышательное давление на кредитные ставки. В первом полугодии 2015 г. возможно-

сти их снижения будут ограничены, особенно в сегментах рынка, связанных с более высоким риском (потребительское кредитование, кредитование малого бизнеса).

Рост кредитных ставок в рассматриваемый период сопровождался ужесточением и неценовых условий кредитования. Основным направлением их ужесточения, по данным ежеквартального обследования условий банковского кредитования, в IV квартале 2014 г. являлось повышение требований к заемщику и обеспечению по кредитам<sup>3</sup>. Банки, участвующие в обследовании, планировали продолжить ужесточение ценовых и неценовых условий кредитования в первом полугодии 2015 года.

Повышение процентных ставок в сочетании с ужесточением неценовых условий банковского кредитования может являться одной из причин сокращения спроса на кредиты, отмечающегося на большинстве сегментов рынка. По результатам обследования, банки ожидают снижения спроса на кредиты вплоть до июня 2015 года.

Сокращение спроса на кредиты ведет к дальнейшему снижению годовых темпов роста кредитного портфеля. При этом на фоне наблюдавшегося увеличения доли просроченной задолженности, в первую очередь по розничным кредитам, можно ожидать, что склонность банков к риску будет оставаться низкой или продолжит снижаться. Соответственно, в краткосроч-

ной перспективе будут сохраняться тенденции изменения структуры кредитного рынка, связанные с более жестким отбором заемщиков. В сочетании с ожидаемым снижением экономической активности это будет способствовать дальнейшему снижению годовых темпов роста кредитования, что, в свою очередь, будет сдерживать рост денежных агрегатов и вести к замедлению роста монетизации экономики.

Замедление роста кредитования, увеличение просроченной задолженности по кредитам и опережающий рост ставок по банковским пассивам ведут к ухудшению финансового положения российского банковского сектора. По итогам января 2015 г. российские банки получили убыток в сумме 24 млрд руб. (в январе 2014 г. – 93 млрд руб. прибыли). Основным источником убытка стало резкое увеличение резервов на возможные потери. В то же время благодаря введенным Банком России в декабре 2014 г. временными изменениями порядка оценки и классификации активов и обязательств кредитных организаций, отрицательные финансовые результаты банков не привели к ухудшению выполнения пруденциальных нормативов. Введение указанных регулятивных мер и запуск государственной программы докапитализации банков через механизм ОФЗ будут сглаживать в ближайшие кварталы возможное сдерживающее влияние нормативов на кредитную активность банков.

<sup>3</sup> Обследование проводилось в январе 2015 года.

## 1.3. Внутренние экономические условия

Замедление экономического роста, наблюдавшееся в 2014 г., было обусловлено в большей степени структурными факторами, в то время как ожидаемое снижение совокупного выпуска в первом полугодии 2015 г., которое, по оценкам, может составить около 2% к соответствующему периоду предыдущего года, будет носить главным образом циклический характер.

В 2014 г. произошло изменение структуры совокупного спроса: существенно увеличился положительный вклад в прирост ВВП чистого экспорта. В первом полугодии 2015 г. чистый экспорт будет единственным компонентом спроса, вносящим положительный вклад в экономический рост на фоне охлаждения инвестиционной и потребительской активности.

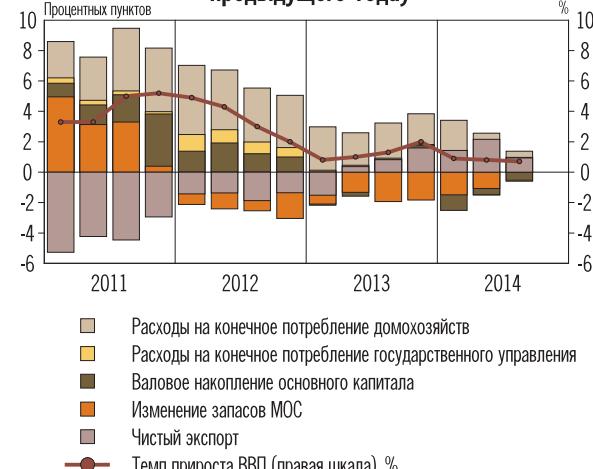
Рост потребительских цен в IV квартале 2014 г. – начале 2015 г. значительно ускорился главным образом под влиянием ослабления рубля. С учетом распределенного во времени влияния на цены динамики курса рубля инфляция в ближайшие месяцы прогнозируется на повышенном уровне. Годовые темпы роста потребительских цен достигнут своего пика во II квартале 2015 г., с последующим замедлением по мере возвращения курса к уровню, формируемому фундаментальными факторами, и нормализации инфляционных ожиданий. Сдерживать рост цен будет отрицательный разрыв выпуска.

### Спрос

В 2014 г. нарастание геополитических рисков, введение экономических санкций в отношении России и резкое падение цен на нефть обусловили охлаждение экономической активности. Кроме того, сдерживающее влияние на экономический рост оказывали факторы, носящие структурный характер. Темп прироста ВВП в 2014 г., как и ожидалось, снизился до 0,6% после 1,3% в 2013 году.

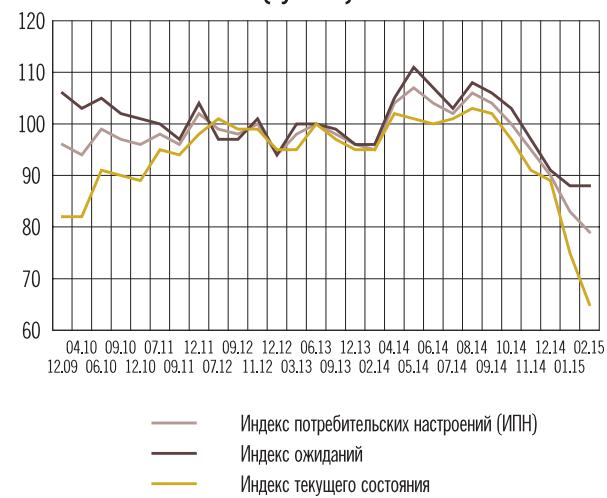
В 2014 г. изменилась структура совокупного спроса. Существенно сократился вклад потребительского спроса в экономический рост. Го-

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Потребительские настроения населения (пунктов)

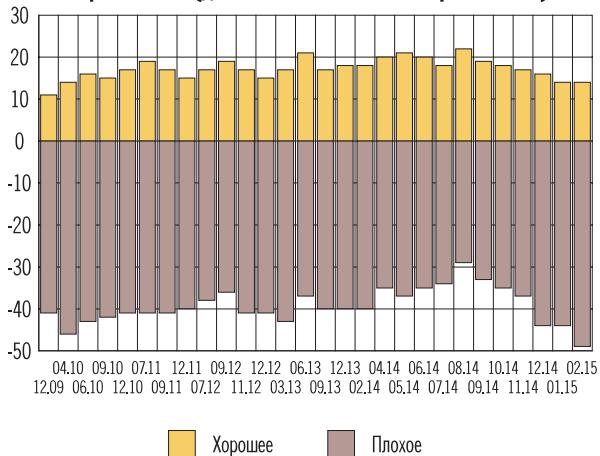


Источник: данные опроса ФОМ.

довые темпы роста расходов на конечное потребление домашних хозяйств в 2014 г. снизились до 1,9% с 5,9% в 2013 г., несмотря на локальный всплеск ажиотажного спроса под влиянием повышения инфляционных и девальвационных ожиданий населения в конце 2014 года. В условиях замедления темпов прироста реальных зарплат (с 4,8% в 2013 г. до 1,3% в 2014 г.), потребление поддерживалось за счет снижения склонности населения к сбережению. Так, доля сбережений населения в располагаемых денежных доходах снизилась до 7,8% с 11,1% в 2013 году.

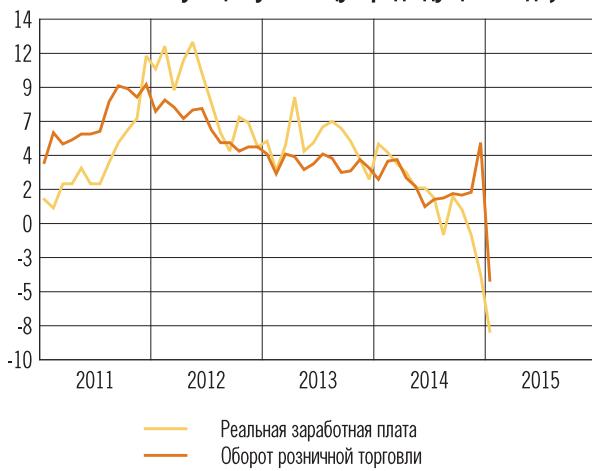
В течение 2015 г. ожидается дальнейшее сокращение расходов домашних хозяйств на ко-

**Если говорить в целом, то, как Вы считаете, сейчас хорошее или плохое время для того, чтобы делать сбережения? (данные в % от всех опрошенных)**



Источник: данные опроса ФОМ.

**Динамика реальной заработной платы и оборота розничной торговли (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



Источник: Росстат.

нечное потребление. Сжатие потребительского спроса будет происходить на фоне снижения реальных заработных плат (как в частном, так и в государственном секторе, с учетом ограниченной индексации заработных плат работникам бюджетных секторов). Кроме того, восстановление склонности населения к сбережениям при сохранении процентных ставок по банковским депозитам на высоком уровне, а также ухудшение потребительских настроений также будут сдерживать расходы на конечное потребление.

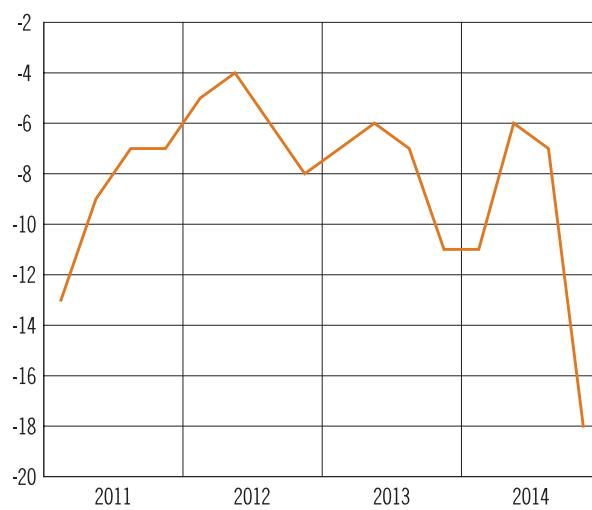
Отчетные данные за январь 2015 г. подтверждают указанные тенденции. Розничные продажи сократились по сравнению с соответствую-

**Динамика оборота розничной торговли**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Индекс потребительской уверенности (%)**



Источник: Росстат.

ющим периодом предыдущего года (на 4,4%). Снижение продаж произошло как в сегменте продуктов питания, так и непродовольственных товаров. По данным опроса Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ), проведенного в конце января 2015 г., каждый пятый россиянин перешел к приобретению более дешевых продуктов питания или вовсе отказался от покупки некоторых товаров (23% от опрошенных). Об ухудшении потребительских ожиданий свидетельствует снижение индексов потребительской уверенности (Росстат) и потребительских настроений Фонда общественного мнения (ФОМ).



Источник: Росстат.



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В I и II кварталах 2015 г. снижение расходов на конечное потребление прогнозируется в диапазоне 2–2,5% к соответствующему периоду предыдущего года (расходы на потребление услуг традиционно будут отличаться большей стабильностью, чем расходы на покупку товаров).

Вклад валового накопления в прирост ВВП в 2014 г. был отрицательным вследствие снижения как инвестиций в основной капитал, так и запасов материальных оборотных средств. Напряженная geopolитическая обстановка, нарастание экономических рисков, удорожание импортируемых инвестиционных товаров, снижение сальдинированного финансового результата предприятий, ухудшение неценовых усло-

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Структура инвестиций в основной капитал малых организаций по видам деятельности в III квартале 2014 г. (в % от общего объема инвестиций малых организаций в основной капитал)**



Источник: Росстат.

вий кредитования и рост стоимости кредитных ресурсов, вызванные в том числе ограничением доступа российских компаний к международным финансовым рынкам, привели к снижению (на 2,7%) вложений в основной капитал в 2014 г. по сравнению с предыдущим годом.

В 2014 г. инвестиции государственного и инфраструктурного секторов продемонстрировали небольшое снижение, тогда как частные инвестиции сократились гораздо более значительно (на 3,5% к предыдущему году).

Высокая экономическая неопределенность, дальнейшее ухудшение финансового состояния предприятий и дорогие заемные ресурсы будут способствовать сохранению тенденции



Источники: Росстат, расчеты Банка России, Российский экономический барометр.

к сокращению частных капитальных вложений в первом полугодии 2015 года. Наибольший вклад в негативную динамику капиталовложений могут внести строительство и операции с недвижимым имуществом. Незначительную поддержку инвестиционной активности может оказывать сельское хозяйство благодаря процессам импортозамещения и росту кредитования аграрного сектора на фоне принимаемых мер государственной поддержки.

Сокращение инвестиционных программ в электроэнергетике и перенос нефтегазовых проектов на более поздние сроки станут причинами значительного падения инвестиционного спроса в инфраструктурном секторе.

Недостаток бюджетных средств, в свою очередь, приведет к снижению инвестиционной активности в государственном секторе. Однако реализация запланированных на 2015 г. проектов по модернизации БАМа, Транссиба, «Ямал СПГ» и строительству ЦКАДа, вероятно, сделает снижение государственных капиталовложений менее значительным по сравнению с падением инфраструктурных и частных инвестиций.

В целом ожидается усиление спада инвестиционного спроса в первом полугодии 2015 года. По оценкам, сокращение валового накопления основного капитала может составить 6–7% в первом полугодии 2015 г. (в январе 2015 г. инвестиции в основной капитал снизились на 6,3% к соответствующему периоду предыдущего года).

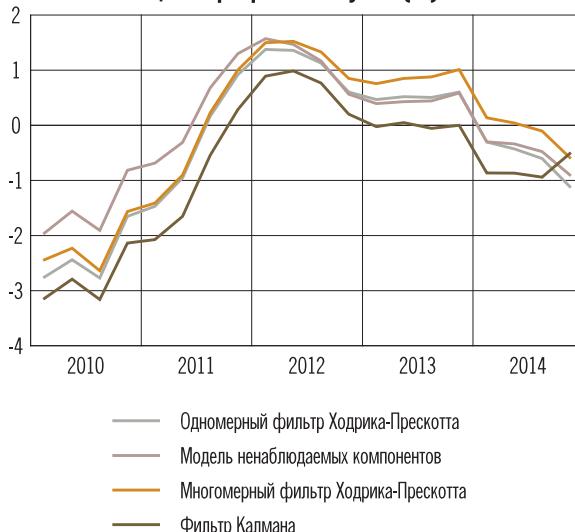
Сжатие внутреннего спроса наряду с ослаблением рубля обусловили в 2014 г. увеличение вклада чистого экспорта в экономический рост. Ожидается, что в первом полугодии 2015 г. чистый экспорт станет единственным компонентом совокупного спроса, вносящим положительный вклад в темпы прироста ВВП.

Таким образом, по оценкам, в первом полугодии 2015 г. ВВП может сократиться приблизительно на 2%. При этом замедление будет носить в основном циклический характер, что обусловит углубление отрицательного разрыва выпуска в первом полугодии 2015 г. до 3–4%.

## Предложение

Данные о произведенном ВВП в 2014 г. указывают на то, что ослабление активности затронуло практически все виды деятельности. Как и в предыдущие годы, годовой темп прироста валовой добавленной стоимости (ВДС) обеспечивался в основном за счет ее увеличения в секторе посреднических услуг (операции с недвижимым имуществом, финансовые услуги). Вклад этого сектора сократился до 0,6 процентного пункта против 0,9 процентного пункта в 2013 году. Уменьшение вклада финансовых услуг отчасти может быть обусловлено сокращением процентной маржи банков в условиях удорожания внутреннего фондирования и введенных ограничений доступа на мировые рынки капитала. Вклад в ВДС добывающих производств, производства и распределения ЭГВ,

### Оценки разрыва выпуска (%)



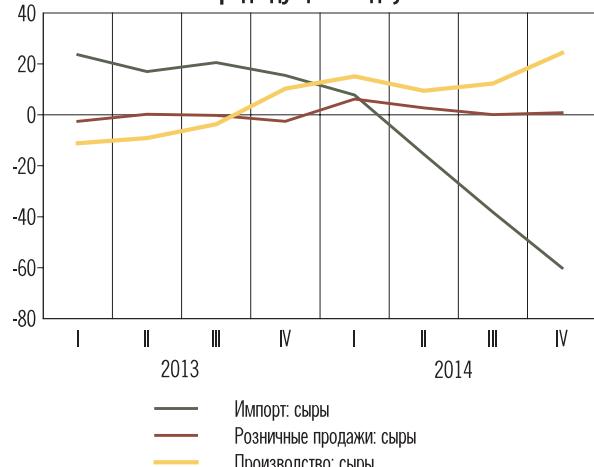
Источник: расчеты Банка России.

### Индексы предпринимательской уверенности по видам деятельности (с исключением сезонного фактора)



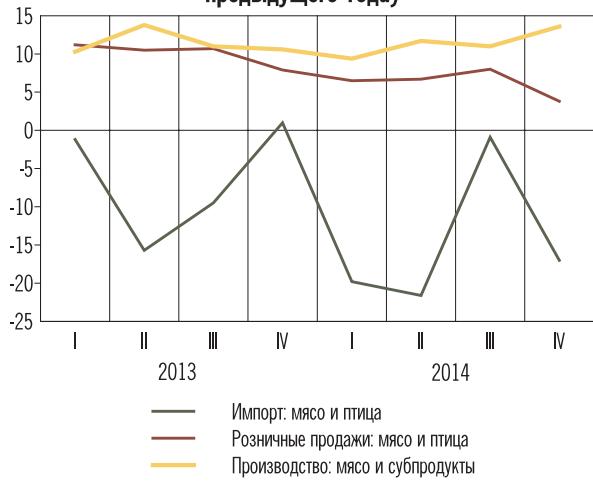
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Импорт, производство и розничные продажи сырьевых товаров (прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, Федеральная таможенная служба, расчеты Банка России.

### Импорт, производство и розничные продажи мяса и птицы (прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)

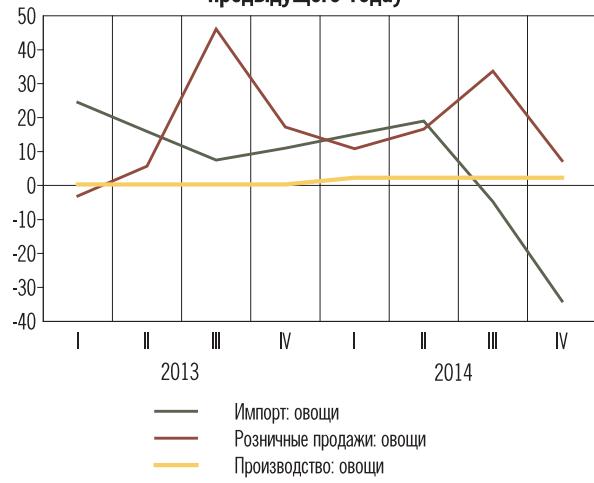


Источники: Росстат, Федеральная таможенная служба, расчеты Банка России.

строительства, транспорта был небольшим или отрицательным. Хороший урожай в 2014 г. обеспечил положительный вклад производства продукции сельского хозяйства.

На 0,4 процентного пункта прирост ВДС был обеспечен выпуском в обрабатывающей промышленности. При этом рост в данном секторе экономики обеспечивался главным образом за счет производств, ориентированных на экспорт (производство кокса и нефтепродуктов, металлургия), в то время как отрасли, ориентированные на внутренний инвестиционный спрос (производство машин и оборудования, производство электрооборудования), стагнировали.

### Импорт, производство и розничные продажи овощей (прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, Федеральная таможенная служба, расчеты Банка России.

Среди производств, ориентированных на внутренний потребительский спрос, положительные темпы роста наблюдались только в пищевой промышленности. При этом значительный рост выпуска наблюдался в IV квартале 2014 г. лишь по отдельным товарным группам, попавшим под введенные импортные ограничения (мясо и мясопродукты, производство сыров).

Эконометрические оценки указывают на достаточно ограниченный потенциал импортозамещения в экономике в целом. По оценкам, импорт пищевых продуктов чувствителен к изменениям валютного курса: эластичность им-

**Темп прироста производства по видам деятельности, ориентированным на потребительский спрос (в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



**Темп прироста производства по видам деятельности, ориентированным на экспорт (в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



порта пищевых продуктов по курсу близка к 1 (то есть при снижении реального эффективного курса рубля на 1% импорт этих товаров снижается на 1%). С другой стороны, анализ влияния изменений валютного курса на выпуск показал, что влияние курса на производство в этом виде деятельности оказывается незначимым, как и для отраслей, ориентированных на внутренний потребительский спрос в целом. Это свидетельствует о том, что активизацию процессов импортозамещения можно ожидать лишь в производстве отдельных товаров, что и наблюдалось в конце 2014 года.

Эластичность импорта по обменному курсу превышает 1 для таких категорий товаров,

**Сальнированный финансовый результат\* в 2012-2014 гг. по крупным и средним российским организациям (прирост в % к предыдущему году)**



\* Прибыль (убыток) до налогообложения.

Источник: Росстат.

как бензин, одежда, машины и оборудование, лекарства, транспортные услуги иностранного производства. Однако значимого положительного влияния курса на выпуск в данных отраслях обнаружено не было.

С другой стороны, положительное воздействие обесценение рубля оказывает на выпуск в экспортно ориентированных отраслях, в частности в производстве нефтепродуктов, химическом и металлургическом производстве.

Таким образом, при наличии ограничений со стороны спроса ожидается, что поддержку экономическому росту будут в основном оказывать экспортно ориентированные производства. Положительными темпами, вероятно, будет расти выпуск в пищевой промышленности за счет роста производства отдельных категорий товаров, на которые распространяются торговые ограничения. Наибольший спад ожидается в производстве высокотехнологичной продукции, а также в строительстве (единственный вид экономической деятельности, на выпуск в котором было обнаружено отрицательное влияние ослабления рубля).

Низкий спрос оказывал негативное влияние на финансовые показатели деятельности организаций в 2014 г. через снижение их выручки. В ряде видов деятельности оно дополнялось ростом затрат из-за ужесточения ценовых и неценовых условий заимствований на внутренних и внешних рынках, ограниченными возможностями повышения цен на готовую

### Оценка «курса нулевой рентабельности»<sup>1</sup>

Вид деятельности	«Курс нулевой рентабельности», руб./долл. США	Справочно: доля в ВДС (2013 г.), %
Добыча полезных ископаемых	— <sup>2</sup>	10,8
Металлургическое производство	— <sup>2</sup>	1,6
Химическое производство	— <sup>2</sup>	1,1
Обработка древесины и производство изделий из дерева	— <sup>2</sup>	0,3
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	— <sup>2</sup>	0,5
Производство резиновых и пластмассовых изделий	— <sup>2</sup>	0,3
Транспорт	— <sup>2</sup>	6,6
Связь	387	1,9
Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	137	18,2
Производство готовых металлических изделий	68	0,4
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	59	0,5
Текстильное и швейное производство	54	0,2
Строительство	54	7,2
Производство машин и оборудования (без производства оружия и боеприпасов)	52	0,8
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	48	2,4
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	47	0,7
Производство транспортных средств и оборудования	36	1,3
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	29	0,0

<sup>1</sup> При учете прямого и косвенного влияния курсовой динамики на затраты и финансовый результат от экспорта.

<sup>2</sup> При ослаблении рубля рентабельность бесконечно возрастает.

Источник: расчеты Банка России

продукцию из-за жестких тарифных ограничений. По итогам 2014 г. положительное сальдо прибылей и убытков в целом в экономике<sup>1</sup> сложилось на 9,1% меньше сопоставимого показателя 2013 года.

Влияние ослабления рубля на финансовые результаты организаций в 2014 г. было разнонаправленным. Итоговое воздействие определялось соотношением между возросшими затратами на импорт и доходами от экспортных операций.

Анализ влияния ослабления рубля на рентабельность основных видов экономической деятельности<sup>2</sup> показал, что «выиграли» от ослабления экспортно ориентированные виды деятельности (добыча полезных ископаемых, базовая деревообработка и производство целлюлозы и древесной массы, производство химических удобрений, а также сырья для изготовления пластиковых изделий, изготовление проката черных и цветных металлов), где по-

ложительный вклад растущей экспортной выручки в финансовый результат превысил негативное влияние курсовой динамики на затраты. По итогам 2014 г. положительное сальдо прибылей и убытков в добывче полезных ископаемых на 54,4% превысило сопоставимый показатель 2013 г.; оно сформировало почти половину сальдированного финансового результата в экономике. В металлургическом производстве сальдированная прибыль возросла на 65,0% (дополнительным фактором стало улучшение конъюнктуры мировых товарных рынков).

Достаточно большой «запас прочности» к ослаблению рубля, по оценкам, имеют транспорт, связь, торговля. Однако влияние снижения спроса оказалось более существенным, в результате сальдированный финансовый результат в этих видах деятельности сократился по сравнению с предыдущим годом.

В большинстве прочих видов деятельности ослабление рубля ухудшило финансовый результат (особенно заметно – в производстве транспортных средств и оборудования, производстве кожи, изделий из кожи, производстве обуви). В целом в обрабатывающих производствах положительный сальдированный финансовый результат в 2014 г. был на 43,9% меньше, чем в 2013 году.

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

<sup>2</sup> Использован подход НИУ ВШЭ – Фонда экономических исследований «Центр развития» (Бюллеть «Комментарии о государстве и бизнесе». 2014. № 63). При оценке «нулевой рентабельности» учитывалось влияние курса на затраты и доходы.

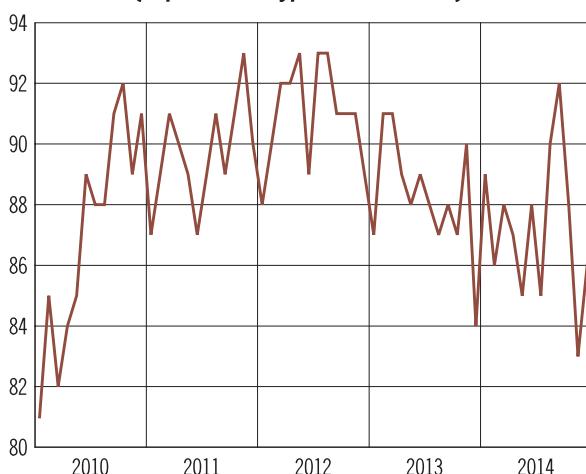
## Рынок труда

В 2014 – начале 2015 г. в условиях ухудшения финансовых показателей организации оптимизировали свои стратегии в области занятости и оплаты труда. Продолжились наблюдаемые со второй половины 2012 г. тенденции к снижению загрузки рабочей силы. Компании, не имея возможности полностью перенести растущие издержки в цену выпускаемой продукции, предпочитали ограничивать рост трудовых компенсаций, при этом сохраняя численность персонала, возможно, в расчете на восстановительный рост в будущем. Так, темп прироста номинальной начисленной заработной платы в целом в экономике замедлился, по предварительным

данным, до 9,2% в 2014 г. против 11,5–13,9% в предыдущие четыре года; в январе 2015 г. он составил 5,8% (по отношению к январю 2013 г.).

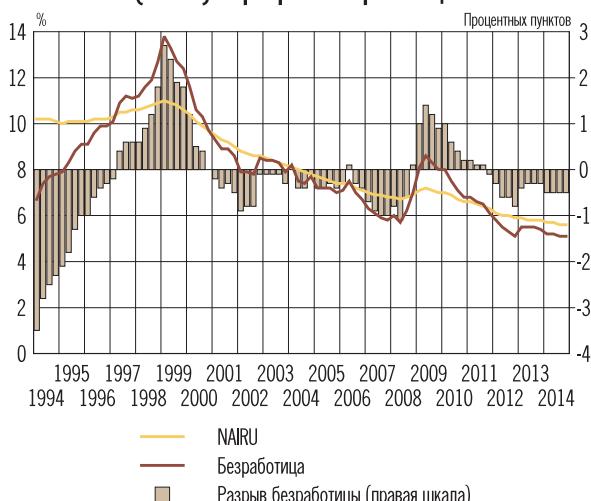
Темпы прироста реальной заработной платы снижались в течение всего 2014 года. В IV квартале на фоне ускорившейся инфляции они были отрицательными (снижение составило 1,7% по отношению к сопоставимому периоду 2013 г., в том числе в декабре – 4,0%). В целом за 2014 г. рост реальной заработной платы, по предварительным данным Росстата, замедлился до 1,3% – минимального значения за последние пять лет. Результатом стало сокращение разрыва между этим показателем и ростом производительности труда.

**Загрузка наличной рабочей силы в промышленности  
(нормальный уровень = 100%)**



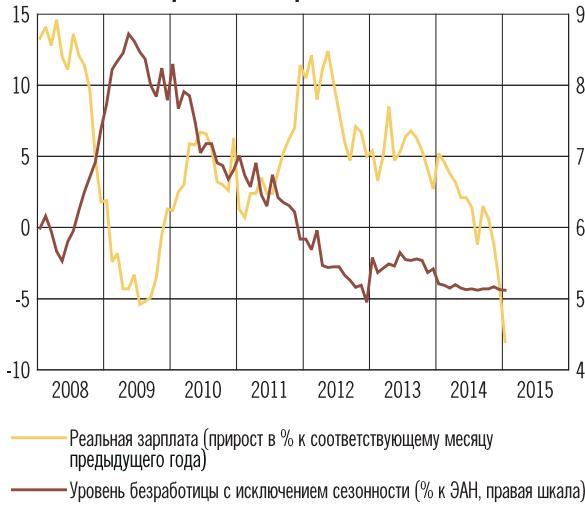
Источник: Российский Экономический Барометр.

**Инфляционно-нейтральный уровень безработицы (NAIRU) и разрыв безработицы**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Динамика уровня безработицы и реальной заработной платы**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Показатели неполной занятости  
(в % от общей численности занятых,  
с исключением сезонного фактора)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.



В начале 2015 г. снижение реальной заработной платы ускорилось, составив в январе, по оценке Росстата, 8,0%. В сложившихся усло-

виях ожидается, что в первом полугодии 2015 г. темпы роста реальных заработных плат сохранятся в отрицательной области. При этом, несмотря на охлаждение экономической активности, уровень безработицы оставался низким (5,0–5,2% с исключением сезонности в 2014 – начале 2015 г.). С одной стороны, его ограничивали долгосрочные демографические факторы, сформировавшие трендовое сокращение предложения рабочей силы, некомпенсируемое притоком трудовых мигрантов. С другой стороны, такая динамика уровня безработицы отражает особенности российского рынка труда: подстройка к изменившимся условиям происходит в первую очередь через изменение зарплат, а не через изменение занятости. В связи с этим, несмотря на прогнозируемое снижение выпуска, существенного роста безработицы в первом полугодии 2015 г. не ожидается.

## Влияние динамики валютного курса на экономическую активность

Снижение курса рубля в IV квартале 2014 г. оказалось более масштабным, чем в кризис 2008–2009 годов. По этой причине становится актуальной оценка влияния динамики валютного курса на основные макроэкономические показатели. В то время как влияние шоков валютного курса на уровень инфляции в России является достаточно глубоко исследованным вопросом и оценки авторов различаются лишь количественно (Катаранова, 2011<sup>1</sup>), макроэкономическая теория и эмпирические работы не дают однозначного ответа на вопрос, каким образом колебания валютного курса воздействуют на экономическую активность (Картаев, 2009<sup>2</sup>).

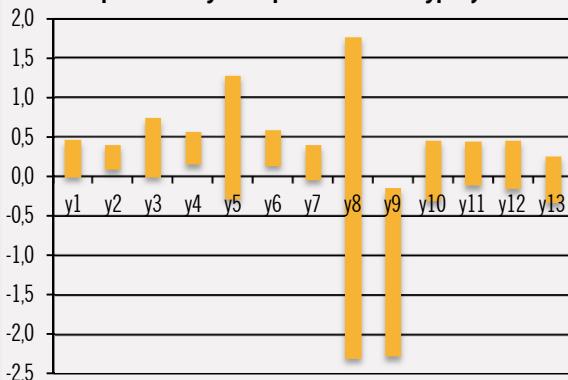
### Показатели экономической активности

Номер	Показатель (отрасль)
y1	Индекс базовых отраслей
y2 +	Отрасли, ориентированные и на внутреннее потребление, и на экспорт
y3	Отрасли, ориентированные на внутреннее потребление
y4 +	Экспорт нефти, металлов и химикатов
y5	Отрасли с высокой долей импорта в затратах
y6 +	Отрасли с низкой долей импорта в затратах
y7	Индекс промышленного производства
y8	Сельское хозяйство
y9 -	Строительство
y10	Грузооборот транспорта
y11	Розничная торговля
y12	Оптовая торговля
y13	Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака

Примечание: «+» означает положительное влияние снижения курса рубля на экономическую активность; «-» означает отрицательное влияние; отсутствие пометки говорит об отсутствии значимого влияния.

Источник: расчеты Банка России.

**Доверительные интервалы (95%) накопленного эффекта от шока реального эффективного курса на годовой прирост выпуска (процентные пункты, положительные значения соответствуют ускорению роста выпуска при снижении курса)**



Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Катаранова М. Связь между обменным курсом и инфляцией в России // «Вопросы экономики». 2010. № 1. С. 22–62.

<sup>2</sup> Картаев Ф. Эконометрическое моделирование взаимосвязи курса рубля и динамики ВВП // Вестник Московского университета. Серия 6: экономика. 2009. № 2.

Здесь представлена эконометрическая оценка влияния динамики реального эффективного валютного курса на экономическую активность в различных отраслях народного хозяйства. При этом основной интерес представляет не краткосрочный эффект от снижения курса, а накопленное влияние шоков на долгосрочные показатели. Выше приводятся оценки эффекта шоков валютного курса на годовые темпы роста выпуска с учетом мультиплективного эффекта.

Для проведения анализа была использована векторная авторегрессионная модель второго порядка с экзогенными переменными. В качестве эндогенных переменных в модель были включены индекс реального эффективного валютного курса, реальная процентная ставка, индекс выпуска, инфляция, прирост агрегата М2.<sup>3</sup> Для оценки использовались ежемесячные данные за период с марта 2005 г. по сентябрь 2014 года.

В качестве экзогенных переменных были использованы прирост цены на нефть марки «Юралс» и индекс волатильности Чикагской биржи VIX с целью учета внешней конъюнктуры. В результате используемую модель можно записать следующим образом:

$$Y_t = X_t \beta + Z_t \alpha + A^{-1} \Sigma \varepsilon_t,$$

где  $Y_t$  – вектор эндогенных переменных;

$Z_t$  – вектор экзогенных переменных;

$$X_t = I_k \otimes (y_{(t-1)}, y_{(t-2)});$$

$\beta$  и  $\alpha$  – матрицы коэффициентов перед регрессорами;

$A$  – матрица параметров, отвечающая за декомпозицию шоков;

$\Sigma$  – диагональная матрица стандартных отклонений шоков эндогенных переменных;

$\varepsilon_t$  – ортонормированные шоки.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что значимого влияния изменения курса рубля на агрегированные показатели – индекс базовых отраслей и индекс промышленного производства – не наблюдается. Одновременно с этим следует отметить положительное влияние снижения курса рубля на отрасли, ориентированные на экспорт, и в первую очередь – на экспортёров природных ресурсов и химикатов. Единичный отрицательный шок валютного курса (то есть обесценение рубля) приводит в среднем к дополнительным 0.36 п.п. роста выпуска в экспортно ориентированных отраслях. Вместе с тем среди рассматриваемых показателей снижение курса рубля оказывает негативное воздействие только на строительную отрасль (снижение темпов роста выпуска в среднем на 1.21 п.п. при единичном шоке курса). Влияние на остальные показатели, по оценкам, является либо незначимым, либо положительным. Более подробные данные по отраслям представлены в таблице. В рамках проверки устойчивости результатов модель была оценена с использованием номинальной ставки вместо реальной. Также стабильность откликов во времени была проверена при помощи модели с изменяющимися коэффициентами (Nakajima, 2011<sup>4</sup>).

### Результаты оценки по детализированным отраслям

Влияние снижения курса рубля	Отрасль
Положительное	Добыча полезных ископаемых (в том числе ТЭК). Обработка древесины и производство изделий из дерева. Целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность. Производство кокса и нефтепродуктов. Химическое производство. Производство резиновых и пластмассовых изделий. Производство прочих неметаллических минеральных продуктов. Металлургическое производство, производство готовых металлических изделий. Производство и распределение электроэнергии, газа и воды.
Отсутствует	Текстильное и швейное производство. Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви. Производство машин и оборудования. Производство электрооборудования, электронного и опт. оборудования. Производство транспортных средств и оборудования. Сельское хозяйство. Грузооборот транспорта. Пищевая промышленность. Розничная торговля.
Отрицательное	Строительство.

Данные результаты согласуются с экономической теорией – обесценение национальной валюты увеличивает конкурентоспособность отечественной продукции на зарубежных рынках. В то же время в случае, если доля затрат в иностранной валюте велика (если в производстве используется импортное оборудование или материалы), снижение курса ведет к росту издержек, что негативно сказывается на экономической активности.

Источник: расчеты Банка России.

<sup>3</sup> Подробнее см. Бадасен П., Картав Ф., Хазанов А. Эконометрическая оценка влияния валютного курса рубля на динамику выпуска // Препринты экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова. Серия EP1.

<sup>4</sup> Nakajima J., 2011. Time-Varying Parameter VAR Model with Stochastic Volatility: An Overview of Methodology and Empirical Applications // IMES Discussion Paper Series 11-E-09, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

## Бюджетная политика

В соответствии с данными Казначейства России в 2014 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 38,3% ВВП, непроцентные расходы – 37,6% ВВП, что выше аналогичных показателей за 2013 г. на 0,1 процентного пункта. Причиной роста расходов является выделение в декабре 2014 г. финансирования на докапитализацию системно образующих кредитных организаций. Данная капитализация также привела к небольшому ухудшению равномерности расходования бюджетных средств в течение года.

В условиях роста бюджетных доходов по отношению к ВВП, вызванного увеличением нефтегазовых поступлений на фоне снижения курса рубля, дефицит бюджетов бюджетной системы снизился относительно 2013 г. на 0,1 п.п., до 1,2% ВВП. При этом ненефтегазовый первичный дефицит увеличился на 0,4 процентного пункта и составил 10,9% ВВП.

По оценкам Банка России, сделанным на основе базового варианта прогноза, в 2015 г. доходы бюджетной системы Российской Федерации по отношению к ВВП снизятся относительно 2014 г. на 1,2 процентного пункта ВВП, что вызвано значительным сокращением нефтегазовых поступлений в связи с уменьшением цены на нефть. Расходы без корректировки на региональном уровне могут возрасти на 2,4 процентного пункта ВВП (используются расходы из Основных направлений бюджетной политики

на 2015–2017 гг. с предполагаемой корректировкой на 0,3 трлн руб. на уровне федерального бюджета). В этом случае дефицит возрастет на 3,6 процентного пункта, до 4,8% ВВП, при этом структурный ненефтегазовый первичный дефицит увеличится только на 0,7 процентного пункта, до 11,5% ВВП, что, в частности, объясняется эффектом существенного роста отрицательного разрыва выпуска.

По оценкам Банка России, в 2015 г. ожидается положительное влияние на рост совокупного спроса со стороны сектора государственного управления, которое без корректировки бюджетных расходов на региональном уровне может достигнуть 1,0 процентного пункта. Данный эффект, вероятно, останется положительным и с учетом возможной корректировки, в частности благодаря предполагаемому дополнительному эффекту от инвестирования части средств Фонда национального благосостояния.

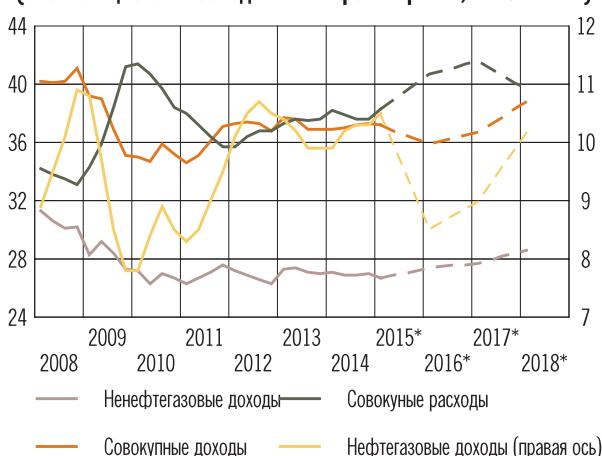
По оценкам Банка России, в 2015 г. расходование средств Резервного фонда может составить 2,2 трлн рублей. Данная сумма включает финансирование дополнительного дефицита федерального бюджета, образующегося в результате недопоступления части запланированных доходов, роста потребности в кредитовании региональных бюджетов, а также компенсацию выпадающих источников финансирования дефицита: в полном объеме внешних займов и доходов от приватизации, половины внутренних займов.

**Равномерность расходования средств бюджетной системы РФ (помесечно, в долях от совокупной величины непроцентных расходов)**



Источники: Казначейство России, Основные направления бюджетной политики Российской Федерации на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов, расчеты Банка России.

**Доходы и расходы бюджетной системы РФ (скользящие за последние четыре квартала, в % к ВВП)**



\*Прогноз Банка России.

Источники: Казначейство России, Минфин России, Росстат, расчеты Банка России.

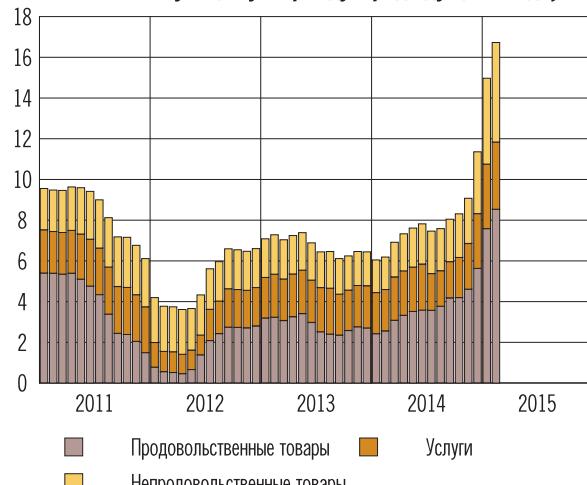
В краткосрочной перспективе сохраняется высокая устойчивость государственных финансов России. В то же время возможность поддержания устойчивости государственных финансов в среднесрочном периоде будет зависеть от адекватного реагирования на существующие риски, в том числе долгосрочного плана, связанные с текущими неблагоприятными демографическими трендами.

## Инфляция

В конце 2014 – начале 2015 г. наблюдалось резкое повышение инфляции. В декабре 2014 г. она достигла 11,4% по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года, в феврале 2015 г. – 16,7%. Основной причиной ускорения роста потребительских цен стало прямое и косвенное влияние ослабления рубля, темпы которого заметно повысились к концу 2014 года.

В результате влияния динамики курса рубля как общего проинфляционного фактора в конце 2014 – начале 2015 г. ускорились темпы роста цен на все основные подгруппы товаров и услуг, входящих в потребительскую корзину. В 2014 г. наиболее значительно подорожали продовольственные товары (на 15,4%), ускоренный рост цен на которые формировался как результат ослабления рубля, влияния введенных импортных ограничений, снижения объемов сбора ряда сельскохозяйственных культур. Базовая инфляция, за исключением продоволь-

### Вклад в инфляцию (процентных пунктов, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

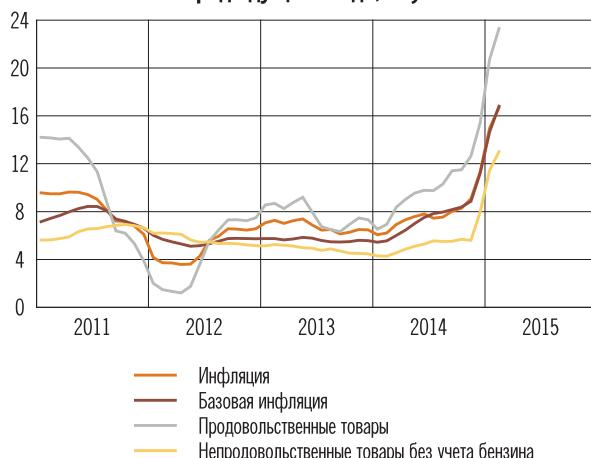
ствия, также значительно ускорилась (с 6,2% в ноябре до 9,5% в декабре). В начале 2015 г. повышение темпов прироста цен на основные компоненты потребительской корзины продолжилось.

Обесценение национальной валюты непосредственно отражается на динамике цен на внутренних рынках через повышение цен импортируемой промежуточной и конечной продукции. Его вторичным эффектом является ухудшение инфляционных ожиданий, приводящее в краткосрочном плане к росту склонности экономических агентов к потреблению и повышению давления на цены со стороны спроса. Другой канал опосредованного влияния курсовой динамики на инфляцию – через повышение доходности экспортных операций, формирующую стимулы к расширению объемов вывоза продукции, в том числе за счет сокращения предложения на внутреннем рынке.

В целом в 2014 г. прямое влияние обменного курса на инфляцию оценивается на уровне 2,5 процентного пункта, с учетом косвенных эффектов – свыше 4 процентных пунктов.

В конце 2014 – начале 2015 г. заметно ускорился рост цен на категории потребительских товаров и услуг, на рынках которых импорт занимает заметную долю или при производстве которых применяются ввозимые сырье, материалы, комплектующие. К ним относятся, в частности, отдельные виды плодовоощной, мясной, молочной продукции, сахар, чай, кофе, моющие и чистящие средства, бытовая техника и элек-

### Динамика цен на потребительские товары (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

троника, автомобили, медицинские товары, услуги зарубежного туризма, автострахования.

На рынках продовольственных товаров, помимо ослабления рубля, играли важную роль специфические факторы, главным из которых являлись введенные ограничения на импорт. Последовавшие смена зарубежных поставщиков, наращивание предложения отечественной продукции сопровождались увеличением затрат и цен, что добавило, по оценке, около 1,5 процентных пунктов к инфляции в 2014 году. Приблизительно на таком же уровне сохранился вклад в годовую инфляцию ограничений на импорт и в январе-феврале 2015 года.

Еще одним проинфляционным фактором стало падение в 2014 г. объемов урожая ряда культур: сахарной свеклы (на 16,8% по сравнению с 2013 г.), подсолнечника (на 17,0%), гречихи (на 20,6%). Сокращение объемов предложения повлияло на ухудшение ценовой ситуации на рынках сахара-песка, гречневой крупы и подсолнечного масла и других круп и жиров как их субститутов.

Опосредованный эффект ослабления рубля, связанный с повышением доходности экспортных операций, обусловил рост внутренних цен производителей на зерновые и масличные культуры. Так, если в течение девяти месяцев 2014 г. цены сельскохозяйственных производителей на зерновые культуры и семена подсолнечника были ниже, чем в сопоставимые месяцы 2013 г., то в декабре – выше на 4,4 и 17,7% соответственно. В этих условиях в конце 2014 – начале 2015 г. на потребительском рынке ускорилось удорожание муки, хлеба и булочных изделий, подсолнечного масла.

Другим косвенным эффектом ослабления рубля стало повышение инфляционных ожиданий в декабре 2014 г., что дало толчок ажиотажному спросу и всплеску цен на бытовую технику и электронику (до 10,0–17,9% к соответствующему месяцу предыдущего года с уровня 1,2–5,6% в ноябре). В феврале 2015 г. рост цен на эту товарную группу замедлился, но остался на высоком уровне.

На рынке услуг также действовали специфические факторы, обусловившие ускорение инфляции. Так, высокими были темпы прироста цен на жилищные услуги (19,0% за истекший год), в значительной мере связанные с реали-

зацией нового механизма финансирования капитального ремонта многоквартирных домов. Общий прирост цен на услуги жилищно-коммунального хозяйства составил в 2014 г. 9,4% и был лишь на 0,4 процентного пункта ниже, чем в 2013 г., несмотря на жесткие параметры индексации тарифов коммунального хозяйства.

Факторами, сдерживающими инфляцию, стали благоприятная ситуация на мировом рынке продовольствия (где с весны 2014 г. наблюдалось снижение основных продовольственных индексов), а также снижение внутренних цен производителей в добывче полезных ископаемых, следовавшее за падением мировых цен на нефть.

В ближайшие месяцы инфляция все еще будет формироваться под воздействием произошедшего ослабления рубля. Вклад ослабления рубля, наблюдавшегося в январе и феврале 2015 г., в месячную инфляцию, по оценкам, достигнет своего максимума в марте и составит около 0,45 процентного пункта. Общий вклад курсовой динамики в скользящую годовую инфляцию в июне может составить около 5 п.п., а с учетом вторичных эффектов – до 9 процентных пунктов.

Кроме того, ожидается рост затрат производителей, связанный, в частности, с повышением внутренних цен на нефть и продукты ее переработки в результате «налогового маневра» и индексации транспортных услуг. Вклад в прирост потребительских цен со стороны динамики цен на автомобильный бензин (см. врезку), а также других налоговых изменений (увеличения ставок акцизов на табак и легковые автомобили) оценивается примерно в 0,4 процентного пункта.

Вместе с тем возвращение обменного курса национальной валюты к уровню, определяемому фундаментальными факторами, будет сопровождаться снижением темпов роста потребительских цен во второй половине 2015 года. Происходящая адаптация российских продовольственных рынков к новой географии импортных поставок, импортозамещающий рост в отдельных производствах обусловят затухание проинфляционного влияния продуктового эмбарго. Позитивное влияние на состояние внутреннего рынка зерна окажут введенные с 1 февраля 2015 г. экспортные пошлины. В це-

## Оценка влияния изменения налогового законодательства на цену автомобильного бензина в 2015 г.

С 1 января 2015 г. вступили в силу изменения налогового законодательства, направленные на снижение зависимости бюджета от динамики мировых цен на нефть, известные как «налоговый маневр» в нефтяной сфере. Он предусматривает снижение ставки вывозной таможенной пошлины на нефть и нефтепродукты при одновременном повышении базовой ставки налога на добывчу нефти. В 2015 г. предельная ставка вывозной таможенной пошлины на сырую нефть снижается до 42% (на 29%), базовая ставка НДПИ повышается до 766 руб. за тонну добытой нефти (на 55%). Поскольку обе меры оказывают повышательное влияние на внутреннюю цену нефти (через увеличение доходности экспортных поставок, с одной стороны, и рост себестоимости добычи нефти – с другой), для защиты внутреннего потребителя понижаются ставки акцизов на автомобильный бензин: с 1 января 2015 г., по оценке, в среднем на четверть.

По нашим расчетам, при средней цене на нефть сорта «Юралс» 50 долл. США за баррель в 2015 г. «налоговый маневр» может повысить среднегодовую цену 1 л бензина примерно на 13%, что будет частично (на 5 п.п.) компенсироваться снижением ставок акцизов.

Стоит отметить, что частью «налогового маневра» является также снижение экспортных пошлин на бензин, которое, увеличивая привлекательность экспорта данного нефтепродукта и сокращая внутреннее предложение, может оказывать давление на цену бензина внутри страны в сторону повышения. Однако влияние данного фактора оценивается как небольшое.

В целом в 2015 г. вклад в инфляцию удорожания бензина, связанного с изменениями налогового законодательства, оценивается примерно в 0,3 процентного пункта.

Лом сбалансированная ситуация на мировых аграрных рынках также является стабилизирующим фактором. Общее сдерживающее влияние на ценовую динамику будут оказывать ограничения со стороны спроса.

В сформировавшихся условиях в первой половине года ожидается повышение инфляции в скользящем годовом выражении. Во втором полугодии оно сменится снижением по мере возвращения курса к уровню, формируемому фундаментальными факторами, и нормализации инфляционных ожиданий. Сдерживать рост цен будет ослабление спроса.

## Инфляционные ожидания

### Население

По оценкам с применением различных статистических методов, в начале 2015 г. инфляционные ожидания населения стабилизировались. Хотя прямые оценки наблюдаемой годовой инфляции и инфляционные ожидания на год в феврале продолжили рост, доля респондентов, полагающих, что в ближайшие 12 месяцев рост цен замедлится или прекратится, заметно увеличилась. На месячном горизонте каче-

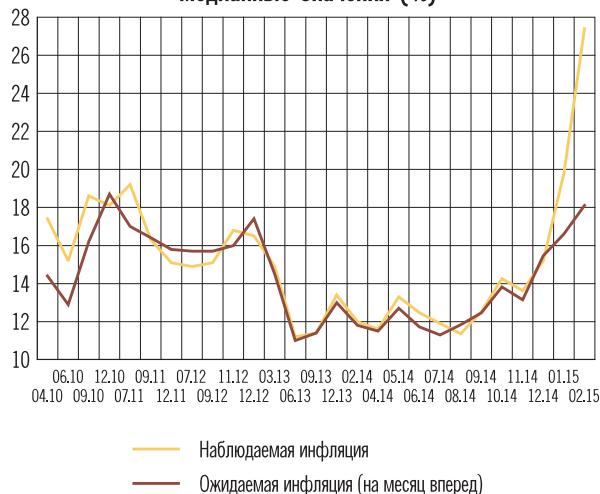
ственные оценки наблюдаемой инфляции остались на максимальном уровне (с конца 2009 г.). Вместе с тем ожидания роста цен на месяц вперед в феврале продолжили снижаться. Среди факторов, оказывающих наибольшее влияние на рост цен, населением чаще всего указываются ослабление рубля, экономическая неопределенность и инерционность инфляционных процессов.

Согласно оценкам Банка России<sup>3</sup>, в первые месяцы 2015 г. инфляционные ожидания стабилизировались после резкого роста в IV квартале 2014 года.<sup>4</sup> По данным февральского опроса, оценка с использованием нормального распре-

<sup>3</sup> На основе данных опросов ФОМ.

<sup>4</sup> Справочно: инфляционные ожидания квантифицируются, базируясь на представлениях респондентов о будущей инфляции относительно инфляции за прошедшие 12 месяцев. Поскольку в момент получения данных от ФОМ еще нет официальной статистики по инфляции за прошедший месяц, ожидания первоначально строятся на оценках инфляции Банка России, основанных на недельных значениях. В начале февраля оценки январской инфляции существенно отличались от полученной позже официальной цифры, поэтому есть различия и в квантification. Тем не менее качественные выводы относительно стабилизации ожиданий не изменились.

### Прямые оценки инфляции: медианные значения (%)



Источник: данные опроса ФОМ.

деления представлений о будущей инфляции<sup>5</sup> составляет 15,7%, равномерного – 15,2% (против 16,1 и 16,7% в январе). Оценка при помощи нецентрированного распределения Стьюдента снизилась с 29,2% в январе до 26,0% в феврале. Следует отметить, что интервальная оценка повысилась с 20,0% в январе до 22,5% в феврале текущего года. В совокупности это означает, что население ожидает стабилизации инфляции на двузначных уровнях, близких к текущим.

Согласно результатам опроса населения, проведенного ООО «инфоМ», в феврале 2015 г. медианные значения ожидаемой населением инфляции на год вперед вновь возросли (на 1,5 процентного пункта, до 18,1%). Оценки наблюданной за год инфляции поднялись на 7,6 процентного пункта, до 27,4% (максимальное значение с 2009 г.), что обусловлено ускорением фактической инфляции в начале 2015 года.

На ухудшение восприятия населением инфляции, сложившейся за последние 12 месяцев, указывают и результаты качественных оценок. Так, доля респондентов, которые считают, что цены стали расти быстрее, чем раньше, увеличивается пятый месяц подряд (в феврале текущего года на 8 процентного пункта, до 71%). При этом в структуре ответов на вопрос о динамике цен на ближайшие 12 месяцев намети-

### Квантифицированные инфляционные ожидания (%)



Источники: данные опроса ФОМ, расчеты Банка России.

лись позитивные сдвиги. Так, в феврале уменьшилась (на 8 процентных пунктов, до 15%) доля ответивших, что рост цен в ближайший год может ускориться, а доля ожидающих замедления или прекращения роста цен возросла (на 6 процентных пунктов, до 20%).

На месячном горизонте доля респондентов, ожидающих роста цен, сократилась на 3 процентных пункта (до 72%), в основном за счет тех, кто считает, что цены вырастут «очень сильно». Удельный вес опрошенных, наблюдающих рост цен в течение месяца, в феврале 2015 г. третий месяц подряд остается максимальным (97%), при этом большинство респондентов указывают на то, что «цены выросли очень сильно».

В ответах на открытый вопрос о возможных причинах роста цен, как и прежде, доминируют суждения об ослаблении рубля, экономической неопределенности и инерционности инфляционных процессов. Влияние снижения курса рубля на экономические условия своей жизни 68% респондентов оценили как негативное, что на 15 п.п. больше, чем в январе текущего года, и на 20 п.п. больше, чем в декабре 2014 года.

В феврале 2015 г. заметно возросла обеспокоенность населения ростом цен на большинство продовольственных товаров. Особенно существенным является ухудшение ситуации по таким категориям, как мясо и птица, овощи и фрукты.

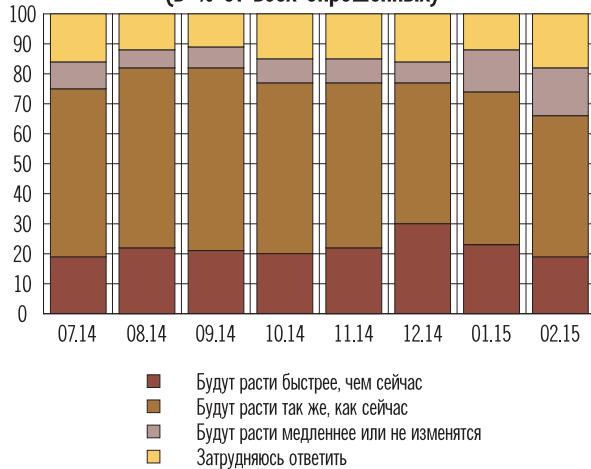
<sup>5</sup> Инфляция за последующие 12 месяцев (февраль 2016 г. к февралю 2015 г.).

## Предприятия

Опросы руководителей предприятий в различных сегментах экономической деятельности в целом указывали на преобладание ожиданий повышения цен на выпускаемую и покупаемую продукцию. Руководители предприятий отдельных отраслей промышленного производства опасались роста удельных издержек вследствие ускоренного повышения темпов роста цен на приобретаемую продукцию по сравнению с выпускаемой.

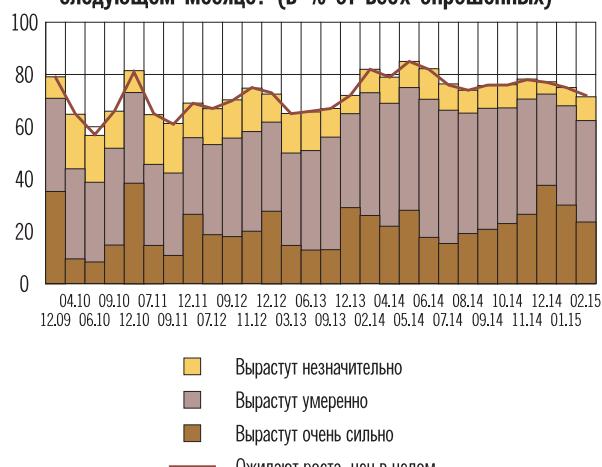
Согласно опросам Российского Экономического Барометра, в декабре 2014 г. большинство руководителей предприятий на ближайшие три месяца ожидали ускорения темпов

**Как, по Вашему мнению, будут меняться цены в следующие 12 месяцев (год)? (в % от всех опрошенных)**



Источник: данные опроса ФОМ.

**Как, по Вашему мнению, изменятся цены на продукты питания, непродовольственные товары и услуги в следующем месяце? (в % от всех опрошенных)**



Источник: данные опроса ФОМ.

роста цен как на приобретаемую, так и на выпускаемую продукцию в начале 2015 года. При этом темпы удорожания приобретаемых товаров, по мнению опрошенных, опережали рост цен на выпускаемую продукцию. В конце 2014 г. – начале 2015 г. наметилось сокращение разрыва в динамике этих показателей как результат повышения цен на готовую промышленную продукцию вследствие краткосрочного повышения потребительского спроса.

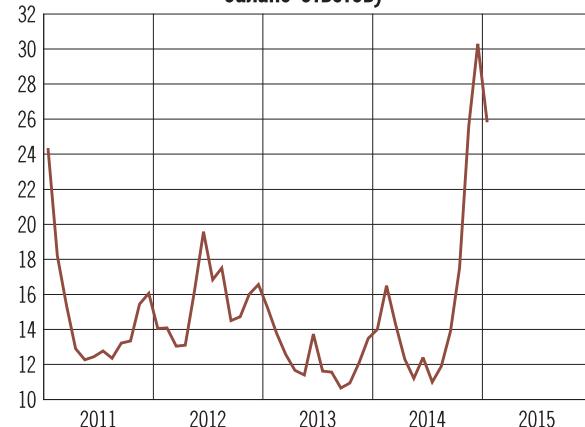
Неблагоприятный для своих предприятий сдвиг ценовых пропорций отметили около 50% респондентов. Чаще всего на это указывали представители химической и легкой промышленности. По результатам опросов, проводимых

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



Источник: данные опроса РЭБ.

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



Источник: Банк России.

Банком России в декабре 2014 г., среди респондентов сохранилось преобладание ожиданий увеличения цен. Вместе с тем интенсивность негативных ожиданий снизилась, больше предприятий стали ожидать снижения цен на готовую продукцию. Наибольший рост их доли отмечался среди организаций оптовой и розничной торговли, в производстве транспортных средств и оборудования, электрического, электронного и оптического оборудования, в производстве, передаче и распределении пара и горячей воды.

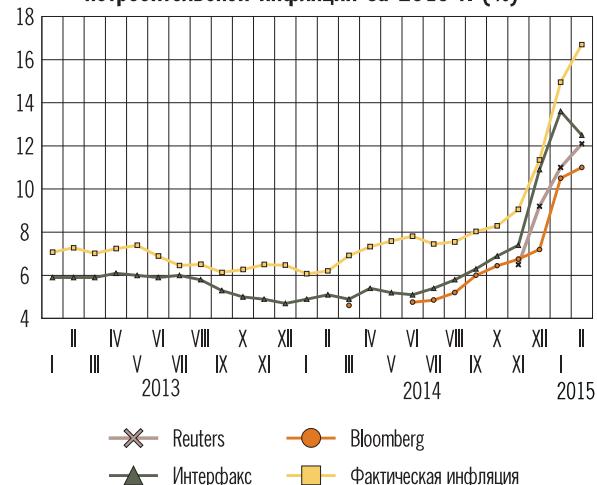
### Профессиональные аналитики

*Прогнозы профессиональных аналитиков относительно инфляции на конец 2015 г. продолжили повышаться. В долгосрочной перспективе эксперты ожидают снижения инфляции до 5–6%.*

В начале 2015 г. профессиональные аналитики продолжили пересматривать свои прогнозы на 2015 г. в сторону повышения. На пересмотр оценок оказали влияние продолжение ослабления рубля и сохранение экономической неопределенности. Консенсус-прогноз агентства Блумберг в феврале текущего года повысился до 11% против 10,5% в январе. Медианное значение ожидаемой инфляции в конце 2015 г., рассчитанное с учетом точности прогнозов участников опроса Блумберг, составило 11%.

Краткосрочные инфляционные ожидания, рассчитанные по данным финансового рынка в IV квартале 2014 г., также указывали на ускорение роста инфляционных ожиданий на один квартал вперед.

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



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters.

**Инфляционные ожидания  
(оценка по данным финансовых рынков, %)**



Источник: расчеты Банка России.

## Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России

В связи существованием лага денежно-кредитной политики, то есть промежутка времени между применением инструмента политики центральным банком и реакцией темпа роста цен, любые изменения экономической конъюнктуры рассматриваются в контексте влияния на будущие уровни инфляции. Если наблюдаемое временное ускорение инфляции вызвано факторами, имеющими разовый, непродолжительный характер, центральный банк не должен реагировать повышением ставки или другими мерами денежно-кредитной политики, поскольку к моменту, когда меры окажут воздействие, действие этих факторов уже нивелируется и необходимость в дополнительном вмешательстве со стороны денежно-кредитных властей отпадет.



Для разделения общей инфляции, измеряемой индексом потребительских цен, на продолжительную и временную Банк России рассчитывает ряд индикаторов трендовой (underlying) инфляции, среди которых наилучшим характеристиками обладают показатели, рассчитанные с помощью оценок ненаблюденного тренда на основе динамических факторных моделей<sup>1</sup>.

К концу 2014 г. медианный показатель трендовой инфляции, рассчитанные на основе трех альтернативных моделей, составлял около 8,5%. В январе-феврале 2015 г. отмечен его рост выше 10%. Резкое расхождение динамики общей и трендовой инфляции с сентября 2014 г. отражает влияние на инфляцию временных факторов, в том числе связанных с корректировкой уровня цен импортных и продовольственных товаров. Масштаб пересмотра<sup>2</sup> исторической динамики трендовой инфляции отражает неопределенность вокруг текущих оценок. Сейчас эта неопределенность выросла.

<sup>1</sup> Результаты соответствующего исследования готовятся к публикации в серии «Докладов об экономических исследованиях в Банке России».

<sup>2</sup> Отражается в отклонении финальных оценок от рекурсивных (то есть полученных в реальном времени).

## 2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ, ОЦЕНКА РИСКОВ И РЕШЕНИЯ В ОБЛАСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В текущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике Банка России были рассмотрены два сценария макроэкономического развития, ключевыми различиями в которых являются предположения о динамике цен на нефть. Наиболее вероятным с учетом ожидаемых тенденций в мировой экономике Банк России видит сохранение цены на нефть марки «Юралс» на уровне около 55 долл. США за баррель в 2015 г. с постепенным восстановлением до уровня около 70 долл. США за баррель к 2017 году. В качестве рискового Банк России рассмотрел сценарий, предполагающий снижение цен на нефть до 40 долл. США за баррель и сохранение их на данном уровне в течение 2015–2017 годов. В обоих сценариях прогнозируемое снижение ВВП будет менее существенным, чем в 2009 г., несмотря на сопоставимое по масштабам снижение среднегодовых цен на нефть. Это объясняется, с одной стороны, более значительной, чем в конце 2008–2009 гг., коррекцией реального курса рубля и, с другой, более стабильной ситуацией в мировой экономике.

Текущее ускорение инфляции рассматривается Банком России как временное. По мере исчерпания вызвавших его факторов ожидается ее снижение уже со второй половины 2015 года. В базовым и рисковом сценариях прогнозируется снижение инфляции до среднесрочного целевого уровня 4% в 2017 году.

### 2.1. Перспективы развития экономической ситуации

В предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике (декабрь 2014 г.) Банком России были рассмотрены два сценария макроэкономического развития (базовый и рисковый), ключевым отличием которых являлось предположение о траектории цены на нефть в 2015–2017 годах. Наблюдаемые тенденции на мировых товарных и финансовых рын-

ках свидетельствуют о том, что ситуация в российской экономике, по крайней мере в 2015 г., будет развиваться по сценарию, более близкому к рисковому, в котором предполагалось, что цена на нефть в среднем в 2015 г. составит 60 долл. США за баррель.

В декабре 2014 – феврале 2015 г. цена на нефть марки «Юралс» колебалась в диапазоне 43–61 долл. США за баррель. При данных уровнях цены на нефть значительная доля новых проектов добычи нефти становится нерентабельной, и уже началось сворачивание существующих мощностей и появились признаки сокращения инвестиций в нефтедобычу в США и других развитых странах. В перспективе эти процессы, наряду с восстановлением мировой экономики (и, следовательно, спроса на нефть), приведут к выравниванию баланса спроса и предложения. Однако такая тенденция может занять длительное время, учитывая продолжающийся рост добычи и запасов нефти в США, применение новых технологий, обеспечивающих постоянный рост производительности при разработке новых месторождений, а также готовность стран ОПЕК предоставлять скидки потребителям ради сохранения доли рынка.

С учетом данных факторов прогноз динамики цен на нефть и условий торговли на 2015 г. был скорректирован вниз даже по сравнению с рисковым сценарием, рассмотренным в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике. В обновленном базовом сценарии предполагается, что среднегодовой уровень цен на нефть марки «Юралс» в 2015 г. будет находиться в диапазоне 50–55 долл. США за баррель. В дальнейшем ожидается плавный рост до 60–65 долл. США за баррель в 2016 г. и 70–75 долл. США за баррель в 2017 г. – уровней, обоснованных с точки зрения оценки издержек полного производственного цикла.

Снижение цены на нефть по сравнению с предыдущими годами приведет к ухудшению условий торговли и падению доходов от экс-



Источник: расчеты Банка России.



Источник: расчеты Банка России.

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

порта. Вместе с тем, несмотря на сопоставимое по масштабам с кризисным периодом 2008–2009 гг. падение среднегодовых значений цены на нефть, негативное воздействие на российскую экономику со стороны внешнеэкономической конъюнктуры, как ожидается, будет не таким значительным. Это обусловлено тем, что снижение цен на энергоносители в 2008–2009 гг. сопровождалось резким уменьшением темпов роста мировой экономики. В текущих условиях прогнозируется постепенное оживление мировой экономики (и рост спроса на российский экспорт)<sup>1</sup>. Однако с точки зрения совокупного воздействия на российскую экономику этого будет недостаточно для того, чтобы компенсировать ухудшение условий торговли.

Другим фактором, объясняющим различия в реакции российской экономики на текущее снижение цен на нефть, является более существенная, чем в кризис 2008–2009 гг., коррекция реального курса рубля (имевшая место в конце 2014 г.), которая поддерживает уровень рублевых доходов экспортёров от внешнеторговых операций. Аналогичное воздействие, вероятно, будет и на доходы государственного бюджета. Чистое влияние снижения цен на нефть на нефтегазовые доходы бюджета в 2015 г. (по сравнению с 2014 г.) оценивается в –4,6 процент-

ного пункта от ВВП. В то же время оно будет частично компенсировано произошедшим снижением курса рубля (+2,8 процентного пункта от ВВП). В результате в текущем году прогнозируется сокращение нефтегазовых доходов бюджета до 7,5% от ВВП с 10,5% в 2014 году.

Внешние финансовые условия, как ожидается, будут оставаться сдерживающими на протяжении всего рассматриваемого периода. В результате введенных в отношении России финансовых санкций доступ компаний и банков на мировые рынки капитала будет существенно ограничен. Кроме того, в ближайшие годы все больше центральных банков развитых стран будут переходить к нормализации денежно-кредитной политики, что будет способствовать росту процентных ставок на внешних рынках и росту стоимости заимствований для развивающихся стран. Наиболее сильным сдерживающим влиянием внешних финансовых условий будет в 2015 г., в дальнейшем ожидается постепенное улучшение ситуации по мере диверсификации источников привлечения финансовых средств с международных рынков.

Следует отметить, что действие ограничений для роста российской экономики со стороны мировых рынков капитала будет более продолжительным по сравнению с кризисом 2008–2009 гг., когда снижение степени неприятия риска международными инвесторами обусловили восстановление притока портфельных инвестиций на российский финансовый рынок

<sup>1</sup> По сравнению со сценариями, представленными в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике, прогноз внешнего спроса был пересмотрен вниз, главным образом из-за ухудшения прогноза роста в странах СНГ.

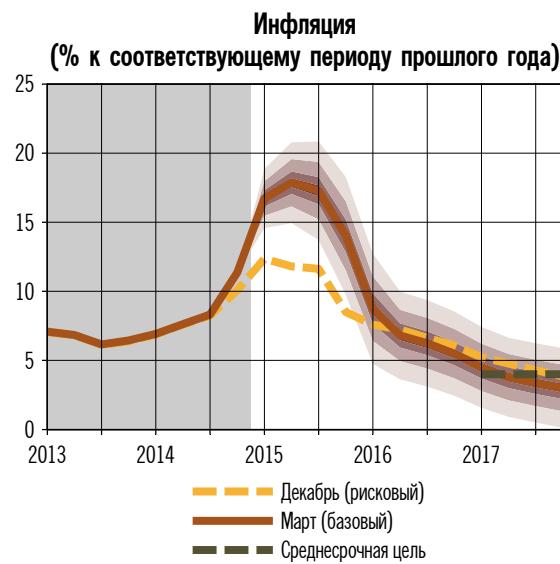


Источник: расчеты Банка России.

и возможности по наращиванию совокупного внешнего долга уже во второй половине 2009 года.

Опосредованное влияние ухудшения условий торговли в совокупности с повышенной внешнеэкономической неопределенностью и в значительной степени закрытыми мировыми рынками капитала отразится в сохранении негативных настроений экономических агентов в течение продолжительного времени, что будет ограничивать инвестиционную и потребительскую активность. Сдерживать рост экономики также будут необходимость погашения внешнего долга и ужесточение внутренних ценовых и неценовых условий кредитования (годовые темпы прироста объема кредитования экономики в 2015–2016 гг. составят 2–9%).

Данные факторы будут оказывать негативное воздействие на темпы роста экономики в течение продолжительного периода времени, в результате чего ВВП снизится на 3,5–4,0% в 2015 г. и на 1,0–1,6% в 2016 году. Ожидается, что их сдерживающее влияние начнет ослабевать уже во второй половине 2016 года. Одновременно рост цен на нефть до уровней, обусловленных фундаментальным соотношением спроса и предложения на мировых товарных рынках, развитие процессов импортозамещения, увеличение объемов экспорта (в том числе ненефтегазового), выход на азиатские рынки капитала и постепенное смягчение внутренних условий заимствования (ожидается повышение



Источник: расчеты Банка России.



Источник: расчеты Банка России.

годовых темпов прироста кредитных агрегатов и денежной массы до 20–25%) обеспечат восстановительный рост экономики в 2017 году. По оценкам, темп прироста ВВП в 2017 г. может достичь 5,5–6,3%.

Таким образом, как ожидается, период отрицательных темпов роста станет более затяжным, чем в кризис 2008–2009 гг., а восстановление более быстрым и будет в первую очередь обусловлено внутренними факторами.

Бюджетная политика, по оценкам Банка России, будет оказывать поддержку экономическому росту. В 2015–2016 гг. ожидается положительное влияние на совокупный спрос со стороны сектора государственного управле-

ния даже с учетом возможной корректировки бюджетных расходов на региональном уровне в 2015 г., в частности благодаря предполагаемому дополнительному эффекту инвестирования части средств Фонда национального благосостояния.

В 2015 г. основной отрицательный вклад в темпы роста ВВП будет вносить валовое накопление (за счет сокращения как инвестиций в основной капитал, так и запасов материальных оборотных средств). Масштабы падения валового накопления будут сопоставимы с предыдущим кризисным периодом. Наряду с указанными выше факторами, ограничивающими экономическую активность, рост инвестиций будет сдерживать остановка ряда инвестиционных проектов, зависящих от зарубежных технологий. В положительную область темпы роста инвестиций в основной капитал выйдут в 2017 году.

По прогнозу, расходы на конечное потребление домашних хозяйств сократятся в 2015 г. на 5,5–5,7%, что сопоставимо с их снижением в 2009 г., несмотря на ожидаемое менее существенное сокращение совокупного выпуска. Это объясняется в первую очередь более глубоким, чем в 2009 г., падением реальных заработных плат в бюджетном секторе в соответствии с планируемыми параметрами их индексации (на 5,5% в номинальном выражении). В 2009 г. темпы роста реальных заработных плат в бюджетном секторе были положительными, что поддержало потребительский спрос. Рост расходов на конечное потребление ожидается лишь в 2017 г. в условиях оживления экономической активности и более низких темпов инфляции.

Чистый экспорт станет единственным компонентом, вносящим положительный вклад в рост ВВП в 2015–2016 годах. Ожидается, что под влиянием слабого внутреннего спроса и произошедшей коррекции реального курса рубля импорт сократится на 34–36% в 2015 г. и приблизительно на 1% в 2016 году. В 2017 г. прогнозируется рост импорта на 9–11% на фоне восстановления как потребительского, так и инвестиционного спроса.

На прогнозном горизонте колебания экспорта, как ожидается, будут менее существенными, чем в кризис 2008–2009 годов. Падение внешнего спроса обусловило сокращение

объемов российского экспорта в IV квартале 2008 – III квартале 2009 г. в среднем почти на 9%. Однако уже в IV квартале 2009 г. темпы роста экспорта достигли 8,3% к соответствующему периоду предыдущего года на фоне восстановления мировой экономики. Динамика экспорта на прогнозном горизонте (снижение на 2,2–2,5% в 2015 г. и умеренное восстановление в 2016–2017 гг.) в большей степени будет обусловлена не изменениями в динамике мирового спроса, а внутренними процессами, частичным перераспределением поставок сырьевых ресурсов между европейскими и азиатскими рынками сбыта, а также постепенным ростом ненефтегазового экспорта.

Несмотря на ожидаемые отрицательные темпы роста ВВП, существенного увеличения безработицы в 2015–2016 гг. не ожидается. По оценкам, уровень безработицы не превысит 6,0–6,2%. Факторами, ограничивающими рост безработицы, будут выступать неблагоприятные демографические тенденции, а также особенности российского рынка труда, на котором адаптация к изменениям экономической активности происходит в первую очередь за счет изменения заработной платы. Вместе с тем ожидается снижение загрузки производственных мощностей в целом по экономике (исключением станет пищевая промышленность, где вероятно наиболее активное импортозамещение).

Ожидаемое сохранение цен на нефть в течение продолжительного периода времени на более низком уровне по сравнению с наблюдавшимся в предыдущие годы и длительная инвестиционная пауза создают предпосылки для постепенного снижения темпов потенциально-го роста российской экономики с уровня около 2% до значений, близких к нулю, в 2015 г. и начале 2016 года. В дальнейшем прогнозируется их восстановление до уровня около 1%. Сопоставимое по масштабам замедление темпов потенциального роста наблюдалось в период кризиса 2008–2009 гг.: с 4,5–5% в период до кризиса до уровня около 2% к началу 2010 года.

Вместе с тем в 2015–2016 гг. прогнозируется более значительный отрицательный разрыв выпуска. По оценкам, он увеличится до 8,5–9% к I кварталу 2016 г. и впоследствии будет постепенно закрываться, тогда как в 2008–2009 гг.

максимальный отрицательный разрыв выпуска не превышал 6,5% (II квартал 2009 г.). Такие различия обусловлены тем, что до кризиса 2008–2009 гг. российская экономика была перегрета (снижение темпов роста происходило с более высоких уровней).

Сдерживающее влияние отрицательного разрыва выпуска в полной мере начнет сказываться на динамике инфляции во второй половине 2015 г. и, соответственно, будет существенно большим по сравнению с тем, что наблюдалось в 2009 году. По мере исчерпания действия разовых факторов, к которым относятся ослабление рубля в конце 2014 г. и введенные в августе 2014 г. ограничения на импорт отдельных продовольственных товаров, ожидается существенное снижение квартальных темпов роста цен уже с III квартала 2015 года. В результате по итогам 2015 г. инфляция составит 12–14%, а к концу I квартала 2016 г. может снизиться до 8,5–9% к соответствующему периоду предыдущего года. В дальнейшем замедление темпов роста цен продолжится. При этом ожидается, что в 2017 г. инфляция замедлится до среднесрочного целевого уровня 4%.

### **Платежный баланс**

Значительное снижение цен на нефть в 2015 г. по сравнению с 2014 г. приведет к падению экспорта в долларовом выражении более чем на 26%. Динамика курса рубля не окажет существенной поддержки экспорту. В то же время объем импорта, особенно импорта услуг, в долларовом выражении будет сокращаться еще более высокими темпами под влиянием замедления экономического роста и реализовавшегося ослабления рубля, а также в условиях действия международных финансовых и торговых санкций. В результате совокупный профицит торгового баланса и баланса услуг снизится, однако текущий счет в целом вырастет с 57 до 64 млрд долл. США за счет улучшения баланса неторговых компонентов, прежде всего сокращения объема инвестиционных доходов к выплате. В 2016–2017 гг. по мере восстановления мировых цен на нефть ожидается опережающий рост экспорта и, следовательно, текущего счета (до более 100 млрд долл.

США в 2017 г.), несмотря на оживление импорта по мере восстановления внутреннего спроса.

Влияние введенных в отношении России финансовых санкций сохранится на протяжении большей части рассматриваемого периода и будет по-прежнему оказывать сильное влияние на динамику иностранных активов и обязательств банков и прочих секторов. Затрудненный доступ к внешним источникам кредитования приведет к тому, что в отличие от прошлых лет компании не смогут рефинансировать значительную долю внешней задолженности, подлежащей погашению в 2015–2017 годах.

По оценкам, объем платежей частного сектора по внешнему долгу с учетом процентных выплат в 2015 г. составит порядка 120 млрд долл. США, на банковский сектор приходится 35%, остальное – на платежи нефинансового сектора. Учитывая, что часть долга, вероятно, будет успешно рефинансирована на внешних рынках, а некоторая доля приходится на долги резидентов перед нерезидентами, входящими в одну группу компаний (внутригрупповые кредиты и займы), задолженность, подлежащая погашению, может составить в 2015 г. порядка 65 млрд долл. США. В 2016–2017 гг. объем погашения будет постепенно сокращаться по мере снижения общего объема задолженности и нахождения альтернативных источников финансирования, однако останется значительным. Вынужденное сокращение внешнего долга (традиционно резиденты склонны наращивать нетто-объем внешних обязательств) станет в 2015–2017 гг. основным компонентом оттока капитала. Погашения могут быть произведены резидентами как за счет буфера из накопленных ликвидных валютных активов и текущих поступлений от внешнеторговой деятельности, так и за счет операций Банка России по представлению банкам валютной ликвидности, которые будут носить возвратный характер.

Кроме того, в условиях сохранения санкций и прогнозируемого снижения темпов экономического роста спрос нерезидентов на прямые и портфельные инвестиции в российскую экономику будет невысок, прогноз притока средств по этим статьям в 2015 г. составляет менее трети от уровней 2014 года.

В то же время ухудшение финансового состояния российских компаний приведет к снижению оттока капитала в виде инвестиций в зарубежные активы, прежде всего в форме прямых инвестиций за рубеж, что частично ком-

пенсирует сокращение инвестиций нерезидентов в российские активы. В результате чистый отток капитала прогнозируется на уровне порядка 110 млрд долл. США в 2015 г. и по 80–90 млрд долл. США в 2016–2017 годах.

## 2.2. Оценка рисков

Процесс поиска равновесия и ликвидации избытка предложения на рынке нефти может занять еще длительное время. По оценкам Международного энергетического агентства, превышение добычи нефти над потреблением сохранится как минимум до второй половины 2015 г., причем прогноз этот основан в первую очередь на ожиданиях роста мирового спроса на нефть. Если темпы роста мировой экономики (особенно развивающихся стран, которые имеют потенциал увеличения потребления нефти) окажутся ниже ожиданий или вырастет предложение нефти (например, в силу снятия ограничений на поставки из Ирана или устойчивости добычи нефти из нетрадиционных источников к низким ценам), дисбаланс на рынке сохранится длительное время и будет более значительным. В результате падение цен на нефть может возобновиться, и их уровень останется низким в течение длительного времени. В связи с этим Банк России рассмотрел рисковый сценарий развития российской экономики, в котором предполагается, что цена на нефть марки «Юралс» снизится до 40 долл. США за баррель уже во II квартале 2015 г. и будет находиться на этом уровне до конца 2017 года.

Более значительное ухудшение условий торговли наряду с действием иных ограничивающих экономический рост факторов, указанных в базовом сценарии (ухудшение настроений экономических агентов, закрытые внешние финансовые рынки, жесткие внутренние условия кредитования), приведет к более глубокому падению ВВП в 2015 г. (на 5,3–5,8%). Смягчению сильного охлаждения экономической активности будет способствовать соответствующая коррекция курса рубля, а также бюджетная политика. В условиях резкого снижения государственных доходов и ограниченных возможностей финансирования дефицита бюджета поддержка экономики будет обеспечена за счет накопленных средств суворенных фондов.

По оценкам, восстановительный экономический рост начнется уже в 2016 г., что будет обусловлено более быстрой структурной перестройкой экономики. В частности, подстройка курса рубля обеспечит повышение конкуренто-

способности российского экспорта, в том числе его ненефтегазовой составляющей. Более быстрой активизации импортозамещения будет способствовать повышенное инфляционное давление в 2015 г. Кроме того, положительные темпы роста ВВП в 2016 г. будут обеспечены низкой базой предыдущего года.

В рисковом сценарии, аналогично базовому, прогнозируется снижение инфляции по мере исчерпания действия краткосрочных факторов (ослабления рубля и эффекта ограничений на импорт ряда продовольственных товаров). Замедлению темпа роста цен будет способствовать слабый спрос. По оценкам, отрицательный разрыв выпуска достигнет 8,5% к середине 2015 г. и впоследствии начнет закрываться. В результате инфляция снизится до уровня среднесрочной цели 4% к концу 2017 г., что будет возможно при значительном смягчении денежно-кредитной политики.

Кроме того, рисками для нашего прогноза инфляции является сохранение высоких инфляционных ожиданий, чему может способствовать возможное повышение темпов роста тарифов естественных монополий, ослабление бюджетной политики, а также ускорение роста nominalных зарплат.

### Платежный баланс

Вследствие падения цены на нефть более чем на 50% объем товарного экспорта сократится в 2015 г. до минимального с 2009 г. уровня – порядка 310 млрд долл. США (по сравнению с более 360 млрд долл. США в базовом сценарии). Тем не менее, платежный баланс останется устойчивым, поскольку более глубокое, чем в базовом сценарии, падение темпов экономического роста и ослабление рубля приведут к сопоставимому по масштабу падению импорта. В результате сальдо текущего счета в рисковом сценарии не будет значительно отличаться от базового сценария – порядка 60 млрд долл. США в 2015 г., 89 млрд долл. США – в 2016 г. и около 97 млрд долл. США – в 2017 году.

Как и в базовом сценарии, ожидается, что российские компании и банки будут вынуждены сократить задолженность перед нерезидентами на 60–70 млрд долл. США. Существуют

риски еще более значительного оттока капитала по этой статье, поскольку возможности рефинансирования на внешних рынках на приемлемых условиях на фоне более сильного спада в российской экономике и ослабления рубля будут еще более ограниченными. Вероятно также возникновение периодов напряженности на валютном рынке, в результате чего возможно сохранение повышенного спроса на наличную валюту со стороны населения, хотя и в меньшем объеме, чем в 2014 году. В то же время падение совокупных доходов в экономике приведет к более низкому спросу на иностранные активы. В результате действия указанных факторов чистый отток капитала частного сектора в 2015 г. в рамках рискового сценария может превысить 130 млрд долл. США. В дальнейшем ожидает-

ся сокращение объемов оттока по мере нормализации ситуации в экономике до примерно 90 млрд долл. США в 2016 г. и менее 80 млрд долл. США в 2017 году.

Как и в базовом сценарии, предполагается, что условием для формирования платежного баланса при уровне обменного курса рубля, не создающем риски для финансовой стабильности, является сокращение золотовалютных резервов. Банк России будет предоставлять валютную ликвидность банкам на возвратной основе в необходимом объеме, а также проводить на валютном рынке операции, связанные с конвертацией средств Резервного фонда. В рамках рискового сценария ожидается сокращение резервов в 2015 г. более чем на 75 млрд долл. США.

## 2.3. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики

В период с декабря 2014 г. по февраль 2015 г. Банк России принял ряд мер, направленных на расширение возможностей кредитных организаций по рефинансированию в Банке России, на поддержание финансовой стабильности, которая является важным условием эффективной работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, а также на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами.

В условиях ограниченного объема свободного рыночного обеспечения Банк России стремился создать дополнительные возможности для кредитных организаций по управлению ликвидностью и увеличить потенциал их рефинансирования. Кредитные организации 3-й классификационной группы<sup>1</sup> получили право использовать механизм усреднения обязательных резервов и доступ к некоторым видам обеспеченных кредитов Банка России. Также была предоставлена возможность использования кредитными организациями в качестве обеспечения по операциям рефинансирования облигаций нефинансовых организаций и ипотечных облигаций, эмитенты (выпуски) которых не имеют рейтингов рейтинговых агентств, государственных гарантий Российской Федерации или поручительств АИЖК. Ломбардный список Банка России пополнился новыми выпусками ценных бумаг. Были снижены дисконты и увеличены поправочные коэффициенты, применяемые для корректировки стоимости ценных бумаг, а также увеличены поправочные коэффициенты для корректировки стоимости нерыночных активов, принимаемых в обеспечение кредитов Банка России. Кроме того, в целях более эффективного управления кредитными организациями портфелем рыночного обеспечения даты расчетов по операциям РЕПО в иностран-

ной валюте на различные сроки были синхронизованы с датами расчетов по операциям РЕПО в рублях на срок 1 неделя.

Для повышения четкости сигнала денежно-кредитной политики Банк России изменил подход к установлению процентных ставок по операциям постоянного действия на сроки свыше 1 дня. С 16.12.2014 кредиты на срок от 2 до 549 дней предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России (ранее такие кредиты на срок от 2 до 90 дней предоставлялись по фиксированной ставке). Таким образом, изменение ключевой ставки транслируется в изменение стоимости средств, ранее выданных Банком России, что позволяет более эффективно управлять ставками денежного рынка.

Для поддержания устойчивости финансового сектора Банк России принял пакет мер.<sup>2</sup> В частности, для смягчения последствий волатильности курса рубля кредитным организациям было предоставлено временное право использовать при расчете пруденциальных требований по операциям в иностранной валюте курс по состоянию на 1.10.2014. В связи с резким снижением цен активов был введен временный мораторий на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг кредитных организаций и некредитных финансовых организаций. Кроме того, в целях предотвращения ситуации массового неисполнения обязательств контрагентами Банка России по сделкам РЕПО было принято решение о временном прекращении взимания по ним компенсационных взносов (в настоящее время маркирование сделок РЕПО возобновлено).

В рамках мер, направленных на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами, в декабре 2014 г. был введен новый специализированный механизм рефинансирования кредитных организаций под залог закладных, выданных в рамках накопительно-ипотечной системы жилищного обеспечения военнослужащих (программа «Военная ипоте-

<sup>1</sup> В соответствии с Указанием Банка России от 30.04.2008 № 2005-У «Об оценке экономического положения банков».

<sup>2</sup> См. пресс-релиз Банка России от 17.12.2014 «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора» ([http://cbk.ru/press/PR.aspx?file=17122014\\_171432d\\_kp2014-12-17T17\\_02\\_49.htm](http://cbk.ru/press/PR.aspx?file=17122014_171432d_kp2014-12-17T17_02_49.htm)).

ка»). Банк России по-прежнему не планирует принятия на баланс иных видов ипотечных залоговых, при этом с точки зрения управления рисками Банк России готов принимать в качестве обеспечения по операциям рефинансирования ценные бумаги, эмитированные в результате секьюритизации портфелей ипотечных кредитов. Банк России намерен и дальше способствовать развитию механизмов секьюритизации, которое должно происходить при активном участии кредитных организаций.

Введение Банком России ряда особых мер в рассматриваемый период было продиктовано необходимостью решения конкретных задач, в том числе в связи со складывающимися непростыми условиями функционирования экономики, финансового и банковского секторов. При этом подход к реализации денежно-кредитной политики Банка России не изменился. Основу системы инструментов по-прежнему составляют регулярные аукционы РЕПО на срок 1 неделя и кредитные аукционы на срок 3 месяца, а также операции постоянного действия на срок 1 день. Минимальные ставки на аукционах соответствуют или привязаны к ключевой ставке, оказывая непосредственное влияние на минимальную стоимость заимствования в экономике. Процентные ставки по инструментам постоянного действия формируют границы процентного коридора Банка России. С помощью указанных операций Банк России стремится обеспечить равновесие в сегменте «overnight» денежного рынка и формирование ставок в этом сегменте вблизи ключевой ставки, что является операционной целью денежно-кредитной политики.

### ***Операции Банка России с иностранной валютой***

В рассматриваемый период после перехода к режиму плавающего валютного курса Банк

России для сохранения относительной устойчивости внутреннего валютного рынка проводил операции по предоставлению иностранной валюты российскому банковскому сектору на возратной основе.

В целях расширения возможностей кредитных организаций по управлению средствами в иностранной валюте, а также по рефинансированию внешних кредитов российских организаций-экспортеров в иностранной валюте, подлежащих погашению в ближайшее время, Банк России с 23.12.2014 дополнил механизм предоставления иностранной валюты банковскому сектору кредитами в иностранной валюте, обеспеченными залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте. В список контрагентов Банка России по данным кредитам включаются кредитные организации, имеющие собственные средства в размере не менее 100 млрд руб., а также Внешэкономбанк.

Кредиты Банка России в иностранной валюте предоставляются на сроки 28 и 365 календарных дней на аукционной основе, минимальная процентная ставка установлена на уровне ставки LIBOR в соответствующих валютах и на со-поставимые сроки, увеличенной на 0,75 процентного пункта. В залог по данным операциям принимаются права требования по кредитам в иностранной валюте, предоставленным крупным российским компаниям-экспортерам. При этом валюта кредита Банка России должна соответствовать валюте залога.

Ранее установленный совокупный максимальный объем задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО в иностранной валюте в размере 50 млрд долл. США в эквиваленте был распространен также на кредиты в иностранной валюте и сохранен на прежнем уровне. При необходимости Банк России может увеличить данный лимит.

## Денежно-кредитная политика в прогнозе Банка России

Принятие решений по денежно-кредитной политике основано на анализе текущей ситуации в экономике и оценке перспектив ее дальнейшего развития. Таким образом, макроэкономический среднесрочный прогноз является одним из оснований и ключевых источников информации для принятия решения по денежно-кредитной политике. Прогноз формируется широким кругом специалистов Банка России во взаимодействии с членами Совета директоров и представляет согласованный взгляд на наиболее вероятное развитие экономики с учетом политики, направленной на достижение цели по инфляции.

В соответствии с лучшей мировой практикой центральные банки используют широкий спектр методов формального анализа – от простых экстраполяционных алгоритмов до многомерных эконометрических моделей и структурных моделей общего равновесия, базирующихся на экономической теории. Во многих центральных банках в качестве основы для выработки прогноза используется модель, либо комплекс моделей, специально разработанных для поддержки принятия решений в области денежно-кредитной политики.

Прогноз Банка России формируется в процессе согласования суждений и расчетов, основанных на наборе моделей в рамках системы прогнозирования и анализа. Ядром системы является квартальная прогнозная модель (КПМ)<sup>1</sup>. Это структурная модель, разработанная на основе стандартной версии новокейнсианской monetарной модели в разрывах, которая учитывает особенности экономики и трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в России. Схема модели представлена ниже.



Модель является средством сценарного прогнозирования и инструментом организации прогнозного процесса. Расчеты по этой модели проверяются и корректируются с учетом результатов расчетов по другим моделям различной степени сложности. Кроме того, модельные расчеты дополняются экспертными суждениями. Прогноз разрабатывается на три года, при этом наиболее актуальным для принятия решений по денежно-кредитной политике является макроэкономический прогноз на горизонте, соответствующем лагам трансмиссионного механизма действия денежно-кредитной политики, – примерно до двух лет.

Источниками формирования прогноза являются начальные условия (то есть оценка положения отечественной экономики в экономическом цикле), ожидаемая внешнеэкономическая динамика (для оценки будущего развития внешней среды специалисты Банка России опираются на консенсус-прогнозы и собственные оценки), а также оценка долгосрочных равновесных траекторий (или трендов). Наряду с оценкой исход-

<sup>1</sup> Работа по созданию модели проводилась в Департаменте исследований и информации Банка России с 2007 года. Совершенствование, расширение модели и уточнение ее параметризации ведутся в Банке России на постоянной основе. Первоначальный вариант модели описан в работе: Бородин А. Д., Горбова Е. А., Плотников С. В., Плющевская Ю. Л. Оценка потенциального выпуска и других ненаблюдаемых переменных в рамках модели трансмиссионного механизма monetарной политики (на примере России) // Проблемы выбора эффективной денежно-кредитной политики в условиях переходной экономики: Сборник докладов II Международной научно-практической конференции, Минск, 19–20 мая 2008 г. – Минск: Национальный банк Республики Беларусь, 2008. С. 119–143. <http://www.nbrb.by/Publications/Research/MonetaryPolicyOptionsInTransitionEconomy.pdf>

ных условий важным вкладом в среднесрочный прогноз является оценка развития процессов на следующие 1–2 квартала, то есть краткосрочный прогноз. Он готовится с помощью как простых эконометрических моделей одного уравнения, так и более сложных моделей, а также экспертных оценок. Краткосрочный прогноз включается в среднесрочную модель прогнозирования.

Уравнения модели описывают ключевые взаимосвязи в российской экономике и между российской экономикой и остальным миром. Она включает поведенческие уравнения, описывающие спрос (кривая IS Инвестиции-Сбережения), формирование цен (кривая Филлипса), динамику обменного курса (уравнение непокрытого процентного паритета), упрощенную временную структуру процентных ставок. Важным свойством модели является то, что в ней содержится функция реакции центрального банка на макроэкономическую динамику. Модель отражает активное контрциклическое воздействие мер денежной-кредитной политики на монетарные условия в открытой экономике и через них – на динамику совокупного спроса и предложения для приведения инфляции к целевому значению. Таким образом, в модели formalизованы цели политики и их иерархия.

Конечная цель денежно-кредитной политики Банка России – устойчиво низкая инфляция. Необходимым условием является достижение операционной цели денежно-кредитной политики – поддержание краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки. Для этого Банк России регулирует ликвидность банковского сектора с помощью инструментов по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Функционирование процентного канала механизма трансмиссии предполагает, что стоимость заимствования ресурсов для банков, формируемая центральным банком, оказывает влияние на ставки банков по кредитам, то есть стоимость заемных ресурсов для экономических агентов, которая в свою очередь влияет на уровень деловой активности и, следовательно, на темпы роста цен.

Поведение центрального банка по формированию уровня краткосрочных процентных ставок на денежном рынке formalизуется в прогнозе простой функцией реакции центрального банка, согласованной с определением целей Банка России<sup>2</sup>. Уравнение основано на модифицированном правиле Тейлора и моделирует реакцию центрального банка – изменение краткосрочных процентных ставок на будущую и текущую экономическую динамику. Иными словами, функция реакции определяет уровень краткосрочных процентных ставок в зависимости от отклонения ожидаемой инфляции от целевого показателя инфляции на горизонте действия денежно-кредитной политики (четырех кварталов в модели), а также текущих значений разрыва выпуска. Оценка инфляции, а также разрыва выпуска отражает динамику всех макроэкономических переменных, входящих в модель.

Реакция центрального банка направлена на возвращение экономики к равновесию в среднесрочной перспективе (в терминах разрывов) и постепенное достижение инфляцией ее целевого уровня (4% в 2017 г.). Целевая траектория инфляции является элементом модельного прогноза.

Формально функция реакции центрального банка выражается как

$$i_t = \gamma_1 i_{t-1} + (1 - \gamma_1)(i_t^{neutral} + \gamma_2(E_t \pi 4_{t+4} - \pi_{t+4}^{TAR}) + \gamma_3 y_t^{gap}) + \varepsilon_t^{MP},$$

где  $i_t$  – номинальная краткосрочная процентная ставка на денежном рынке (операционный ориентир денежно-кредитной политики);

$\gamma_1$  – параметр сглаживания динамики процентной ставки;

$i_{t-1}$  – значения ставки в предыдущий период (авторегрессионный компонент);

<sup>2</sup> «Главной целью единой государственной денежно-кредитной политики является обеспечение ценовой стабильности, что означает достижение и поддержание устойчивой низкой инфляции. (...) Целью денежно-кредитной политики является снижение инфляции до 4% в 2017 г. и дальнейшее ее поддержание вблизи указанного уровня. (...) В той мере, в которой это не препятствует достижению цели по инфляции, Банк России при проведении денежно-кредитной политики стремится сглаживать циклические колебания показателей экономической активности и финансовых индикаторов относительно фундаментально обоснованных уровней». Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. С.6.

$i_t^{\text{neutral}}$  – инфляционно-нейтральная номинальная процентная ставка денежно-кредитной политики, которая является суммой равновесной (или нейтральной) реальной процентной ставки на денежном рынке и инфляционных ожиданий, рассчитываемых в рамках модели;

$\gamma_2$  – вес отклонения инфляции от цели;

$\pi_{t+4}^4 - \pi_{t+4}^{\text{tar}}$  – ожидаемое через четыре квартала отклонение инфляции в годовом выражении от целевого показателя;

$\gamma_3$  – вес разрыва выпуска;

$y_{\text{gap}, t}^{\text{gap}}$  – разрыв выпуска, рассчитываемый в рамках модели с помощью фильтра Калмана (отклонения темпов фактического выпуска от потенциального);

$\varepsilon^{\text{MP}}$ , – шок денежно-кредитной политики.

Таким образом, уравнение описывает основные принципы формирования целевого уровня операционного ориентира денежно-кредитной политики Банка России. Целевой уровень процентной ставки отклоняется от нейтрального уровня в такой степени, чтобы компенсировать ожидаемое отклонение инфляции от целевой траектории. При этом с определенным весом принимается во внимание текущий разрыв выпуска. Кроме того, уравнение включает авторегрессионный компонент, отражающий сглаживание динамики процентной ставки, подразумевающей постепенность изменения уровня операционного ориентира. Постепенное изменение ставки позволяет также оценивать влияние изменения ставки и учитывать новые поступающие данные.

Параметры правила ( $\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3$ ) отражают предпочтения центрального банка при принятии решений и откалиброваны таким образом, чтобы гарантировать, что денежно-кредитная политика оказывает стабилизирующее действие: приводит инфляцию к целевому значению, учитывая необходимость минимизации колебаний выпуска. Принимая во внимание перспективную, «вперед-смотрящую» природу функции реакции, это функциональная форма не может быть оценена эконометрически с помощью одного уравнения, основываясь на исторических данных. Кроме того, эконометрическая оценка правила затруднена отсутствием достаточно длительного периода режима денежно-кредитной политики и операционной процедуры, основанных на управлении процентной ставкой.

При этом наличие эконометрически оцененного на исторических данных правила не означает, что центральный банк каждый раз принимает решение в соответствии с ним или будет делать это в дальнейшем, исходя из коэффициентов правила, характеризующих предпочтения политики. Гибкость режима инфляционного таргетирования, как правило, формализуется в уравнении приданием ненулевого значения коэффициенту при переменной разрыва выпуска. Другие переменные, которые могут приниматься во внимание при принятии решений о политике и характеризующие, например, финансовую стабильность или динамику обменного курса, учитываются в функции реакции опосредованно (в динамике всех переменных модели) – в той мере, в которой они оказывают влияние на целевые макроэкономические процессы – инфляцию и экономический рост.

Таким образом, с каждым прогнозом Банка России согласована определенная траектория процентной ставки, формируемая при определенных предпосылках прогноза. При этом целевой уровень ставки обеспечивает:

- 1) достижение цели по инфляции (4% в среднесрочной перспективе);
- 2) разумный баланс между достижением цели по инфляции и полным использованием производственных мощностей (полной занятостью ресурсов) в экономике.

В то же время эта траектория не может рассматриваться в качестве обязательной будущей траектории процентных ставок. В практике деятельности центральных банков принято использовать правила политики как один из инструментов аналитической поддержки принятия решений – для моделирования экономической ситуации и анализа возможных последствий различных решений в области денежно-кредитной политики. Поступление новой информации, изменение предпосылок прогноза и другие факторы могут обусловить пересмотр прогнозной траектории, отклонение фактической процентной ставки от моделируемой траектории.

Важно понимать, что наличие правила не подразумевает его механического применения при принятии решений по определению уровня ключевой ставки. При принятии решений всегда используются экспертные

оценки. Публикация правила политики могла бы создать ложное впечатление о принятии решений, так как формула сильно упрощает реальность. Основное назначение правила – формализация последовательной политики и определение системы и иерархии целей и инструментов: конечной и главной целью денежно-кредитной политики является постепенное снижение инфляции до целевого уровня, операционной целью – ставка денежного рынка.

# 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 (плодовоощная продукция, топливо, отдельные услуги пассажирского транспорта, услуги связи, большинство жилищно-коммунальных услуг).

## **Базисный пункт**

Одна сотая процентного пункта.

## **Бивалютная корзина**

Выраженный в национальной валюте операционный ориентир курсовой политики Банка России, состоящий из доллара США и евро (действует с февраля 2005 г.). Рублевая стоимость бивалютной корзины рассчитывается как сумма 55 центов доллара США и 45 евроцентов в рублях (действует с 8 февраля 2007 г.).

## **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».

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

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

## **Денежная масса**

Сумма денежных средств, находящихся в распоряжении 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», «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 по кредитам, предоставленным Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям РЕПО, а также сделкам «валютный своп».

## **Индекс волатильности нефти СВОЕ**

Индекс, рассчитываемый Чикагской биржей опционов (СВОЕ) по методологии индекса VIX и

отражающий рыночные ожидания волатильности цены на нефть на горизонте 30 дней.

## **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 рас-

считывается 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). Изменяется 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.

## **Индекс ММВБ**

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**

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.

### **Ключевая ставка Банка России**

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

### **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 (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

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

Контракт, в соответствии с которым продавец контракта соглашается выплатить покупателю определенную сумму в случае наступления определенного кредитного события.

### **Ликвидность банковского сектора**

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

## 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 (долл. США).

## Операции на открытом рынке

Операции, которые проводятся по инициативе центрального банка. К данному виду 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, 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 выкупает их обратно по заранее установленной цене. Операции РЕПО Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях и иностранной валюте в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

## Параллельный банковский сектор

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

## Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

Процентная ставка, привязанная к уровню ключевой ставки Банка России. В случае принятия Советом директоров Банка России решения об изменении ключевой ставки с соответствую-

щими датами 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.

## Потенциальный выпуск

Совокупный уровень выпуска в экономике, который достигается при нормальной загрузке факторов производства при существующих ресурсных и институциональных ограничениях. Отражает объем продукции, который может быть произведен и реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен. При этом уровень потенциального выпуска не связан с каким-либо определенным уровнем инфляции, а лишь свидетельствует о наличии или отсутствии условий для ее ускорения или замедления.

## 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 потенциального выпуска. Характеризует соотношение спроса и предложения, является агрегированным индикатором влияния факторов спроса на инфляцию. В случае превышения фактическим выпуском потенциального (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. Колебания выпуска вокруг своего потенциального уровня называются циклическими колебаниями.

## Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)

Мера волатильности валютного курса, рассчитанная на основании исторически данных за заданный промежуток времени. Как правило, в качестве реализованной волатильности используется сумма квадратов 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 возможность осуществлять 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.

## Свободные резервы кредитных организаций

Включают остатки средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, а также вложения кредитных организаций в облигации Банка России.

## Спред по CDS

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

## Средняя ставка по межбанковским кредитам

Средняя ставка операций по предоставлению российскими банками кредитов другим банкам. Рассчитываются ставки по всем межбанковским кредитам (ставка MIACR), кредитам, предоставленным российским банкам с инвестиционным кредитным рейтингом, (ставка MIACR-IG) и кредитам, предоставленным российским банкам со спекулятивным кредитным рейтингом, (ставка MIACR-B). Спред между ставками MIACR-B и MIACR-IG является одним из индикаторов оценки кредитного риска участниками межбанковского кредитного рынка.

## 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 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/профициита 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, покрываемое ежедневными операциями Банка России на денежном рынке. 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, решения 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 субъ-

екты 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.

### **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.

### **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).

### **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.

### **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 сче-

так 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.

### **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.

### **Cross-currency Basis Swap**

Валютный процентный своп, подразумевающий обмен платежами в разных валютах с плавающими ставками, котировка которого отражает премию к одной из плавающих ставок.

### **FRA (Forward Rate Agreement)**

Соглашение о будущей процентной ставке, согласно которому одна сторона контракта занимает у второй стороны сумму в определенной валюте в будущем на определенный срок. Участники соглашения обязуются провести на дату исполнения компенсационные выплаты в случае отличия текущего значения заранее оговоренной процентной ставки от указанной при заключении.

### **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.

# СТАТИСТИЧЕСКОЕ ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица 1

## Операции по предоставлению и изъятию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Процентная ставка с 16.03.2015, % годовых	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам амортизирования ликвидности, млрд руб. (данные на начало первого рабочего дня)						
						01.2014	04.2014	07.2014	10.2014	01.2015	03.2015	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным ставкам)	Кредиты «овернайт»	1 день	ежедневно	15,00	0,0	0,0	0,0	5,1	0,0	0,0	
		Валютный своп (рублевая часть)				278,7	488,2	166,0	0,0	121,6	90,0	
		Ломбардные кредиты				6,6	2,0	1,0	0,4	3,7	3,8	
		РЕПО				14,1	27,5	57,8	138,3	201,6	139,6	
		Кредиты, обеспеченные золотом <sup>1</sup>	1 день		15,00	0,4	0,6	0,4	0,6	1,2	0,6	
		от 2 до 549 дней <sup>2</sup>				15,50						
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами <sup>1</sup>	1 день	ежедневно	15,00	600,5	370,9	420,5	651,6	2055,9	1088,5	
		от 2 до 549 дней <sup>2</sup>				15,75						
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	от 1 до 3 месяца	нерегулярно	14,25	691,8	1184,5	1982,5	2139,3	2370,9	2751,2	
			3 месяца <sup>3</sup>									
			12 и 18 месяцев <sup>3,4</sup>									
		Ломбардные кредитные аукционы <sup>3</sup>	36 месяцев			-	-	-	-	-	-	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы РЕПО	от 1 до 6 дней <sup>5</sup>	нерегулярно	14,00	2883,4	2956,1	2570,7	2402,3	2707,8	1432,3	
			1 неделя <sup>6</sup>									
	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней <sup>5</sup>	нерегулярно	(ключевая ставка)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным ставкам)	Депозитные операции	1 день, до востребования	ежедневно		13,00	517,6	118,7	89,0	216,1	804,6	
											309,6	

<sup>1</sup> С 16.12.2014 кредиты на срок от 2 до 549 дней предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России. С 30.06.2014 по 15.12.2014 кредиты на срок до 90 дней предоставлялись по фиксированной процентной ставке, на срок от 91 до 549 дней — по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>2</sup> До 30.06.2014 кредиты предоставлялись на срок от 2 до 365 дней, с 30.06.2014 - на срок от 2 до 549 дней.

<sup>3</sup> Кредиты, предоставляемые по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>4</sup> До 16.10.2014 кредиты предоставлялись на срок 12 месяцев, с 16.10.2014 - на срок 18 месяцев.

<sup>5</sup> Операции «тонкой настройки».

<sup>6</sup> В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы РЕПО, в других условиях - депозитные аукционы.

Источник: Банк России.

Таблица 2

## Нормативы обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 3

## Коэффициент усреднения обязательных резервов

Виды кредитных организаций	Коэффициент
Кредитные организации, кроме РНКО и НКО, имеющих право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций	0,7
НКО, имеющие право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций	1

Источник: Банк России.

Таблица 4

## Операции по предоставлению иностранной валюты

Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Процентная ставка, % годовых	Требования Банка России к кредитным организациям, млн долл. США (данные на начало первого рабочего дня)				
					10.2014	01.2015	03.2015		
Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы РЕПО в иностранной валюте	1 неделя	еженедельно	LIBOR <sup>1</sup> +0,50	-	209,7	1616,5		
		28 дней			-	15075,1	10393,4		
		12 месяцев <sup>3</sup>			-	4960,0	14446,4		
	Кредиты в иностранной валюте, обеспеченные залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте	28 дней	ежемесячно	LIBOR <sup>1</sup> +0,75	-	-	2500,6		
		365 дней			-	-	1817,1		
					-	-			
Операции постоянного действия (по фиксированным ставкам)	Валютный своп по продаже долларов США за рубли	1 день	ежедневно	13,0 <sup>2</sup> (по рублевой части сделки), 1,50 (по долларовой части сделки)	581,4	1600,0	0,0		

<sup>1</sup> В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

<sup>2</sup> Ключевая ставка Банка России, уменьшенная на 1,00 процентного пункта. Установлена с 16.03.2015.

<sup>3</sup> До 16.12.2014 аукционы проводились на ежемесячной основе.

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоо- вощную про- дукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные 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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 6

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные 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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

	Промышленное производство <sup>1</sup>	Сельское хозяйство	Строительство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Инвестиции в основной капитал	Потребительские расходы населения	ИБВЭД <sup>2</sup>	ВВП <sup>3</sup>
<b>2013</b>									
Январь	-1,1	1,4	3,1	-1,1	0,4	1,4	0,6	-0,2	
Февраль	-1,0	-0,1	-1,5	0,0	-0,2	-0,8	0,1	-0,3	
Март	1,0	0,0	1,0	-0,2	0,6	-1,0	0,4	0,5	0,3
Апрель	0,3	0,5	-1,9	0,8	0,4	0,0	0,7	-0,2	
Май	-0,3	0,3	2,6	-0,8	0,1	0,8	0,2	-0,2	
Июнь	1,4	-0,2	-2,9	-0,8	0,6	-1,3	0,3	0,5	0,5
Июль	-0,3	0,7	2,3	1,0	0,3	1,3	0,5	0,0	
Август	0,4	-0,2	-2,0	1,3	0,2	-0,9	0,2	-0,1	
Сентябрь	-0,5	1,2	1,3	1,5	0,0	0,3	-0,1	-0,5	0,5
Октябрь	0,2	1,1	-2,7	1,4	0,3	-0,3	0,3	1,0	
Ноябрь	1,9	-0,4	2,3	-3,1	0,5	0,7	0,3	0,5	
Декабрь	-2,1	-1,6	-2,0	2,1	-0,4	-0,5	-0,1	-1,3	0,5
<b>2014</b>									
Январь	0,5	1,2	-1,9	0,0	0,0	-0,6	-0,3	0,3	
Февраль	0,3	0,0	1,0	-2,0	0,5	0,2	0,5	0,6	
Март	0,2	0,1	-0,6	-0,9	0,3	0,6	0,2	-0,2	-0,5
Апрель	0,8	0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,1	
Май	0,1	-0,2	-1,0	1,2	0,3	-0,6	0,0	0,2	
Июнь	-0,6	0,2	0,6	0,4	0,1	0,6	0,1	-0,6	0,2
Июль	0,6	0,8	-0,6	-1,5	0,5	-0,8	0,2	0,4	
Август	-0,6	-0,5	0,1	-0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	
Сентябрь	1,6	22,3	-1,3	1,0	0,5	-1,0	0,4	0,7	0,4
Октябрь	0,3	-19,9	0,9	0,0	0,4	0,3	0,1	-0,6	
Ноябрь	-1,1	2,0	-0,9	-0,2	0,4	-0,7	0,2	-0,1	
Декабрь	1,9	0,5	-0,1	-0,7	1,1	-0,2	0,6	0,5	
<b>2015</b>									
Январь	-1,8	-0,8	-0,1	-0,9	-9,5	-1,0	-8,7	-1,0	

<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 8

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

	2014	2015	Справочно: 2014
	Январь	Январь	
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	-0,5	1,1	0,9
Промышленное производство	-0,2	2,1	0,2
Продукция сельского хозяйства	0,8	1,0	5,5
Инвестиции в основной капитал	-7,0	-3,5	-0,5
Строительные работы	-5,4	-2,4	-1,4
Оборот розничной торговли	2,7	4,0	3,9
Реальные располагаемые денежные доходы населения	-0,5	0,5	3,8
Реальная начисленная заработная плата одного работника	5,2	4,6	5,7
Численность безработных	-6,6	-2,5	-1,1
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)	5,6	5,6	5,5 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> На конец периода.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

	Прогноз роста ВВП в 2015 г., %		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Март 2015	Декабрь 2014	
<b>Всего</b>	1,8	2,3	<b>100</b>
1 Нидерланды	1,3	1,4	15,7
2 Италия	0,5	0,6	8,7
3 Германия	1,2	1,3	8,0
4 Китай	7,1	7,1	7,0
5 Украина	-3,9	0,2	6,5
6 Турция	3,4	3,7	6,4
7 Беларусь	0,2	2,1	5,9
8 Польша	3,4	3,2	4,9
9 Соединенное Королевство	2,6	2,6	3,5
10 США	3,3	3,0	3,5
11 Финляндия	0,8	0,8	3,4
12 Казахстан	2,3	4,9	3,4
13 Япония	1,4	1,0	3,3
14 Франция	0,9	0,8	3,2
15 Республика Корея	3,4	3,8	2,8
16 Швейцария	1,2	1,8	2,6
17 Латвия	2,8	3,3	1,9
18 Венгрия	2,5	2,3	1,8
19 Индия	6,1	6,2	1,7
20 Бельгия	1,1	1,4	1,5
21 Чехия	2,5	2,6	1,5
22 Словакия	2,6	2,9	1,5
23 Испания	2,0	1,8	1,3

Источник: Банк России.

Таблица 10

## 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, п.п.
Польша	целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	2	-1,3	-1,80
Венгрия	базовая ставка	2,10	22.07.2014	2,30	-0,20	5	-1,0	-1,10
Чехия	РЕПО (2 нед)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	0,1	-0,10
Румыния	базовая ставка	2,25	04.02.2015	2,50	-0,25	5	0,4	-0,65
Болгария	базовая ставка	0,01	01.01.2015	0,02	-0,01	6	-1,0	-1,20
Сербия	ключевая политическая ставка	8,00	13.11.2014	8,50	-0,50	3	0,1	-3,00
Израиль	целевая ставка - овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	3	-0,5	-1,91
Бразилия	целевая ставка	12,75	04.03.2015	12,25	0,50	5	7,7	2,02
Чили	ставка денежно-кредитной политики	3,00	16.10.2014	3,25	-0,25	5	4,4	1,01
Китай	ориентир - кредиты (1 год)	5,35	02.03.2015	5,60	-0,25	2	1,4	-0,60
	ориентир - депозиты (1 год)	2,50	02.03.2015	2,75	-0,25	2		
	норматив резерзов	19,50	05.02.2015	20,00	-0,50	1		
Индия	обратное РЕПО	7,50	03.03.2015	7,75	-0,25	2	5,1	--
	РЕПО	6,50	04.03.2015	6,75	-0,25	2		
Индонезия	целевая ставка	7,50	17.02.2015	7,75	-0,25	2	6,3	-1,46
Корея	базовая ставка	2,00	15.10.2014	2,25	-0,25	2	0,5	-0,50
Малайзия	целевая ставка - овернайт	3,25	10.07.2014	3,00	0,25	1	1,0	-2,40
Мексика	целевая ставка	3,00	06.06.2014	3,50	-0,50	1	3,0	-1,23
Филиппины	ставка денежно-кредитной политики	4,00	12.09.2014	3,75	0,25	2	2,5	-1,60
Россия	ставка по аукционам РЕПО (1-6 дн)	15,00	02.02.2015	17,00	-2,00	6	16,7	10,50
ЮАР	ставка РЕПО	5,75	17.07.2014	5,50	0,25	1	4,4	-1,40
Тайланд	РЕПО	2,00	12.03.2014	2,25	-0,25	1	-0,5	-2,48
Турция	РЕПО (7 дней)	7,50	24.02.2015	7,75	-0,25	5	7,6	-0,34
США	ст. фед. фондов - верхняя граница интервала	0,25	16.12.2008	1,00	-0,75	0	-0,1	-1,70
Еврозона	ставка рефинансирования	0,05	04.09.2014	0,15	-0,10	2	-0,3	-1,00
Соединенное Королевство	базовая ставка	0,50	05.03.2009	1,00	-0,50	0	0,3	-1,60
Япония	овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	2,4	1,00
Канада	целевая ставка - овернайт	0,75	21.01.2015	1,00	-0,25	1	1,0	-0,50
Австралия	овернайт	2,25	03.02.2015	2,50	-0,25	1	1,7	-1,00
Новая Зеландия	овернайт	3,50	24.07.2014	3,25	0,25	4	0,8	-0,80
Дания	ориентир - кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	1	0,0	-0,30
	депозитные сертификаты	-0,75	06.02.2015	-0,50	-0,25	6		
Швейцария	3м LIBOR - min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	2	-0,8	-0,70
	3м LIBOR - max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	1		
Швеция	РЕПО	-0,10	12.02.2015	0,00	-0,10	3	0,4	0,19
Норвегия	ключевая ставка - депозиты	1,25	11.12.2014	1,50	-0,25	1	1,9	-0,20

Примечание: цветом выделены изменения, которые произошли с момента выхода предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике.

Источник: Bloomberg.

Таблица 11

Платежный баланс Российской Федерации  
(млрд долл. США)

	2013					2014				
	I	II	III	IV	итого	I	II	III	IV <sup>1</sup>	итого <sup>1</sup>
Счет текущих операций	25,0	1,8	-0,7	8,0	34,1	26,8	12,9	6,4	10,5	56,7
Счет текущих операций, в % год к году	-36,4	-88,8	-87,3	-23,0	-52,2	7,2	616,7	814,3	31,3	66,3
Торговый баланс	48,6	42,8	43,7	46,8	181,9	50,9	51,9	45,4	37,5	185,6
Торговый баланс, в % год к году	-17,3	-13,1	14,5	3,1	-5,1	4,7	21,3	3,9	-19,9	2,0
Экспорт товаров	125,2	127,3	131,0	139,8	523,3	123,1	132,4	125,8	112,4	493,6
Экспорт товаров, в % год к году	-4,5	-3,0	4,6	-0,2	-0,8	-1,7	4,0	-4,0	-19,6	-5,7
сырая нефть	43,2	40,7	44,0	45,7	173,7	38,8	42,3	40,3	31,1	152,5
сырая нефть, в % год к году	-6,4	-10,5	3,1	-2,0	-4,0	-10,2	3,9	-8,4	-31,9	-12,2
нефтепродукты	25,5	29,3	27,1	27,4	109,3	27,5	30,5	31,8	25,0	114,9
нефтепродукты, в % год к году	-0,5	10,9	7,5	3,9	5,5	7,8	4,1	17,3	-8,8	5,1
природный газ	18,1	13,9	16,4	18,8	67,2	17,8	16,4	9,9	10,7	54,8
природный газ, в % год к году	-1,8	3,4	22,9	10,3	7,9	-1,7	18,0	-39,6	-43,1	-18,5
прочие	38,3	43,3	43,6	47,9	173,0	39,0	43,2	43,8	45,6	171,5
прочие, в % год к году	-6,2	-5,6	-0,8	-4,1	-4,2	1,8	-0,2	0,5	-4,8	-0,9
Импорт товаров	-76,6	-84,5	-87,3	-93,0	-341,3	-72,2	-80,5	-80,4	-74,9	-308,0
Импорт товаров, в % год к году	6,0	3,2	0,3	-1,7	1,6	-5,7	-4,7	-7,9	-19,5	-9,8
Баланс услуг	-10,5	-13,7	-19,8	-14,4	-58,3	-11,0	-14,4	-18,9	-10,4	-54,6
Баланс услуг, в % год к году	26,4	34,5	28,8	13,2	25,1	4,8	5,1	-4,5	-27,8	-6,3
Экспорт услуг	15,2	17,9	18,4	18,6	70,1	15,1	17,3	17,8	16,5	66,6
Экспорт услуг, в % год к году	15,8	13,8	12,6	8,6	12,4	-0,7	-3,4	-3,3	-11,3	-5,0
Импорт услуг	-25,7	-31,5	-38,2	-33,0	-128,4	-26,1	-31,7	-36,7	-26,8	-121,2
Импорт услуг, в % год к году	19,9	21,5	20,4	10,5	17,9	1,6	0,6	-3,9	-18,8	-5,6
Баланс оплаты труда	-2,9	-2,9	-3,6	-3,9	-13,2	-2,4	-2,2	-2,6	-1,8	-9,0
Баланс инвестиционных доходов	-8,7	-23,2	-17,8	-17,5	-67,2	-8,8	-21,5	-13,9	-12,7	-56,9
Доходы к получению	10,5	8,2	9,5	9,6	37,9	13,0	11,1	11,8	7,7	43,5
Доходы к выплате	-19,2	-31,4	-27,4	-27,1	-105,1	-21,8	-32,6	-25,6	-20,3	-100,3
Баланс ренты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-2,0
Баланс вторичных доходов	-1,5	-1,3	-3,3	-3,1	-9,3	-2,0	-0,8	-3,7	-2,1	0,9
Баланс неторговых компонентов	-13,1	-27,4	-24,7	-24,5	-89,6	-13,2	-24,5	-20,1	-16,6	-67,0
Баланс неторговых компонентов, в % год к году	17,0	19,1	42,9	9,9	21,4	0,8	-10,6	-18,6	-32,2	-16,9
Счет операций с капиталом	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	-10,0	-31,8	-42,0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	25,0	1,8	-0,9	7,9	33,7	26,6	12,9	-3,6	-21,3	14,7
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-13,3	-7,8	-4,5	-19,3	-45,0	-50,7	-30,0	-5,1	-39,8	-125,6
Чистое принятие обязательств («+» – рост, «–» – снижение)	86,2	19,1	8,0	12,5	125,8	2,2	7,7	-24,2	-34,5	-48,7
Федеральные органы управления, субъекты Российской Федерации и Центральный банк	8,0	-0,2	4,1	-2,2	9,7	-6,7	1,9	-3,3	-4,5	-12,5
Банки и прочие секторы	78,2	19,4	3,8	14,8	116,0	8,8	5,7	-20,8	-29,9	-36,2
Чистое приобретение финансовых активов, кроме резервных («+» – снижение, «–» – рост)	-99,5	-27,0	-12,5	-31,8	-170,8	-52,9	-37,7	19,0	-5,3	-76,9
Органы государственного управления и Центральный банк	-0,3	-1,2	0,6	-2,6	-3,6	0,5	-0,5	8,8	31,4	40,2
Банки и прочие секторы	-99,2	-25,8	-13,0	-29,3	-167,3	-53,4	-37,2	10,3	-36,7	-117,1
Чистые ошибки и пропуски	-6,8	1,6	-1,9	-3,8	-10,8	-3,3	6,8	3,0	-3,1	3,4
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «–» – рост)	-4,9	4,4	7,4	15,2	22,1	27,4	10,3	5,7	64,2	107,5
Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями	-28,2	-5,5	-10,4	-16,9	-61,0	-48,5	-22,4	-7,7	-72,9	-151,5
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 средства на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России										
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «–» – рост)	-4,3	3,6	9,2	13,3	21,8	40,5	-3,2	-1,6	50,8	86,5
Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями	-28,9	-4,6	-12,2	-15,0	-60,7	-61,7	-8,9	-0,4	-59,5	-130,5

<sup>1</sup> Оценка

Источник: Банк России.

Таблица 12

**Основные параметры прогноза Банка России**  
(в %, если не указано иное)

	2013 (факт)	2014 (факт)	2015		2016		2017	
			базовый	рисковый	базовый	рисковый	базовый	рисковый
Цена на нефть марки «Юралс» (средняя за год), долл. США за баррель	108,3	98,0	50-55	40-45	60-65	40-45	70-75	40-45
Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года	6,5	11,4	12,0-14,0	17,0-19,0	5,5-7,5	7,2-9,2	3,0-5,0	3,2-5,2
Валовой внутренний продукт, в % год к предыдущему году	1,3	0,6	-(3,5-4,0)	-(5,3-5,8)	-(1,0-1,6)	0-0,5	5,5-6,3	2,0-2,5
Расходы наконечное потребление домашних хозяйств	3,5	1,5	-(4,6-4,8)	-(6,1-6,4)	-(1,0-1,4)	-(0,7-1,0)	4,8-5,3	1,7-2,0
4,7	1,9	-(5,5-5,7)	-(8,0-8,6)	-(1,5-2,0)	-(1,2-1,7)	6,5-7,0	2,0-2,5	
Валовое накопление валовое накопление основного капитала	-6,1	-5,7	-(35,0-38,0)	-(43,0-45,0)	-(3,0-4,0)	-0,2-0,1	16,0-19,0	4,0-5,5
-0,1	-2,5	-(10,0-12,0)	-(15,0-16,0)	-(0,5-1,5)	-(0,5-1,0)	3,6-4,1	3,5-4,1	
Чистый экспорт	5,7	14	104,0-109,0	131,0-133,0	4,0-5,5	11,0-15,0	-(20,0-24,0)	-(0,5-1,0)
экспорт	4,2	-2	-(2,2-2,5)	-(2,7-3,0)	0,5-0,9	-0,5-0,1	2,4-2,9	1,7-2,2
импорт	3,7	-6,8	-(34,0-36,0)	-(43,0-45,0)	-1,0-0	-(4,0-5,0)	9,0-11,0	2,6-3,0
Денежная масса в национальном определении, прирост за год	14,6	2,2	2-7	менее 0	2-7	5-10	20-25	10-15
Денежная база в узком определении, прирост за год	8,0	2,7	0-5	менее 0	1-5	2-7	16-20	7-12
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, прирост за год	17,1	25,9	4-9	менее 5	2-7	5-10	20-25	10-15

Источник: Банк России.

Таблица 13

**Прогноз платежного баланса России**  
(млрд долл. США)

	2013 (факт)	2014 (факт)	2015		2016		2017	
			базовый	рисковый	базовый	рисковый	базовый	рисковый
Цена на нефть марки «Юралс» (средняя за год), долл. США за баррель	108,3	98,0	50-55	40-45	60-65	40-45	70-75	40-45
<b>Счет текущих операций</b>								
Торговый баланс	34	57	64	60	90	89	119	97
Экспорт	182	186	141	124	159	129	186	128
Импорт	523	494	362	311	380	303	443	308
Баланс услуг	-341	-308	-221	-187	-221	-174	-257	-180
Экспорт	-58	-55	-18	-9	-18	7	-16	14
Импорт	70	67	57	54	58	58	65	60
Баланс первичных и вторичных доходов	-128	-121	-75	-63	-76	-52	-82	-46
<b>Счет операций с капиталом</b>	0	-42	0	0	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	34	15	64	60	90	89	119	97
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	-56	-126	-114	-134	-90	-92	-83	-81
Сектор государственного управления и центральный банк	6	29	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-62	-151	-111	-131	-87	-89	-80	-78
<b>Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост)</b>	22	108	50	74	0	3	-36	-16

Примечание: итоговые значения могут отличаться от суммы отдельных статей в связи с округлением.

Источник: Банк России.

## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Причины снижения задолженности кредитных организаций по операциям РЕПО Банка России в январе-феврале 2015 г. ....	18
Влияние динамики валютного курса на экономическую активность .....	36
Оценка влияния изменения налогового законодательства на цену автомобильного бензина в 2015 г. ....	41
Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России.....	45
Денежно-кредитная политика в прогнозе Банка России .....	56



