



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 1
Март 2016

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 11.03.2016.
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 11.03.2016.

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.

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	5
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	22
ПРИЛОЖЕНИЕ	29
Динамика основных статей платежного баланса России в IV квартале 2015 года	29
Прогноз платежного баланса на 2016–2018 годы	31
Экономическая ситуация в регионах России.....	34
Антициклическая надбавка к нормативу достаточности капитала (контрциклический буфер капитала).....	36
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России	38
Статистические таблицы	40
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	49
ГЛОССАРИЙ	50
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	58

РЕЗЮМЕ

В декабре 2015 – феврале 2016 г. произошел очередной виток ухудшения внешних условий. Ситуация развивалась близко к рисковому сценарию, рассмотренному в Докладе о денежно-кредитной политике в декабре 2015 года. Сохраняющийся избыток предложения на нефтяном рынке, постепенное наращивание поставок нефти Ираном после снятия санкций и замедление роста экономики Китая привели к новой волне снижения цен на нефть. Несмотря на некоторое повышение нефтяных котировок в начале марта, увеличилась неопределенность их дальнейшей динамики. Произошедшее на фоне снижения нефтяных цен ослабление рубля оказывало давление на потребительские цены и способствовало сохранению высоких инфляционных ожиданий. Кроме того, из-за увеличения волатильности цен на нефть сохранялась неопределенность относительно масштаба и характера пересмотра параметров бюджетной политики. В результате инфляционные риски за прошедший период выросли, что потребовало проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики: в январе и марте 2016 г. Банк России сохранял ключевую ставку на уровне 11,00% годовых.

Несмотря на ухудшение внешних условий и рост неопределенности, замедление снижения основных показателей экономической активности, наметившееся во втором полугодии 2015 г., продолжилось и существенного ухудшения деловых настроений не произошло. Плавающий курс способствовал адаптации экономики, поддерживая конкурентоспособность российских товаров и развитие импортозамещающих производств. Хотя произошедшее ослабление рубля и повышение акцизов оказывали давление на цены в сторону увеличения, темп прироста потребительских цен снижался. Этому способствовало в том числе проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Месячная инфляция с исключением сезонности в декабре 2015 – январе 2016 г. замедлилась, а в феврале осталась на уровне января. Годовой темп прироста потребительских цен также снизился: с 15,0% в ноябре 2015 г. до 8,1% в феврале 2016 года. Снижение годовой инфляции происходило в том числе из-за выхода из базы расчета периода значительного роста цен год назад. Оперативные недельные данные свидетельствуют о сохранении тенденции к снижению инфляции в первой половине марта 2016 года.

Учитывая ожидаемое сохранение избытка предложения на нефтяном рынке до конца 2017 г., Банк России пересмотрел предпосылки по цене на нефть в макроэкономическом прогнозе на 2016–2018 годы. В базовом сценарии предполагается сохранение цен на нефть на уровне около 30 долл. США за баррель в среднем в 2016 г. с последующим восстановлением до 40 долл. США за баррель к 2018 году. Сокращение объема поступлений от внешнеэкономической деятельности обусловит более продолжительный спад в экономике, чем ожидалось в базовом сценарии, опубликованном в Докладе о денежно-кредитной политике в декабре 2015 года. Однако снижение ВВП будет менее глубоким, чем предполагалось в декабрьском рисковом сценарии. Это обусловлено произошедшей в 2015 г. адаптацией экономики к изменившимся условиям. Восстановление экономической активности ожидается в 2017–2018 гг. по мере постепенного повышения цен на нефть, улучшения деловых настроений, смягчения денежно-кредитных условий и снижения долговой нагрузки. Квартальный темп прироста ВВП станет положительным в конце 2016 – начале 2017 г., а годовой – в 2018 году.

Слабый внутренний спрос будет основным фактором снижения инфляции в 2016–2017 годах. Замедлению роста потребительских цен будут также способствовать сокращение издержек производителями и постепенное снижение инфляционных ожиданий. Годовой темп прироста потребительских цен снизится до 6–7% в 2016 г. и до целевого уровня 4% к концу 2017 года. Для до-

стижения цели по инфляции Банк России может проводить умеренно жесткую денежно-кредитную политику в течение более продолжительного времени, чем предполагалось ранее. Кроме того, уровень ключевой ставки будет определяться с учетом влияния на денежно-кредитные условия уменьшения структурного дефицита ликвидности и возможного перехода к структурному профициту ликвидности в результате масштабного расходования средств Резервного фонда (для покрытия бюджетного дефицита).

Учитывая ожидаемое сохранение санкций в отношении России в 2016–2018 годах, Банк России будет предоставлять кредитным организациям возможность пролонгации задолженности по операциям валютного рефинансирования в течение всего прогнозного периода. Вместе с тем, есть вероятность, что спрос на данные операции может оказаться ниже.

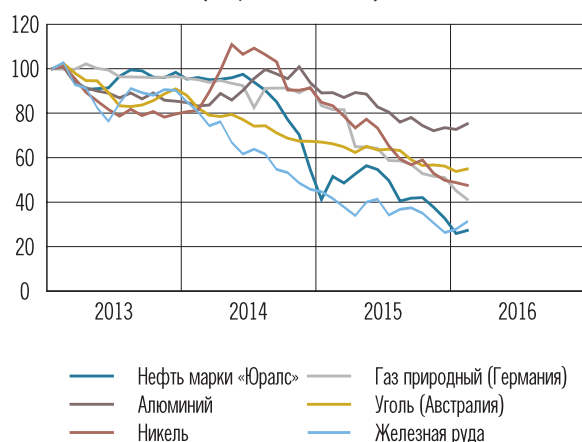
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

В декабре 2015 – феврале 2016 г. макроэкономическая ситуация в России формировалась под действием внешних условий, которые соответствовали в большей степени рисковому сценарию, рассмотренному в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике (далее – Доклад)¹.

Условия внешней торговли для российской экономики вновь ухудшились и оказались неблагоприятнее, чем ожидалось в базовом варианте прогноза Банка России. В декабре 2015 г. плавное снижение мировых цен на нефть, происходившее в предыдущие несколько месяцев, заметно ускорилось: средняя цена на нефть марки «Юралс» упала с 42,4 долл. США за баррель в ноябре до 36,8 долл. США за баррель в декабре 2015 г. и до 29,9 долл. США за баррель в январе-феврале 2016 года. Мировые цены на другие виды сырья, экспортируемого Россией, в основном также снижались либо стабилизировались на достигнутых к концу осени 2015 г. низких уровнях, соответствующих многолетним минимумам (рис. 1.1).

Рисунок 1.1

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



Источники: МВФ, Reuters.

Стабилизации мировых цен на энергоносители на более высоких уровнях, соответствовавших базовому сценарию Доклада, препятствовали прежде всего такие факторы, как усиление опасений относительно замедления роста экономики Китая и масштаба его влияния на другие страны, а также сохранение высокого уровня предложения и запасов на мировых сырьевых рынках (рис. 1.2). При этом масштаб избыточного предложения нефти переоценивался с учетом расширения экспорта Ираном после снятия санкций ЕС и США 16 января 2016 г. (ранее большинство участников рынка ожидало отмены санкций и возвращения иранской нефти на рынки западных стран позднее в течение года). Согласно оценкам МЭА² и медианной оценке аналитиков, опрошенных информационным агентством Bloomberg³, рост предложения нефти на мировом рынке за счет увеличения поставок из Ирана составит в среднем в 2016 г. порядка 400 тыс. баррелей в день. Это будет способствовать росту конкуренции на ключевом для России европейском экспортном рынке. Так, до введения санкций Иран экспортировал в Европу около 600 тыс. баррелей нефти в день (объем поставок из России в 2014 г. составлял порядка 3 млн баррелей в день).

С другой стороны, в конце января – феврале 2016 г. поддержку ценам оказали новости о продолжающемся сокращении инвестиций в нефтедобывающей отрасли и о договоренности России и ряда стран ОПЕК относительно ограничения добычи нефти, а также некоторое ослабление доллара США.

В динамике показателей деловой активности в мировой экономике в конце 2015 – начале 2016 г. сохранялась разнородность при отсутствии выраженных «точек роста». Наибольшие опасения по-прежнему вызывали перспективы роста экономики Китая, а также других СФР. Показатели экономической активности круп-

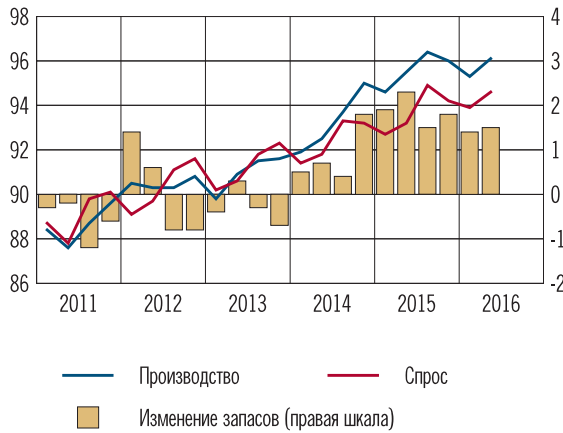
¹ Доклад о денежно-кредитной политике, № 4 (12), декабрь 2015 года.

² См. Список сокращений.

³ Опрос проводился в январе 2016 года.

Рисунок 1.2

Баланс спроса и предложения на мировом рынке нефти (млн. баррелей в день)



Источник: Управление по информации в области энергетики США.

нейших стран с развитыми рынками, в частности еврозоны, являющейся ключевым торговым партнером России, демонстрировали более стабильную динамику, оставаясь достаточно высокими по отношению к уровню последних лет (рис. 1.3).

В целом по итогам 2015 г. агрегированный рост ВВП стран – торговых партнеров России, по оценкам Банка России, сложился вблизи уровня 2014 г., несколько превысив 2%⁴. В этих условиях спрос на товары российского экспорта, включая энергоносители, оставался устойчивым. По итогам 2015 г. экспорт товаров и услуг в реальном выражении возрос на 3,1%, что несколько выше прогноза, представленного в Докладе. При этом, исходя из оперативных данных по внешней торговле ФТС⁵ России, а также косвенных текущих индикаторов (в частности, оборотов трубопроводного транспорта, деловой активности в добывающей отрасли), можно говорить о сохранении тенденции к росту экспорта и в начале 2016 года.

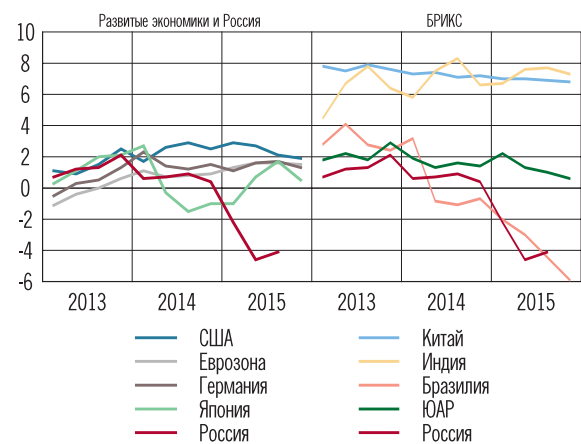
На фоне умеренной динамики экономической активности и снижения цен на мировых товарных рынках в большинстве стран – торговых партнеров России в декабре 2015 – феврале 2016 г. инфляция сохранялась на относительно низких уровнях или незначительно повышалась (рис. 1.4). Мировые цены на большую часть продовольственных товаров продолжили сниже-

⁴ См. таблицу 10 Приложения «Статистические таблицы».

⁵ См. Список сокращений.

Рисунок 1.3

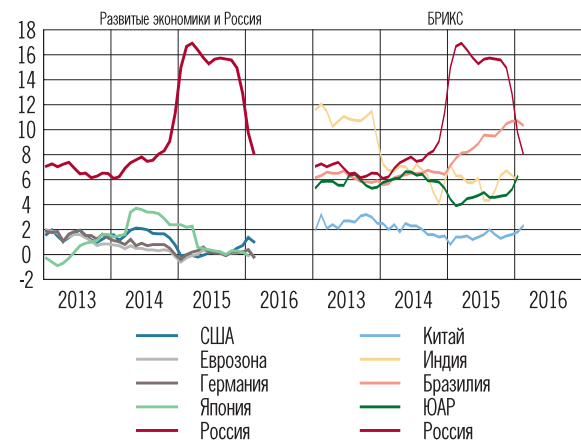
Темпы прироста ВВП в ключевых развитых и развивающихся экономиках (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.4

Инфляция в ключевых развитых и развивающихся экономиках (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

ние и в настоящее время остаются значительно ниже прошлогодних уровней. Риски в отношении урожая текущего года, связанные с погодными условиями (в частности, эффектом Эль-Ниньо⁶), сохраняются, однако их потенциальное влияние на мировые цены, по оценкам экспертов, незначительно. Умеренная внешняя ценовая динамика останется сдерживающим фактором для внутренней инфляции, однако этот эффект будет отчасти ограничиваться действием эмбарго на импорт ряда товаров.

⁶ Природное явление, представляющее собой колебания температуры поверхностного слоя воды в экваториальной части Тихого океана. По оценкам ФАО, активность данного явления сохранится на высоком уровне в течение первой половины 2016 года.

Рисунок 1.5

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



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

Рисунок 1.6

Объем привлечения синдицированных кредитов, эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российскими корпоративными заемщиками*



* Показатели доходности и дюрации (IG) и (NIG) рассчитываются по индексному портфелю еврооблигаций с рейтингами инвестиционного и верхнего неинвестиционного классов соответственно. Источники: информационное агентство «Сбондс.ру».

В условиях низкого инфляционного давления при слабом восстановлении спроса большинство мировых центральных банков продолжали проводить мягкую денежно-кредитную политику. Повышение процентных ставок ФРС США на 0,25 процентного пункта в декабре 2015 г. не оказало существенного влияния на мировые финансовые условия, так как ужесточение политики было небольшим и ожидаемым. Принимая во внимание последние заявления представителей ФРС США, в которых отмечаются сохранение признаков неустойчивости роста экономики США и нестабильность на мировых финансовых рынках, можно ожидать, что дальнейшее повышение ставок будет иметь еще более плавный характер, чем предполагалось ранее.

Несмотря на сохранение в большинстве стран относительно мягких денежно-кредитных условий, на мировых финансовых рынках, как и на сырьевых, преобладали негативные тренды. Наблюдались усиление колебаний мировых фондовых индексов, доходностей суверенных облигаций крупнейших стран и рост рисков премий на СФР. Фактором повышения чувствительности инвесторов к риску на мировых рынках, помимо переоценки перспектив экономики Китая и некоторой неопределенности относительно траектории ужесточения денежно-кредитной политики США, являлось усугубление проблем в европейском банковском секторе. С учетом этого внешние кредитные условия для

российских компаний и банков были относительно неблагоприятными и даже в некоторой степени ужесточились (рис. 1.5, 1.6). Привлечение средств с зарубежных рынков оставалось затрудненным в условиях действия внешних финансовых санкций. Кредитные премии для российских заемщиков в конце 2015 – начале 2016 г. возросли (рис. 1.5), что в основном было обусловлено изменением цен на нефть и ухудшением инвесторами оценки перспектив роста СФР в целом.

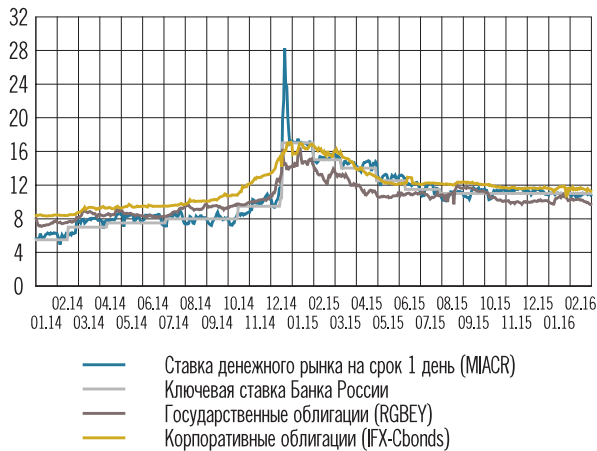
В I–II кварталах 2016 г. в целом ожидается сохранение сложившихся внешних тенденций: умеренных темпов роста мировой экономики, низкого внешнего инфляционного давления и повышенной волатильности на мировых финансовых рынках при относительно высокой чувствительности инвесторов к риску. В этих условиях Банк России считает наиболее вероятным, что средняя цена на нефть марки «Юралс» в первом полугодии 2016 г. будет находиться на уровне около 30 долл. США за баррель.

Указанные выше неблагоприятные изменения внешних условий оказывали влияние на конъюнктуру российских финансовых рынков в декабре 2015 – начале 2016 г., приводя прежде всего к дальнейшему ослаблению рубля, а также к некоторому повышению волатильности на фондовом рынке. Вместе с тем сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики и произошедшая за последний год

Рисунок 1.7

Доходность рынка облигаций, ключевая ставка Банка России и ставка денежного рынка

(% годовых)



Источники: ФБ ММВБ, Банк России.

адаптация экономических агентов к повышенной внешней неопределенности и режиму плавающего валютного курса способствовали сохранению относительно стабильной ситуации в финансовом секторе в целом.

Динамика реального обменного курса в основном определялась изменением условий торговли для российской экономики. Однако масштаб ослабления рубля в этот период, по оценкам Банка России, был несколько больше фундаментально обоснованного, отражая возросшую нервозность участников рынка при восприятии рисков в глобальной экономике. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам снизился на 5,8% в декабре 2015 г., а затем – на 6,4% в январе 2016 года.

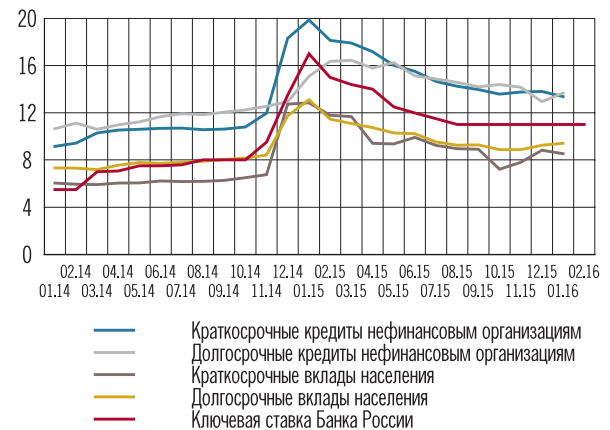
Вместе с тем реакция российских компаний и домохозяйств на снижение курса рубля оказалась довольно умеренной. Объемы операций населения с наличной иностранной валютой стабильно сохранялись на относительно низком уровне. Также не наблюдалось роста спроса на иностранные финансовые активы (см. Приложение «Платежный баланс»). Происходивший небольшой рост показателя долларизации депозитов населения и организаций был в основном обусловлен эффектом переоценки валютных депозитов.

Устойчивость предпочтений экономических агентов относительно сбережений в рублях поддерживалась сохранением относительно высоких процентных ставок по рублевым

Рисунок 1.8

Процентные ставки по рублевым банковским операциям и ключевая ставка Банка России*

(% годовых)



* По данным на 17.03.2016.

Источники: ФБ ММВБ, Банк России.

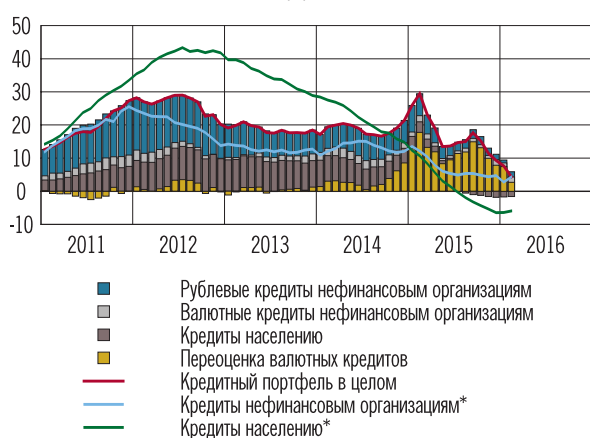
вложениям на фоне умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Ключевая ставка Банка России в январе 2016 г. была сохранена на неизменном уровне, что прежде всего направлено на сдерживание инфляционных рисков, несколько возросших в том числе под действием внешних факторов. Процентные ставки по кредитным и депозитным операциям банковского сектора, а также доходности рынка облигаций в этих условиях в целом оставались стабильными (рис. 1.7, 1.8).

Неценовые условия банковского кредитования, оцениваемые по результатам опроса кредитных организаций Банка России, в IV квартале 2015 г. сохраняли разнородную динамику: условия кредитования населения преимущественно смягчались, тогда как в корпоративном секторе произошло их некоторое ужесточение, вероятно связанное с ухудшением платежеспособности компаний-заемщиков. При этом наибольшее ужесточение отмечалось по основным неценовым условиям (требованиям к финансовому положению заемщиков и кредитному обеспечению, спектру кредитных программ) для категории крупных корпоративных заемщиков.

В конце 2015 г. и начале 2016 г. месячные и годовые темпы роста корпоративного кредитования оставались на сравнительно низком уровне, сложившемся в III квартале 2015 г. (рис. 1.9). Относительно слабый спрос реального сектора экономики на кредит определяло сохранение умеренно жестких кредитных условий

Рисунок 1.9

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



* С исключением валютной переоценки.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.10

Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

и относительно высокого уровня долговой нагрузки. Дальнейшее увеличение долговой нагрузки в конце 2015 – начале 2016 г. в том числе было связано с курсовой переоценкой ранее накопленных обязательств в иностранной валюте в условиях ослабления рубля, а также с продолжившимся замедлением роста номинальных доходов экономики. На этом фоне кредитные риски возросли. Просроченная задолженность по кредитам к началу февраля 2016 г. превысила пиковый уровень 2010 года.

В I–II кварталах 2016 г. по ожиданиям банков, изменения ценовых и неценовых условий банковского кредитования будут умеренными. При этом перспективы роста спроса на кредит оцениваются ими как умеренно позитивные: после некоторого снижения в I квартале 2016 г., в целом соответствующего традиционной сезонности начала года, ожидается оживление спроса на кредит со стороны как населения, так и компаний (рис. 1.10).

Продолжившееся ухудшение качества банковских активов и связанные с ним отчисления

в резервы оказывали давление на формирование банковского капитала, что являлось дополнительным фактором консервативной кредитной политики банков. Вместе с тем поддержку банковскому сектору продолжила оказывать докапитализация банков акционерами и государством. Кроме того, к концу 2015 г. чистый процентный доход банков почти возвратился к уровню, наблюдавшемуся до повышения ключевой ставки в декабре 2014 г., что в дальнейшем создает условия для улучшения динамики финансового результата и, соответственно, капитала банковского сектора.

В конце 2015 – начале 2016 г. Банк России продолжил реализацию надзорной политики, направленной на снижение рисков в банковском секторе и включающей, в частности, меры по внедрению международных стандартов, установленных документами Базельского комитета по банковскому надзору (см. врезку «Изменения в пруденциальном регулировании и условия реализации денежно-кредитной политики»). Осуществление данных изменений

Изменения в пруденциальном регулировании и денежно-кредитная политика

В последние годы многие центральные банки при принятии решений по ключевой ставке и другим мерам денежно-кредитной политики стремятся учитывать воздействие изменений в пруденциальном регулировании на параметры операций кредитных организаций. При изучении каналов влияния изменений пруденциальной политики на условия реализации денежно-кредитной политики оценивается их вероятное влияние на межбанковский рынок, операции центрального банка, работу трансмиссионного механизма, развитие финансового рынка.

В совместном докладе Комитета по глобальной финансовой системе и Комитета по рынкам Банка международных расчетов «Изменения в регулировании и денежно-кредитная политика»¹ представлены результаты исследования влияния основных компонентов Базеля III на денежно-кредитную политику. В качестве метода оценки влияния авторы данного исследования использовали анкетирование кредитных организаций и других участников финансового рынка. Результаты исследования свидетельствуют, что новые регуляторные требования могут привести к изменению поведения участников финансового рынка при осуществлении операций с центральным банком и на денежном рынке. Центральным банкам следует оценить, насколько данные изменения могут быть существенными на национальном уровне, и в случае необходимости адаптировать параметры инструментов денежно-кредитной политики к новым условиям.

С 1 января 2016 г. вступили в силу изменения, которые Банк России подготовил в целях приведения российского пруденциального банковского регулирования в соответствие со стандартами, установленными документами Базельского комитета по банковскому надзору. В частности, при расчете нормативов достаточности капитала были повышены коэффициенты риска по кредитным требованиям к Российской Федерации, номинированным в иностранной валюте, а также по вложениям в ценные бумаги, являющиеся инструментами секьюритизации; предоставлена возможность применения пониженных коэффициентов риска по кредитным требованиям с обеспечением только при совпадении валюты требования и валюты обеспечения, включая сделки репо. Также были уточнены требования к источникам собственных средств (капитала) с целью исключения из их расчета встречных вложений банков и финансовых организаций в капитал друг друга и введены надбавки к достаточности капитала (см. Приложение «Антициклическая надбавка к нормативу достаточности капитала»). Одновременно значения нормативов достаточности базового и совокупного капитала банков были приведены в соответствие с уровнями, предусмотренными базельскими стандартами.

По оценкам Банка России, совокупный эффект от данных регуляторных изменений (с учетом снижения минимальных значений нормативов достаточности базового и совокупного капитала банков) не окажет негативного влияния на возможность банков по наращиванию кредитного портфеля и рассматривается как нейтральный с точки зрения денежно-кредитной политики.

¹ BIS, paper № 54 «Regulatory change and monetary policy», 28 April, 2015.

Рисунок 1.11
Динамика источников формирования денежной массы
в национальном определении
(прирост за год, %)



Источник: Банк России.

должно обеспечивать условия для продолжения устойчивого развития банковского сектора и при этом, по оценкам Банка России, не будет оказывать сдерживающего влияния на возможности кредитования со стороны банков.

Рисунок 1.12
Структура прироста ВВП по элементам использования
(к соответствующему периоду предыдущего года)



* IV квартал 2015 г. – оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Несмотря на снижение темпов прироста кредитования, рост денежной массы несколько ускорился (рис. 1.11). Дополнительный положительный вклад в рост денежной массы вносило увеличение чистого кредита расширенного

Бюджетная политика

В соответствии с данными Федерального казначейства России, дефицит бюджетной системы Российской Федерации за 2015 г. составил 2,8 трлн руб., или 3,5% ВВП, увеличившись по сравнению с 2014 г. на 2,4 процентного пункта к ВВП. Дефицит федерального бюджета составил 2,0 трлн руб., или 2,4% ВВП, увеличившись на 2,0 процентного пункта к ВВП по сравнению с 2014 годом. Дефицит бюджета был профинансирован преимущественно посредством расходования средств Резервного фонда в объеме более 2,6 трлн рублей.

Расходы бюджетной системы в 2015 г. увеличивались темпами ниже уровня инфляции (на 7,7% в номинальном выражении) и составили 29,3 трлн руб., или 36,4% ВВП (в 2014 г. – 35,4% ВВП). Доходы бюджетной системы за 2015 г. в номинальном выражении практически остались на уровне 2014 г., составив 26,5 трлн руб., или 32,9% ВВП (в 2014 г. – 34,4% ВВП). Сокращение нефтегазовых поступлений на 2,3 процентного пункта по отношению к ВВП было частично компенсировано повышением ненефтегазовых доходов на 0,8 процентного пункта к ВВП, в том числе за счет роста поступлений по налогу на прибыль (на фоне сохранения благоприятной динамики финансового результата компаний нефинансового сектора (см. врезку «Финансовое положение организаций»), налогу на добавленную стоимость и социальным страховым взносам. С учетом устойчивости ненефтегазовых доходов бюджета доля нефтегазовых поступлений в доходах бюджетной системы заметно снизилась (с 27,8% в 2014 г. до 22,1%), а уровень первичного ненефтегазового дефицита остался устойчивым – на уровне 10,0% ВВП.

В январе 2016 г. федеральный и консолидированный бюджеты были исполнены со значительным профицитом, что соответствует традиционной для предыдущих лет сезонности (в январе 2015 г. была отмечена нетипичная ситуация: на фоне опережающего исполнения расходов наблюдался дефицит федерального и консолидированного бюджетов).

Осторожный подход к расходованию бюджетных средств отражает консервативный характер бюджетной политики на фоне дальнейшего снижения нефтегазовых доходов, вызванного падением цен на нефть в конце 2015 – начале 2016 года. Во II квартале 2016 г. ожидается внесение корректировок в параметры бюджетной системы с учетом ухудшения макроэкономических условий. Изменения должны быть направлены в первую очередь на сокращение и ребалансировку бюджетных расходов.

По оценкам Банка России, в 2015 г. с учетом увеличения расходов бюджета, в том числе в рамках реализации антикризисных мер, и инвестирования части средств ФНБ внутри экономики вклад бюджетной политики в совокупный спрос оказался положительным и составил немногим более 0,5 процентного пункта. В 2016 г. в условиях предполагаемого сокращения бюджетных расходов на фоне дальнейшего снижения доходов вклад данного фактора, вероятнее всего, будет близким к нулю или небольшим отрицательным. При этом текущая и планируемая консервативная политика индексации заработной платы в государственном секторе и социальных пособий должна оказывать дополнительное сдерживающее влияние на инфляционные ожидания, снижая возможный инфляционный эффект роста бюджетного дефицита.

правительства на фоне расходования средств Резервного фонда Российской Федерации для финансирования значительного бюджетного дефицита, сформировавшегося в 2015 г. (см. врезку «Бюджетная политика»).

На фоне сохранения относительно жестких внутренних финансовых условий и умеренного негативного влияния внешних факторов в России в конце 2015 – начале 2016 г. наблюдалась стабилизация экономической активности на низком уровне. По оценкам, в IV квартале 2015 г. снижение ВВП к соответствующему кварталу предыдущего года составило 4,2% после 4,1% кварталом ранее. По итогам 2015 г.

в целом ВВП сократился на 3,7% в реальном выражении (рис. 1.12), что соответствовало базовому прогнозу Доклада.

В начале 2016 г. продолжилась адаптация экономики к долгосрочному ухудшению внешних условий и повышенной неопределенности. Подстройка рынка труда происходила прежде всего через снижение реальной заработной платы (рис. 1.13). При этом наблюдалось сохранение стабильного уровня безработицы с учетом коррекции на сезонность и загрузки рабочей силы.

Темп прироста номинальной заработной платы в декабре 2015 – январе 2016 г. стаби-

Таблица 1.1

Индикаторы рынка труда

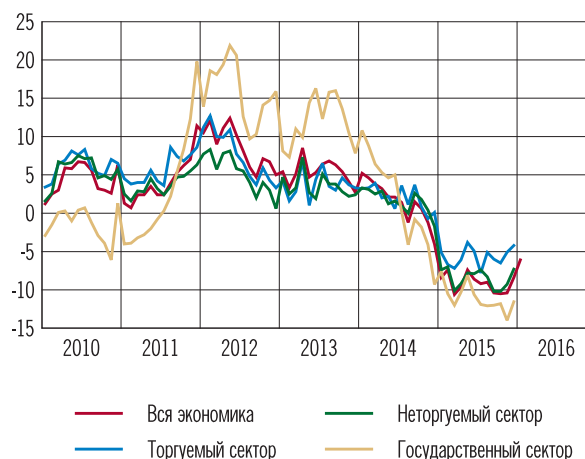
Показатели	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Занятость и безработица (с исключением сезонности)								
Уровень безработицы, %	4,9	5,2	5,3	5,2	5,2	5,8	5,6	5,7
Отношение численности занятых к безработным	18,8	18,2	18,3	18,3	18	16,3	16,9	16,6
Сводный индикатор занятости PMI, пункты	48,2	47,4	48,2	46,6	44,8	46	47,4	45,9
Заработные платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)								
Номинальная заработная плата	11,1	10,2	8,3	7,7	5,7	5,9	4,7	2,6
Реальная заработная плата	4,4	2,4	0,6	-1,7	-9,0	-8,5	-9,5	-10,4
Просроченная задолженность по зарплате	6,2	5,7	-11,9	-10,2	7,9	22,6	38,6	55,9
Неполная занятость								
Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)								
Всего	-2,0	-0,1	2,7	0,8	0,0	2,8	0,6	2,6
Работали неполное рабочее время	7,8	-4,2	-3,4	4,6	11,9	2,7	-3,5	3,8
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	12,8	-0,6	-8,1	12,5	16,2	24,1	-3,5	-6,4
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	-1,5	2,6	0,3	1,9	3,1	1,9	3,8	4,2
Находились в простое	-1,4	-0,5	12,7	-9,3	5,0	-0,6	-2,4	5,2
Имели отпуска без сохранения заработной платы	-1,8	-0,8	2,8	0,6	-1,6	2,6	-0,1	1,2
Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности								
Всего	9,0	9,5	10,4	10,3	9,4	10,4	11,0	11,0
Работали неполное рабочее время	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,5
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1
Находились в простое	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9
Имели отпуска без сохранения заработной платы	6,1	6,8	7,8	7,3	6,2	7,2	8,1	7,6
Альтернативные индикаторы неполной занятости								
Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	
Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень = 100)	88	87	89	86	82	87	88	88

Изменение относительно предыдущих 12 месяцев:

- – улучшение ситуации (более 1 стандартного отклонения)
- – улучшение ситуации (менее 1 стандартного отклонения)
- – без изменений ($\pm 0,15$ стандартного отклонения)
- – ухудшение ситуации (менее 1 стандартного отклонения)
- – ухудшение ситуации (более 1 стандартного отклонения)

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

лизировался на уровне исторических минимумов – около 3% к соответствующему периоду предыдущего года. При этом наиболее высокие темпы роста номинальной заработной платы (сопоставимые с уровнем предыдущих лет) отмечались в торгуемом секторе экономики, что могло способствовать перетоку в него трудовых ресурсов. Это в том числе косвенно подтверждается низким вкладом указанного сектора в снижение числа замещенных рабочих мест (рис. 1.14). Наиболее заметное сокращение темпов роста номинальной заработной платы происходило в отраслях, преимущественно финансируемых за счет бюджетных средств, и в секторах уslug.

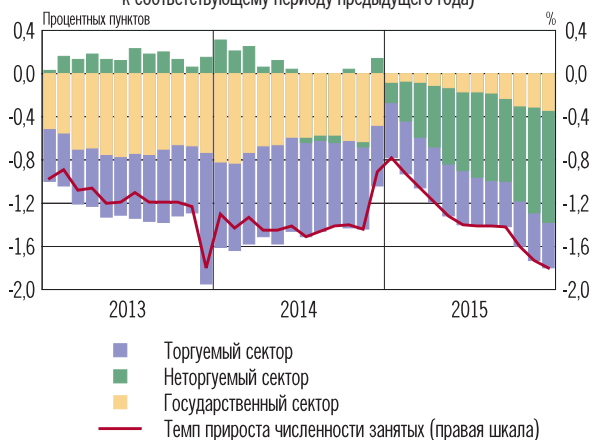
Рисунок 1.13
Темп прироста реальной заработной платы
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.14

Структура прироста численности занятых по секторам экономики

(без субъектов малого предпринимательства, к соответствующему периоду предыдущего года)

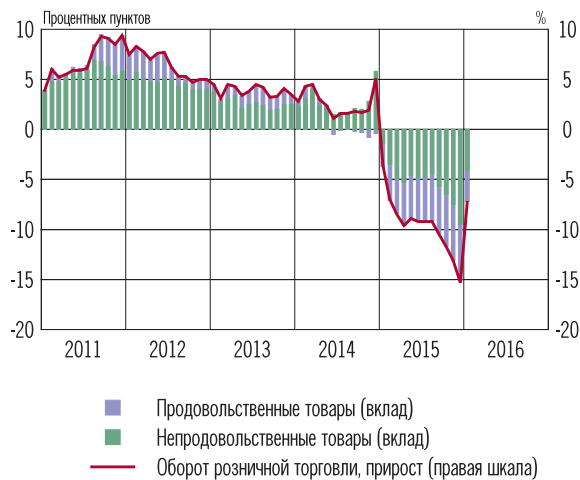


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.15

Динамика оборота розничной торговли

(к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Учитывая наблюдаемое на рынке труда сочетание дефицита свободных трудовых ресурсов, обусловленного главным образом демографическим фактором, и сокращения новых вакансий, в ближайшие кварталы можно ожидать сохранения невысоких темпов роста номинальной заработной платы при относительно устойчивом уровне занятости в экономике. При этом, вероятно, продолжат наблюдаться указанные выше различия в динамике заработной платы в секторах экономики, которые могут способствовать дальнейшему перераспределению ресурсов, выравниванию динамики доходов и производительности труда в экономике.

Снижение реальных доходов населения продолжило определять слабую динамику потребительского спроса. Сокращение расходов домашних хозяйств на конечное потребление по итогам 2015 г. составило 10,1%. Дополнительным фактором, сдерживающим потребительский спрос, являлось повышение нормы сбережений⁷ домашних хозяйств (с 7,8% в 2014 г. до 15,8% в 2015 г.) в условиях неуверенности в будущем и сохранения высоких процентных ставок по кредитам и депозитам, номинированным в рублях. Данные опросов также

подтверждают, что население придерживалось консервативного подхода к управлению денежными средствами: по данным опроса инФОМ⁸, более половины респондентов предпочитали сберегать свободные средства.

В декабре 2015 – январе 2016 г. сокращение розничных продаж в месячном выражении (с учетом коррекции на сезонность) продолжилось, при этом его темпы были незначительно ниже сопоставимых показателей предыдущих месяцев. Вместе с тем действие эффекта низкой базы обусловило заметное замедление снижения объема розничного товарооборота к соответствующему периоду предыдущего года – до 7,3% в январе 2016 г. (ноябрь и декабрь 2015 г. – 13,1 и 15,3% соответственно) (рис. 1.15). В I квартале 2016 г., как ожидается, потребительский спрос будет оставаться относительно слабым, однако темпы сокращения расходов домашних хозяйств на конечное потребление продолжат замедляться до 5,5–6,5% к соответствующему периоду предыдущего года, в том числе с учетом эффекта низкой базы.

Также следует отметить, что сокращение потребительского спроса сопровождалось опережающим падением импорта. Таким образом, по потребительским товарам продолжался процесс импортозамещения, что подтверждается снижением доли импорта в товарных ресурсах

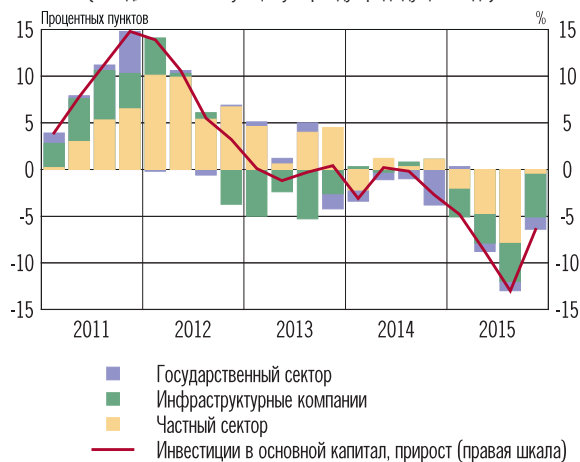
⁷ Сбережения включают прирост (уменьшение) вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах индивидуальных предпринимателей, изменение задолженности по кредитам, приобретение недвижимости, покупку населением скота и птицы. Норма сбережений – отношение сбережений к располагаемым денежным доходам населения.

⁸ См. на сайте Банка России в разделе «Денежно-кредитная политика».

Рисунок 1.16

Инвестиции в основной капитал государственного, частного секторов и инфраструктурных компаний

(вклад, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

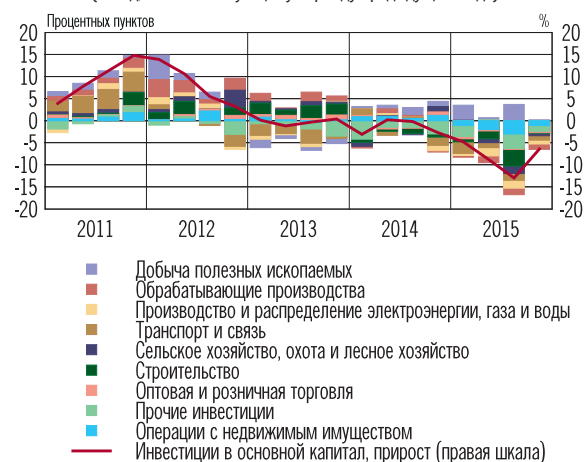
розничной торговли. Сохранению данной тенденции в первой половине 2016 г. будет способствовать в том числе влияние произошедшего в конце 2015 – начале 2016 г. ослабления рубля, которое выразится в повышении ценовой конкурентоспособности российских товаров.

Инвестиционный спрос также оставался слабым на фоне сохранения повышенной экономической неопределенности, умеренно жестких кредитных условий и значительной долговой нагрузки у многих компаний. Сокращение валового накопления (включая динамику запасов) по итогам 2015 г. составило 18,3%. В IV квартале 2015 г. объем инвестиций в основной капитал (с учетом коррекции на сезонность) стабилизировался на низких уровнях, отражая прохождение острой фазы инвестиционного кризиса. При этом годовые темпы спада с учетом эффекта низкой базы заметно снизились – до 6,4 с 13,0% в III квартале. Значительный вклад в падение вложений в основной капитал продолжили вносить инфраструктурные компании (рис. 1.16). Устойчивая негативная динамика инвестиций сохранялась в транспорте и связи, производстве и распределении электроэнергии, газа и воды, а также в обрабатывающих производствах. Небольшой положительный вклад в изменение совокупного показателя инвестиций в IV квартале внесли компании добывающего сектора, однако его размер значительно сократился относительно предыдущего квартала (рис. 1.17).

Рисунок 1.17

Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности

(вклад, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

По предварительным оценкам⁹, в начале 2016 г. продолжилось замедление годовых темпов снижения инвестиций в основной капитал относительно второй половины предыдущего года. Об этом свидетельствует динамика косвенных индикаторов инвестиционного спроса: темпов прироста объема работ в строительстве, в том числе жилищном, и производства инвестиционных товаров (рис. 1.18). Продолжение улучшения годовых показателей в первом полугодии 2016 г. в первую очередь будет связано с эффектом низкой базы. В текущей динамике не ожидается существенных изменений на фоне сохранения действия относительно неблагоприятных внешних факторов, ограниченный со стороны внутреннего спроса и умеренно жестких кредитных условий. В I квартале 2016 г. темпы снижения инвестиций в основной капитал в годовом выражении, по оценке Банка России, составят 5–7%.

Сокращение запасов материальных оборотных средств, которое вносило существенный негативный вклад в динамику ВВП в 2015 г., также продолжит замедляться. Уровень запасов уже находится на относительно низком уровне, учитывая, что их коррекция, поддерживаемая ожиданиями замедления роста спроса, продолжается более трех лет.

⁹ В соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 9.06.2015 № 1061-Р о внесении изменений в Федеральный план статистических работ с 1 января 2016 г. публикация ежемесячных данных по инвестициям в нефинансовые активы отменена.

Рисунок 1.18



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.19



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Слабый потребительский и инвестиционный спрос продолжил ограничивать активность производства. Вместе с тем выпуск в промышленности поддерживался устойчивым ростом экспортных операций, а также частичным переключением внутреннего спроса на товары отечественного производства.

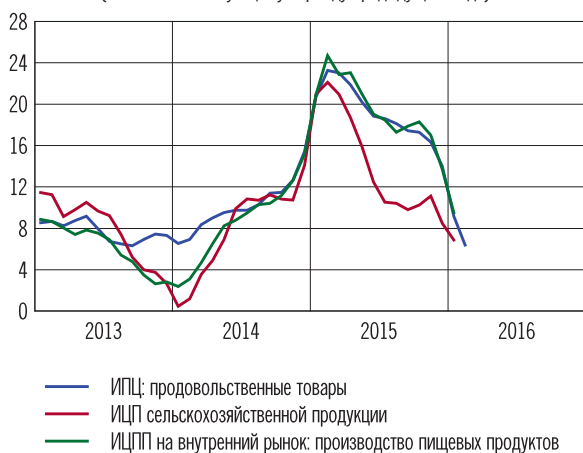
По итогам 2015 г. промышленное производство снизилось на 3,4%, в январе 2016 г. – на 2,7% (к январю 2015 г.). В январе 2016 г. сохранились тенденции, характерные для 2015 г. в целом: добывающие производства показывали слабopоложительный рост, производство электроэнергии, газа и воды стагнировало, выпуск обрабатывающей промышленности сокращался. Однако ряд отраслей обрабатывающей промышленности демонстрировал положительную динамику. Внешний спрос и импортозамещение обусловили относительно стабильный рост производства сырья и промежуточных материалов (рис. 1.19). В этом секторе позитивную динамику, помимо добывающей промышленности, показывали также химическая промышленность и производство резиновых изделий (см. врезку «Анализ факторов роста выпуска в отдельных обрабатывающих производствах»). В положительной области по-прежнему остаются годовые темпы прироста пищевой промышленности. Однако в целом производство товаров, ориентированное на потребительский и инвестиционный спрос, сокращалось (с коррекцией на сезонность). Со-

храняющаяся высокая неоднородность динамики производственной активности, в частности в обрабатывающей промышленности, отражалась в увеличении разброса показателей экономического роста в региональном разрезе (см. Приложение «Экономическая ситуация в регионах России»), что в дальнейшем может повышать риски для устойчивости экономического роста в целом.

С учетом отраженных выше тенденций в динамике экономической активности в I квартале 2016 г. Банк России прогнозирует снижение ВВП на 1,7–2,5%, что несколько ниже оценок, сделанных в декабре 2015 г. (1–2% в базовом сценарии). Во II квартале 2016 г. снижение ВВП продолжит замедляться – до 0,3–1,8% к соответствующему периоду предыдущего года. Таким образом, краткосрочный прогноз ВВП остается относительно стабильным, несмотря на произошедшее ухудшение внешних условий. Такая устойчивость определяется следующими факторами. Во-первых, предполагается дальнейшая адаптация со стороны внутреннего спроса за счет гибкой реакции курса рубля на ухудшение условий торговли, которая поддерживает конкурентоспособность российской продукции и развитие импортозамещения. Во-вторых, несмотря на снижение цен на нефть, с учетом ожидаемого в целом стабильного роста мировой экономики предполагается сохранение устойчивого роста внешнего спроса на российский экспорт (на уровне 2–5%

Рисунок 1.20

Прирост цен производителей и потребительских цен на продовольственные товары (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

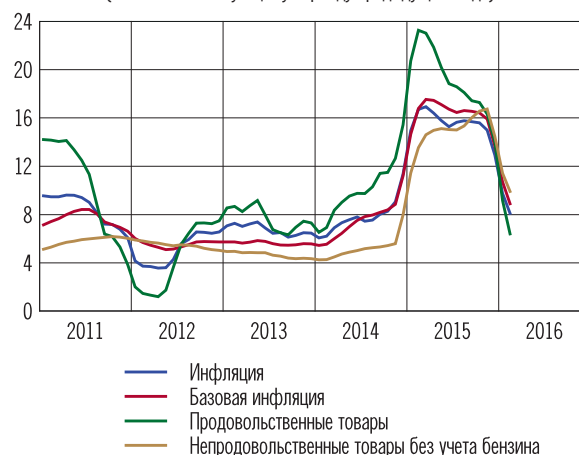
к предыдущему году). В-третьих, несмотря на сопоставимый с 2015 г. масштаб ослабления рубля, прогнозируется более сдержанная реакция инфляции (подробнее см. ниже), что ограничит снижение реальных доходов и, соответственно, потребления. В-четвертых, отсутствие существенных негативных изменений настроений субъектов экономики в ответ на ухудшение внешней конъюнктуры позволяет ожидать менее значительной негативной реакции инвестиций и выпуска, чем в предыдущем эпизоде (в начале 2015 г.).

В конце 2015 – начале 2016 г. понижающиеся ценовые тренды на мировых рынках энергоносителей, продовольствия и аграрного сырья, дальнейшее сокращение внутреннего спроса, меры, принимаемые предприятиями по сдерживанию роста затрат (в том числе на оплату труда), оказывали заметное влияние на ценовые процессы в российской экономике (рис. 1.20–1.22). В частности, уменьшалось давление на потребительские цены со стороны затрат: продолжилось снижение годовых темпов роста цен производителей в промышленности, сельскохозяйственном производстве, тарифов на грузовые перевозки. В январе 2016 г. годовой прирост цен производителей в указанных видах деятельности находился в диапазоне от 6,9 до 8,2% (в декабре 2015 г. – 8,5–11,5%) (рис. 1.20).

С другой стороны, ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры в рассматриваемый пе-

Рисунок 1.21

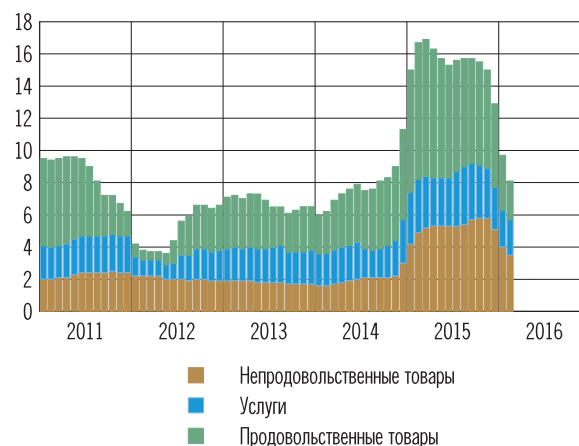
Динамика цен на потребительские товары и услуги (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.22

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

риод сопровождалось ускорением темпов ослабления рубля, подталкивавшим цены вверх. Тем не менее, месячная инфляция с исключением сезонности, по оценке, в январе 2016 г. продолжила снижение, наблюдаемое с октября 2015 г., в феврале – осталась на январском уровне. Это указывает на доминирование ограничений со стороны спроса (см. врезку «О факторах инфляции в начале 2016 года»).

Быстрое замедление годового роста потребительских цен (рис. 1.21–1.22) также в значительной мере связано с эффектом высокой базы (в конце 2014 – начале 2015 г. произошел ценовой всплеск, обусловленный резким ослаблением рубля).

Таблица 1.2

Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2014				2015													
		I	II	III	IV	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	2016	
																		Январь	Февраль
Инфляционные ожидания (абсолютные), %																			
Население																			
ФОМ	следующие 12 месяцев	11,8	11,7	12,5	15,5	16,6	18,1	14,0	14,3	15,0	13,9	14,8	16,0	15,3	15,8	16,4	16,7	15,7	
ФОМ (расчеты Банка России)	следующие 12 месяцев	8,1	9,0	9,6	14,4	16,1	15,5	11,9	11,6	12,2	12,6	13,8	14,5	13,7	15,1	12,8	10,8	8,0	
Профессиональные аналитики																			
Bloomberg	2016								6,9	6,7	6,8	6,9	7,0	7,3	7,5	7,2	8,0	8,3	
Интерфакс	2016					7,7	6,5	7,0	7,2	6,7	6,1	6,4	7,4	7,2	7,2	7,6	8,5	8,3	
Thomson Reuters	2016													7,7	7,0	7,5	8,1	7,9	
Финансовые рынки																			
ОФЗ-ИН	следующие 8 лет									5,8	6,5	6,4	5,8	5,6	5,8	6,2	6,3		
ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)	следующие 8 лет									7,4	8,0	8,1	7,3	7,1	7,3	7,7	7,8		
Рынок облигаций	следующий квартал	7,1	7,2	8,1	8,7	-	-	11,2	-	15,8	-	-	14,8	-	-	14,6			
Рынок МБК	следующий квартал	7,2	8,2	8,6	10,0	-	-	14,7	-	17,4	-	-	15,0	-	-	13,2			
Инфляционные ожидания (баланс ответов*)																			
Население																			
ФОМ	следующие 12 месяцев	84	85	84	83	84	78	76	74	72	74	73	80	80	82	83	85	82	
ФОМ	следующий месяц	79	82	76	77	75	71	68	62	59	63	67	71	73	79	78	80	76	
Предприятия																			
РЭБ	следующие 3 месяца	26	26	32	70	62	48	32	20	6	14	30	28	46	38	48			
Банк России (ДБН)	следующие 3 месяца	14,3	12,4	13,9	30,3	25,9	20,2	14,8	11,5	11,6	13,3	13	12,1	13,2	15,4	17,3	15,6		
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	42	41	41	43	-	-	31	-	-	-	-	30	-	-	29			
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	6	5	2	5	-	-	7	-	-	-	-	2	-	-	2			

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

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

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

Финансовое положение организаций

В 2015 г. сальдированный положительный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций в действующих ценах составил 8422 млрд руб., превысив показатель 2014 г. на 53,1%. Среди основных видов деятельности в наибольшей мере возросло сальдо прибылей и убытков в транспорте и связи (в 2,1 раза) и обрабатывающих производствах (на 64,8%).

Росту положительного сальдированного финансового результата способствовали меры по оптимизации затрат, принимаемые предприятиями под влиянием усиления спросовых ограничений и ухудшения условий заимствований. Так, в течение девяти месяцев 2015 г. показатели эффективности деятельности (рентабельность продаж, активов) были выше, чем в 2013–2014 годах. Отчасти высокие значения темпов роста сальдо прибылей и убытков были обусловлены низкой базой сопоставления: в 2014 г. оно сократилось на 9,1% по сравнению с 2013 г. в значительной мере под влиянием ухудшения внешнеэкономических условий во второй половине года.

В результате в феврале 2016 г. инфляция составила 8,1% (по отношению к февралю 2015 г.). Продолжилось замедление удорожания продовольственных товаров и услуг (к соответствующему месяцу прошлого года). С декабря 2015 г. снижается годовой темп роста цен на непродовольственные товары после периода повышения, наблюдавшегося с ноября 2014 года.

Следует отметить, что на начало 2016 г. сохранялось смещение в относительных ценах в пользу продовольствия по сравнению с показателями предыдущих лет, которое сформировалось в начале 2015 г. в результате ускоренного удорожания продуктов питания и не в полной мере скорректировалось за год. С учетом этого в текущем году можно ожидать более медленного роста цен продовольствия по сравнению с ценами на непродовольственные товары и услуги, что обеспечит дальнейшее сближение относительных цен со значениями, наблюдавшимися до ценового шока начала 2015 года.

Сохранение спросовых ограничений на фоне проведения относительно консервативной бюджетной и умеренно жесткой денежно-кредитной политики будет формировать условия для дальнейшего снижения инфляции. Однако во II квартале 2016 г. возможно некоторое повышение годовой инфляции из-за низкой базы сравне-

ния (во II квартале 2015 г. на фоне подстройки рынков к ослаблению спроса и краткосрочного укрепления рубля рост потребительских цен был небольшим). По оценкам Банка России, годовая инфляция в марте 2016 г. составит 7,4–7,6%, оказавшись заметно ниже ожидаемого Банком России год назад уровня (9%)¹⁰. При этом с учетом действия эффекта базы в июне годовой темп инфляции повысится до 8,1–8,5%, что несколько выше прогноза, представленного в предыдущем Докладе.

Как и ранее, основные инфляционные риски связаны с неопределенностью внешнеэкономической конъюнктуры и динамикой инфляционных ожиданий субъектов экономики, которые остаются повышенными (табл.1.3). Кроме того, дополнительным источником роста цен будет реализованное с начала 2016 г. повышение акцизов по отдельным товарам. Совокупный вклад данного фактора в годовую инфляцию, по оценкам Банка России, может составить около 0,5 п.п. (см. врезку «Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2016 году»).

Повышение инфляционных рисков во второй половине декабря 2015 – начале 2016 г., обусловленное снижением цен на нефть и ослаблением рубля, стало основной причиной сохранения Банком России на неизменном уровне ключевой ставки в январе 2016 года.

¹⁰ Пресс-релиз Банка России от 13.03.2015 «О ключевой ставке Банка России».

Анализ факторов роста выпуска в отдельных обрабатывающих производствах

В 2015 г. динамика выпуска в обрабатывающих производствах определялась тремя основными факторами. Главным являлось негативное влияние общего ослабления спроса в экономике, которое привело к уменьшению объемов выпуска в этом секторе. Тем не менее, некоторые факторы сдерживали темпы этого снижения. Поддержку выпуску оказывал, во-первых, внешний спрос: экспорт товаров и услуг вырос в 2015 г. на 3,1% (к 2014 г.). Во-вторых, меньшему сокращению выпуска способствовало импортозамещение, то есть смещение структуры рынка в пользу отечественных производителей. И этот фактор играл важную роль: промышленное производство в 2015 г. сократилось только на 3,7% при падении импорта промышленных товаров на 37%.

Рассмотрим влияние факторов поддержки выпуска на примере видов деятельности, в которых в 2015 г. наблюдался рост выпуска. Это пищевая, химическая промышленность и производство резиновых изделий, выделяемое в подотрасль, отдельную от химических производств.

Вклад каждого из указанных трех факторов в изменение индекса физического объема выпуска был оценен следующим образом. Рассматривались товарные позиции, в основном определяющие динамику выпуска в конкретной отрасли. Изменение выпуска в i -том периоде по каждой из них было представлено как результат изменения экспорта X_i и внутреннего спроса. Последний удовлетворялся за счет отечественного производства $Prod_i$ и импорта M_i . Общая величина ресурсов конкретного товара TR_i определяется как суммарная величина внутреннего производства и импорта за вычетом экспорта: $TR_i = Prod_i + M_i - X_i$. Наличие необходимых статистических данных определило выбор периодов: сравнивается выпуск в январе-сентябре 2015 г. ($i=1$) с уровнем сопоставимого периода 2014 г. ($i=0$).

Влияние изменения внутреннего спроса на динамику выпуска было разделено на две составляющие: качественную и количественную. Под первой понимается изменение доли импорта в ресурсах данной товарной позиции и трактуется как изменение производства, обусловленное импортозамещением $\Delta Prod_{import-substitution}$. Оно определяется как разница между фактическим объемом производства в 2015 г. и его гипотетическим объемом, необходимым для сохранения прежней, как правило, более высокой доли импорта в товарных ресурсах:

$$\Delta Prod_{import-substitution} = -(M_i/TR_i - (M_0/TR_0)) * TR_i,$$

Количественный фактор отражает изменение производства по причинам, не связанным с импортозамещением:

$$\Delta Prod_{domestic-demand} = ((1 - M_0/TR_0)) * (TR_i - TR_0),$$

где $\Delta Prod_{domestic-demand}$ – изменение производства, обусловленное внутренним спросом.

Изменение запасов для целей анализа не учитывалось как несущественное.

Агрегирование полученного разложения динамики выпуска по товарным позициям на уровень видов и подвидов экономической деятельности выполнялось с использованием примерных оценок средних цен, сделанных экспертно по данным из публичных источников.

Как показал анализ, в пищевой промышленности определяющим фактором роста было импортозамещение, обеспечившее, по оценке, более 95% прироста в 2015 году.

В химических производствах в 2015 г. выпуск вырос на 6,2 процентного пункта. Из них вклад импортозамещения составил 2,5 процентного пункта, то есть около 40% прироста. Вклад экспорта составил 0,9 процентного пункта, то есть около 15% прироста. Небольшой вклад со стороны экспорта объясняется растущей конкуренцией на внешних товарных рынках на фоне низкого технологического уровня экспортируемой продукции. Остальные 45% прироста объясняются влиянием иных факторов, не обусловленных импортозамещением. Эта часть увеличения выпуска, в частности, объясняется на 16% ростом спроса на отдельные категории медикаментов, но в основном (на 52%) – особым положением химической промышленности как поставщика промежуточного сырья для других производств, имеющих положительную динамику. В частности, возрос спрос на продукцию основной и специальной химии, используемую в растущих экспортных производствах (в первую очередь в добыче руд, производстве химических волокон, основных химических веществ), а также на специальные присадки, применяемые при переходе на производство топлива по регламенту Евро-5.

В производстве резиновых изделий прирост в 2015 г. составил 2,8%. Не связанные с вытеснением подорожавшего импорта эффекты внесли большой отрицательный вклад в динамику выпуска (-9,3 процентного пункта). Но поскольку производимая продукция (в первую очередь шины для автомобилей и спецтехники) обладает достаточной конкурентоспособностью на внутреннем рынке и на рынках Западной Европы и Азии, импортозамещение и экспорт внесли положительный вклад, компенсировавший снижение внутреннего спроса (7,1 и 5 процентных пунктов соответственно).

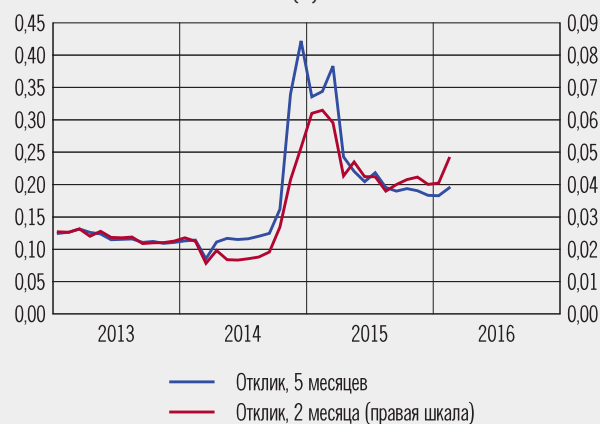
О факторах инфляции в начале 2016 года

В декабре 2015 – январе 2016 г. произошло повышение темпа ослабления рубля, обусловленное ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры, сопоставимое с тем, которое наблюдалось в августе 2015 г. (13,4% против 11,7% соответственно). В августе-сентябре прошлого года, по оценке Банка России, рост потребительских цен (с исключением сезонности) ускорился. Напротив, в январе текущего года инфляция с исключением сезонности, по оценке, снизилась; в феврале – осталась на январском уровне. Это связано в первую очередь с изменением условий, в которых формируется ценовая динамика.

В 2015 г. ключевым фактором инфляции являлась динамика курса рубля, которая, по оценке, сформировала около 5 процентных пунктов (примерно 40%) прироста потребительских цен за год. Ослабление рубля внесло максимальный вклад в инфляцию в начале года, когда оно было дополнено вторичными эффектами усиления курсовой волатильности (ажиотажный спрос, дефицит отдельных товаров на внутреннем рынке в связи с увеличением доходности их экспорта). По оценке, сделанной при помощи модели векторной авторегрессии на скользящем пятилетнем «окне», отклик инфляции¹ на 1%-ное снижение номинального эффективного курса рубля, накопленный за пять месяцев (когда его величина максимальна) и на более коротком (два месяца) горизонте, в начале 2015 г. года увеличился примерно в 3 раза (рис. 1.23). Уже к лету, в связи с исчерпанием вторичных эффектов, величина отклика на импульс упала. С середины 2015 г. прослеживается тенденция к плавному снижению масштаба отклика инфляции на курсовой шок. Тем не менее, и в начале 2016 г. чувствительность инфляции к курсовым шокам оставалась выше значений, сложившихся в период до осени 2014 года. По оценке, в феврале 2016 г. вклад курсовой динамики в годовую инфляцию составил около 3 процентных пунктов.

На формирование тенденции к замедлению месячной инфляции (с исключением сезонности), наблюдаемой с осени 2015 г., по оценке, повлияло нарастание спросовых ограничений. Это являлось результатом как снижения реальных доходов населения, так и изменения его экономического поведения в условиях усиления неопределенности. Так, структура потребления демонстрировала смещение в пользу товаров первой необходимости. Согласно опросам, у домохозяйств оставалось все меньше средств для совершения крупных покупок, тем более впрок. Спрос на потребительский кредит сокращался в связи с высокой стоимостью заемных ресурсов и неуверенностью россиян в будущих доходах. Под влиянием мотива предосторожности наметилась тенденция к росту склонности населения к сбережению. В целом вклад спросовых ограничений в замедление инфляции в декабре 2015 г. (к соответствующему ме-

Рисунок 1.23
Накопленный за 2 и 5 месяцев отклик инфляции (без ЖКХ) на единичный импульс номинального эффективного курса рубля (%)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Без учета тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства, на изменении которых курсовая динамика не сказывается.

сяцу предыдущего года) оценивается на уровне около 1 процентного пункта, в феврале 2016 г. – до 1,5 процентного пункта.

Ослабление спроса усиливает рыночную конкуренцию, что создает стимулы для производителей к снижению затрат, повышению качества продукции, и это может стать дополнительным фактором замедления инфляции.

Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2016 году

Налоговый кодекс Российской Федерации предусматривает ежегодную индексацию ставок акцизов на отдельные товары, входящие в корзину товаров и услуг для расчета индекса потребительских цен. С 1 января 2016 г. возросли акцизы на автомобильный бензин, легковые автомобили, сигареты и алкогольную продукцию (табл. 1.3).

Наиболее значительный рост продемонстрировали акцизы на автомобильный бензин. Величина акциза на литр бензина с 1 января выросла на 1,5 руб., а с 1 апреля ожидается его увеличение еще на 2 рубля. Полный перенос роста акциза в розничную цену топлива при прочих равных условиях приведет к росту цен на бензин на 10,4%, что внесет в инфляцию в 2016 г. около 0,3 процентного пункта (табл. 1.4). Вместе с тем зависимость оптовых цен на бензин от «нетбека»¹, а также снижение спроса на внутреннем рынке могут частично компенсировать указанный рост цен.

Значительный рост ставки акциза произошел также на рынке табачной продукции. Цена пачки сигарет может увеличиться на 7 руб. (или на 10%), что внесет в годовую инфляцию еще 0,1 процентного пункта. Увеличение акцизных ставок на алкогольную продукцию и легковые автомобили окажет незначительное влияние на инфляцию. Совокупный вклад прироста акцизов на вышеуказанные товары в годовую инфляцию может составить около 0,5 процентного пункта.

Таблица 1.3

Изменение ставки акцизов и их доля в стоимости подакцизных товаров (%)

Подакцизный товар	Темп прироста акциза в 2016 г.	Доля акциза в потребительской цене товара в 2015 г.
Автомобильный бензин	38/82,2*	12,9
Легковые автомобили	10,2	4,1
Сигареты	25,5	52,6
Алкогольная продукция	5,9	24,6

* С учетом планируемого повышения акцизов на бензин с 1 апреля 2016 года.

Источник: расчеты Банка России.

Таблица 1.4

Влияние изменения ставки акцизов на потребительские цены

Подакцизный товар	Темп прироста потребительской цены в 2016 г., %	Вклад в годовую инфляцию 2016 г., процентных пунктов
Автомобильный бензин	4,8/10,4*	0,14/0,33*
Легковые автомобили	0,4	0,03
Сигареты	10,0	0,10
Алкогольная продукция	1,4	0,06
Совокупный вклад в инфляцию	-	0,52

* С учетом планируемого повышения акцизов на бензин с 1 апреля 2016 года.

Источник: расчеты Банка России.

¹ Netback – экспортная цена продукции за вычетом вывозных пошлин и транспортных расходов.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Внешнеэкономические условия, в первую очередь ситуация на финансовых и товарных рынках в январе-марте 2016 г., в большей степени соответствовали рисковому сценарию, представленному в предыдущем выпуске Доклада.

В IV квартале 2015 – I квартале 2016 г. начали реализовываться риски, связанные с охлаждением экономики Китая, ускорением оттока капитала и дестабилизацией ситуации на китайском финансовом рынке. Замедление экономического роста в Китае, а также в ряде развивающихся и сырьевых экономик, имеющих с ним тесные экономические связи, в среднесрочном периоде ухудшает перспективы роста мирового спроса на энергоресурсы. Краткосрочные прогнозы увеличения предложения на рынке энергоносителей с учетом снятия санкций с Ирана и вероятного восстановления экспорта из Ливии пересмотрены в сторону повышения. Рекордно высокий уровень запасов нефти, сформировавшийся в мировой экономике к настоящему моменту, будет препятствовать скорому возвращению рынка энергоресурсов в равновесие. По оценкам МЭА, баланс спроса и предложения на рынке нефти восстановится лишь к концу 2017 г., чему в том числе будет способствовать замедление роста предложения по сравнению со спросом в результате существенного сокращения инвестиций в добычу нефти. Указанные факторы в совокупности обуславливают снижение среднесрочных прогнозов участников рынка по цене на нефть.

С учетом этого Банк России пересмотрел вниз траекторию изменения цены на нефть, закладываемую в базовый сценарий макроэкономического прогноза. Предполагается, что среднегодовая цена на нефть марки «Юралс» сложится на уровне около 30 долл. США за баррель в 2016 г., около 35 долл. США за баррель в 2017 г. и около 40 долл. США за баррель в 2018 году.

Учитывая сохраняющуюся внешнюю неопределенность, Банк России также рассматривает рисковый сценарий, реализация которого может быть прежде всего следствием более негативного развития событий в экономике Китая и других СФР, а также более выраженного влияния на ценовую конъюнктуру сырьевых рынков политических аспектов и повышенной нервозности участников рынка. В данном сценарии предполагается снижение цены на нефть марки «Юралс» до 25 долл. США за баррель в 2016 г. и сохранение ее на низком уровне в 2017–2018 годах.

Усиления опасений относительно дальнейшего замедления роста экономики Китая и торможения мировой экономики будут оказывать влияние на мировые финансовые рынки по двум каналам. С одной стороны, предполагается, что центральные банки крупнейших стран с развитыми рынками – прежде всего ФРС США (см. раздел 1) и ЕЦБ – на прогнозном горизонте будут поддерживать несколько более мягкую денежно-кредитную политику, чем ожидалось ранее. С другой стороны, усиление рисков для глобальной экономики выразится в сохранении повышенного уровня неприятия риска инвесторами. Второй фактор, вероятнее всего, будет иметь преобладающее значение как минимум до конца 2016 г., что будет сказываться на динамике фондовых индексов и страновых премий за риск для СФР и ухудшать кредитные условия на мировых рынках капитала в целом.

В обоих рассматриваемых сценариях предполагается сохранение финансовых и экономических санкций в отношении России до конца прогнозного периода (2016–2018 гг.). Вследствие этого изменение настроений инвесторов на мировых финансовых рынках будет оказывать ограниченное воздействие на динамику вложений в российские финансовые активы. В 2016 г. как в базовом, так и в рисковом сценарии основным компонентом оттока капитала

Рисунок 2.1

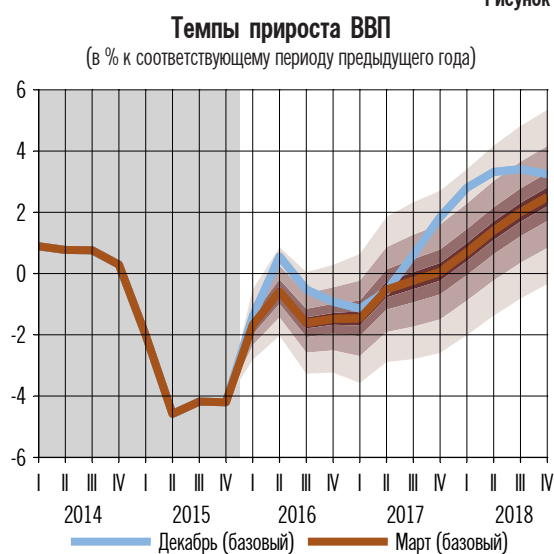


Рисунок 2.2



из российской экономики останется погашение внешнего долга. По оценкам, в 2016 г. фактическое чистое сокращение внешних финансовых обязательств частного сектора составит порядка 30 млрд долл. США. В дальнейшем, по мере сокращения объема задолженности и более активного использования альтернативных источников внешних заимствований значимость данного фактора будет уменьшаться. Отток капитала в последующие годы будет формироваться в большей степени под влиянием роста иностранных активов банковского и реального секторов российской экономики (см. Приложение «Прогноз платежного баланса на 2016–2018 годы»).

В условиях сохранения сдержанной динамики мирового спроса внешнее инфляционное давление в обоих рассматриваемых сценариях останется умеренным, чему будет способствовать, помимо сохранения низких цен на энергоносители, благоприятная ситуация на мировом рынке продовольствия. По оценкам международных аналитических агентств, ожидается продолжение снижения мировых цен на продовольствие в 2016 г. при наличии значительных запасов и сохранении избытка предложения. В 2017 г. прогнозируется стабилизация, а затем постепенное восстановление мировых цен на продовольствие по мере роста мировой экономики.

Реакция российской экономики на очередной виток снижения цен на нефть в нача-

ле 2016 г., по оценкам, окажется существенно меньше, чем в прошлом году. Это обусловлено происшедшей в течение прошлого года адаптацией экономики к изменившимся макроэкономическим условиям, проявлениями которой являются развитие импортозамещения в ряде отраслей обрабатывающей промышленности, устойчивый рост экспорта и снижение в нем доли нефти и нефтепродуктов в долларовом выражении. Кроме того, важной предпосылкой умеренной реакции показателей экономической активности на очередное снижение цен на нефть является стабилизация настроений экономических агентов, в настоящее время имеющих опыт работы в условиях низких цен на нефть. Об этом свидетельствует динамика различных индикаторов ожиданий, формируемых по данным опросов (в том числе индекс предпринимательской уверенности Росстата, индексы деловой активности PMI).

Важным фактором формирования совокупного спроса в течение прогнозного периода будет являться бюджетная политика. С учетом существенного ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры по сравнению с параметрами, используемыми для бюджетных проектировок, высока вероятность того, что дефицит федерального бюджета по итогам 2016 г. превысит целевой уровень 3%. Даже с учетом принятых к настоящему моменту изменений в налоговой и тарифной политике, по оценкам Банка России, доходы федерального бюджета в 2016 г.

снижаться до 14–15% ВВП с 17,0% ВВП в 2015 году¹. С учетом этого в базовый сценарий развития российской экономики Банк России закладывает предпосылку о последовательной реализации начиная с 2016 г. мер, направленных на консолидацию бюджета и, соответственно, последовательное сокращение бюджетного дефицита для обеспечения устойчивости государственных финансов. Принимая во внимание распределенное во времени действие на экономику бюджетных показателей предыдущих лет, влияние бюджетной политики на совокупный спрос в 2016–2017 гг. будет нейтральным, а в 2018 г. может оказаться несколько сдерживающим.

Следует отметить, что неопределенность относительно масштаба, характера и времени пересмотра параметров бюджетной политики и способов финансирования дефицита остается высокой. В этих условиях Банк России при подготовке прогноза и выработке решения по ключевой ставке, помимо базового сценария, рассматривает альтернативные варианты развития ситуации с учетом возможных изменений бюджетной политики в целях оценки необходимости соответствующей подстройки денежно-кредитной политики.

Таким образом, с учетом ухудшения внешних условий и при описанной бюджетной политике прогноз ВВП на 2016 и 2017 гг. пересмотрен в сторону снижения относительно предыдущего Доклада, однако по-прежнему предполагает заметное замедление спада по сравнению с 2015 годом. Сокращение ВВП в 2016 г., по оценкам, составит 1,3–1,5% после 3,7% в 2015 году.

Денежно-кредитные условия в 2016 г. будут оставаться умеренно жесткими, однако будут постепенно смягчаться в течение прогнозного периода. Одним из факторов снижения процентных ставок по пассивным операциям банков может являться ожидаемое масштабное расходование средств Резервного фонда (для покрытия бюджетного дефицита). Его резуль-

татом может быть переход банковского сектора к структурному профициту ликвидности².

В случае формирования структурного профицита ликвидности подход Банка России к управлению ставками денежного рынка и система инструментов денежно-кредитной политики останутся неизменными. Место аукционов репо на срок 1 неделя займут депозитные аукционы с аналогичными параметрами. Кроме того, по мере увеличения профицита ликвидности Банк России может принять решение о компенсации ее среднесрочного избытка путем выпуска собственных облигаций. Объем привлечения средств будет определяться на основе прогноза ликвидности банковского сектора. При необходимости будут проводиться операции «тонкой настройки» на срок от 1 до 6 дней как по предоставлению, так и по абсорбированию ликвидности. Данные меры позволят Банку России в среднесрочной перспективе сохранить контроль над краткосрочными ставками межбанковского кредитного рынка (МБК) и удерживать их вблизи ключевой ставки. Тем не менее, переход к структурному профициту может сопровождаться изменением положения ставок МБК внутри коридора процентных ставок Банка России – некоторым снижением их уровня по сравнению с периодами дефицита ликвидности. По оценкам Банка России, данное изменение окажется относительно небольшим (до 50 б.п.) и будет происходить постепенно. Банк России будет учитывать данный фактор при принятии решений об изменении ключевой ставки, что предотвратит избыточное смягчение денежно-кредитных условий на прогнозном горизонте.

Банк России также может принять дополнительные меры для абсорбирования притока ликвидности по бюджетному каналу.

Поступление дополнительных средств на депозиты банков по бюджетному каналу может уменьшить стремление кредитных организа-

¹ ВВП рассчитан по методологии СНС-2008.

² Ситуация, характеризующаяся превышением потребности банков в размещении средств в Банке России над их потребностью в рефинансировании. При переходе к профициту ликвидности предполагается постепенное сокращение (и в конечном итоге обнуление) задолженности кредитных организаций по основным операциям рефинансирования Банка России – аукционам репо и кредитным аукционам под залог нерыночных активов.

ций конкурировать за вкладчиков, что скажется на формировании депозитных ставок.

Вместе с тем сохранение высоких кредитных рисков, которое находит отражение в ухудшении качества обслуживания кредитов и повышает нагрузку на капитал банков, будет, напротив, ограничивать смягчение ценовых и неценовых условий кредитования. В сочетании с относительно высокой накопленной долговой нагрузкой домашних хозяйств и компаний реального сектора это будет сдерживать спрос на заемные ресурсы.

С учетом совокупности факторов со стороны спроса и предложения кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте за 2016 г. вырастет, по оценкам, на 3–6%. Рост денежной массы в национальном определении по-прежнему будет опережать увеличение кредита экономике за счет вклада чистого кредита правительству со стороны банковской системы (на фоне расширения дефицита бюджета) и составит 8–11% в 2016 году.

Дальнейшее смягчение денежно-кредитных условий в 2017–2018 гг., постепенное восстановление доходов экономических агентов и нормализация долговой нагрузки будут определять постепенное повышение спроса на заемные ресурсы. Темпы прироста денежной массы в 2017–2018 гг. прогнозируются в диапазоне 8–12%. Прогнозируемые темпы роста денежной массы могут являться источником инфляционных рисков на прогнозном горизонте.

Кроме того, по оценкам Банка России, финансирование бюджетного дефицита за счет расходования средств суверенных фондов может привести к возникновению дополнительного инфляционного давления со стороны монетарных показателей по сравнению с ситуацией финансирования дефицита за счет выпуска ОФЗ. Это обусловлено тем, что при финансировании бюджетного дефицита за счет расходования суверенных фондов в меньшей степени будет происходить вытеснение частного кредита, и при прочих равных условиях темпы роста денежной массы будут несколько выше, что требует соответствующей реакции со стороны денежно-кредитной политики.

В 2017–2018 гг. по мере ожидаемого постепенного восстановления цен на нефть, смягчения денежно-кредитных условий и улучшения деловых настроений ожидается последовательное замедление спада, а затем восстановление экономического роста. В 2017 г. темп прироста ВВП останется около нулевым ((–0,5)–0,5%). Квартальные темпы прироста ВВП, как ожидается, выйдут в конце 2016 – начале 2017 г. в положительную область, и в 2018 г. рост ВВП в реальном выражении составит 1,5–2%.

Сохранение повышенной экономической неопределенности и дальнейшее неблагоприятное изменение внешних условий в первую очередь ухудшают перспективы восстановления инвестиционной активности в российской экономике. Возобновление роста вложений в основной капитал в базовом сценарии ожидается только в 2018 г. (ранее – в 2017 г.). Необходимым условием для него будет являться снижение неопределенности и формирование у экономических агентов устойчивых позитивных ожиданий относительно перспектив российской экономики. Кроме того, для активизации инвестиций нефтегазового сектора важным фактором останется уровень цен на нефть. Поддержку инвестиционной активности в среднесрочной перспективе также будет оказывать постепенное смягчение денежно-кредитных условий.

Фактором сокращения отрицательного вклада валового накопления в прирост ВВП с 2016 г. будет ожидаемая стабилизация динамики запасов материальных оборотных средств, которые уже вышли на относительно низкий уровень после длительного периода коррекции.

Восстановление роста потребительского спроса, как и ранее, ожидается также только в 2018 году. Оно будет происходить по мере улучшения текущей и ожидаемой динамики доходов, смягчения денежно-кредитных условий и соответствующего роста склонности к потреблению. Более уверенное восстановление потребительской активности по сравнению с инвестиционной активностью в 2018 г. определяется ожидаемым сохранением устойчивого уровня занятости и постепенным замедлением сокращения, а затем и положительными темпами роста реальной заработной платы. Указанная

спроса будут оказывать поддержку экономическому росту на протяжении всего прогнозного периода. Одновременно сокращение импорта в 2016–2017 гг. вслед за продолжающимся сжатием внутреннего спроса обеспечит положительный вклад чистого экспорта в прирост ВВП. В 2018 г. он станет отрицательным.

Указанные тенденции физических объемов экспорта и импорта товаров и услуг в совокупности с ценовым фактором обусловят снижение текущего счета с 67 млрд долл. США в 2015 г. до уровня около 40 млрд долл. США в 2016 году. В дальнейшем ожидается постепенное увеличение положительного сальдо текущего счета в результате восстановления цен на нефть и некоторого увеличения ненефтегазового экспорта. При этом с учетом ожидаемого умеренного спроса на иностранные активы, поступлений по текущему счету будет более чем достаточно для погашения внешнего долга. В течение прогнозного периода Банк России будет предоставлять кредитным организациям возможность пролонгации задолженности по операциям валютного рефинансирования, однако есть вероятность, что спрос на данные операции может оказаться ниже.

На протяжении 2016–2017 гг. ожидается постепенное снижение инфляции. Основным фактором, сдерживающим инфляцию в среднесрочной перспективе, будет оставаться слабый внутренний спрос, обусловленный как падением доходов населения в реальном выражении, так и сохранением чистой нормы сбережения (с учетом кредитования) на повышенном уровне.

Дополнительное сдерживающее влияние на темпы роста потребительских цен будет оказывать сокращение издержек производителей. Прежде всего оно будет обусловлено сохранением низких цен на энергоносители при относительно стабильной курсовой динамике.

Положительный вклад в инфляцию в 2016 г., по оценкам, в размере 0,5 процентного пункта внесет рост акцизов на ряд товаров (автомобильный бензин, легковые автомобили, сигареты, алкогольная продукция).

С учетом реализовавшегося в начале 2016 г. ослабления рубля, вызванного главным образом снижением цен на нефть, а также с учетом указанных изменений в налоговой политике

прогноз инфляции на конец 2016 г. составляет 6–7%.

В дальнейшем с учетом проводимой Банком России денежно-кредитной политики прогнозируется снижение инфляции до целевого уровня 4% в 2017 г. и ее сохранение на этом уровне в 2018 году.

В то же время решения по денежно-кредитной политике принимаются не только на основе результатов расчета базового сценария, но и с учетом возможной реализации различных рисков и оценки вероятности их реализации.

Для базового сценария можно выделить ряд рисков, реализация которых при прочих равных условиях может привести к отклонению траекторий основных макроэкономических переменных от описанных выше.

Внутриэкономические риски связаны с бюджетной политикой. Отсутствие мер по снижению бюджетного дефицита может являться источником дополнительного инфляционного давления. Соответственно, для сдерживания инфляционных рисков потребуется проведение более жесткой денежно-кредитной политики.

При принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России также принимает во внимание возможную реализацию рисков сценария, связанного с ухудшением внешних условий.

В рисковом сценарии более неблагоприятное развитие внешней ситуации по сравнению с базовым сценарием обусловит более сильный спад в экономике в 2016–2017 годах. Негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российскую экономику реализуется через сокращение доходов от экспорта, снижение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте, ухудшение ожиданий относительно перспектив роста российской экономики и дальнейшее снижение привлекательности вложений в российскую экономику для российских и внешних инвесторов. Кроме того, возникнет необходимость более существенного сокращения бюджетных расходов по сравнению с базовым сценарием в условиях падения доходов и ограниченных возможностей по финансированию дефицита бюджета. Указанные факторы обусловят сокращение ВВП на 2–3% в 2016 году.

В то же время возможное повышение волатильности на мировых и российских финансовых рынках, предполагаемое в этом сценарии, приведет к резкому ухудшению курсовых и инфляционных ожиданий, которое существенно увеличит инфляционные риски и риски для финансовой стабильности. В этих условиях инфляция будет более высокой, чем в базовом сценарии, и, по оценкам, превысит 7% по итогам 2016 года.

Для предотвращения нарастания указанных рисков Банк России может использовать как меры процентной политики, так и другие инструменты. При реализации данного сценария Банк России не исключает возможности повышения ключевой ставки с последующим ее снижением по мере стабилизации экономической

ситуации. Кроме того, при возникновении угроз для финансовой стабильности Банк России будет готов существенно увеличить объем операций валютного рефинансирования, а также при необходимости осуществлять прямые продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

На текущем этапе, по оценкам Банка России, риски в ценовой динамике распределены несимметрично и в значительной степени смещены в сторону проинфляционных. В связи с этим Банк России 18 марта принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 11% годовых. Для достижения цели по инфляции Банк России может проводить умеренно жесткую денежно-кредитную политику в течение более продолжительного времени, чем предполагалось ранее.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Динамика основных статей платежного баланса России в IV квартале 2015 года

Положительное сальдо текущего счета в IV квартале 2015 г. уменьшилось на 9% в результате сокращения профицита торгового баланса на 30%¹. Однако в целом за 2015 г. профицит текущего счета увеличился до 66 млрд долл. США и превысил уровень 2014 г. за счет более значительного снижения отрицательного вклада баланса неторговых компонентов и баланса услуг. Из неторговых компонентов текущего счета больше всего сократился дефицит баланса инвестиционных доходов в условиях погашения внешнего долга частным сектором (рис. 1).

Динамика статей торгового баланса показала, насколько Россия чувствительна к колебаниям цен на мировых товарных рынках. В 2015 г. мировые цены на нефть снизились почти в 2 раза, а цены на природный газ на европейском рынке – примерно на 30%. В результате стоимостный объем экспорта товаров сократился на 32%, до 340 млрд долл. США. Практически весь объем сокращения стоимостного объема экспорта пришелся на энергоносители и сырьевые товары. Вместе с тем в IV квартале 2015 г. падение цен на нефть замедлилось, годовые темпы сокращения экспорта снизились до 31% с 38% в III квартале 2015 года.

Негативное влияние, которое оказывало снижение цен на стоимостный объем экспорта, частично компенсировалось ростом физических объемов поставок: физический объем экспорта нефти в 2015 г. вырос на 9%, нефтепродуктов на 4% и природного газа на 6%. Рост физического объема экспорта нефти и нефтепродуктов обеспечивался в основном за счет поставок

в Китай и Европу. Позиции России на китайском рынке немного усилились: доля нашей страны в импорте сырой нефти Китаем выросла с 11% в 2014 г. до 13% в 2015 году. Доля России в импорте сырой нефти Европейским союзом существенно не изменилась, оставшись на уровне около 30%. Вместе с тем перспективы для российских поставок энергоносителей неблагоприятны. Обостряется конкуренция с Ираном (в 2011 г. доля импорта сырой нефти в Евросоюз составила 6%) за европейский, ключевой для России рынок: на него приходится более 60% российского экспорта энергоносителей. По прогнозу Международного энергетического агентства, в 2016 г. рост спроса Китая на нефть замедлится, а в Европе потребление не вырастет по сравнению с 2015 годом.

В 2015 г. падение стоимостного объема экспорта лишь частично компенсировалось опережающим по темпам сокращением импорта (-37%). Профицит торгового баланса в 2015 г. в итоге снизился на 23%. Уменьшение импорта товаров происходило главным образом за счет машин, оборудования и транспортных средств и было обусловлено спадом деловой и потребительской активности в России. Вместе с тем в IV квартале 2015 г. падение импорта замедлилось до 31% по сравнению с 38% кварталом ранее в условиях менее значительного, чем в предыдущем квартале, ослабления рубля.

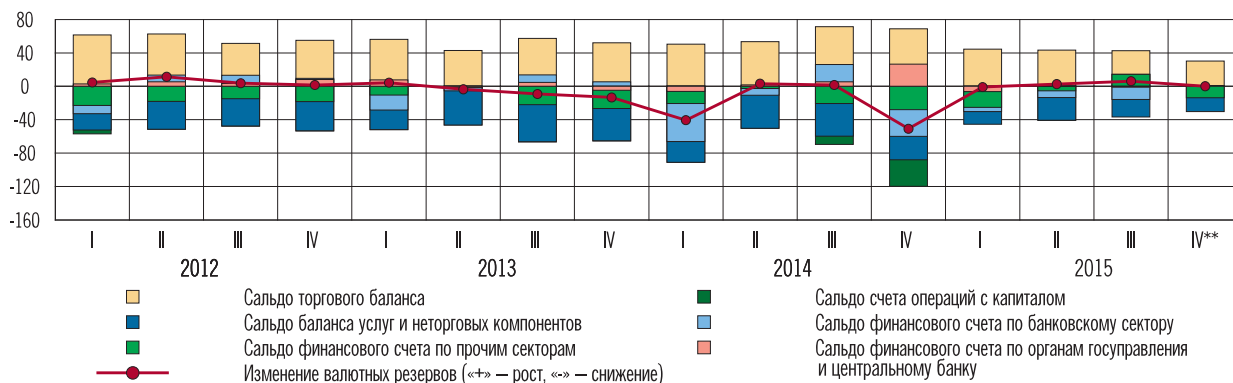
Чистый вывоз капитала, скорректированный на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп», уменьшился с рекордных 132 млрд долл. США в 2014 г. до 50 млрд долл. США в 2015 году. Значительному сокращению оттока частного капитала в 2015 г. способствовала нормализация спроса на иностранные активы со стороны населе-

¹ Здесь и далее темпы прироста к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса*

(млрд долл. США)



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

** IV квартал 2015 г. – оценка.

Источник: Банк России.

ния. В 2015 г., в отсутствие всплесков ажиотажного спроса на наличную иностранную валюту, вывоз капитала главным образом складывался как результат снижения внешних обязательств частного сектора, а не за счет увеличения иностранных активов, как в предыдущие годы. Сокращение обязательств связано с погашением внешнего долга в условиях сужения возможностей его рефинансирования из-за финансовых санкций Евросоюза и США. Внешний долг част-

ного сектора в 2015 г. сократился на 74 млрд долл. США, до 473 млрд долл. США. При этом банки в IV квартале и в 2015 г. в целом сокращали обязательства быстрее, а прочие сектора – медленнее, чем предполагал график погашения внешней задолженности. Сокращение внешних обязательств покрывалось как за счет продажи иностранных активов, так и за счет средств, аккумулируемых по операциям текущего счета.

Прогноз платежного баланса на 2016–2018 годы

По сравнению с прогнозами, представленными в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике, ожидаемые среднегодовые цены на нефть во всех представленных Банком России сценариях существенно понижены на протяжении всего рассматриваемого периода, что оказывает, так же как и пересмотр прогнозов других ключевых макроэкономических показателей¹, значительное влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса.

В базовом сценарии предполагается сохранение цены на нефть марки «Юралс» на уровне 30 долл. США за баррель в среднем в 2016 г. и затем ее плавное восстановление до 40 долл. США за баррель в 2018 году. В результате стоимостной объем экспорта товаров в 2016 г., как и годом ранее, значительно (более чем на 25%) сократится, а в дальнейшем будет увеличиваться умеренными темпами.

В то же время низкие темпы роста совокупного спроса и эффект уже произошедшего ослабления рубля будут оказывать сдерживающее влияние на импорт. Таким образом, импорт в 2016 г. снизится в относительном выражении почти так же сильно, как и экспорт, а в дальнейшем будет восстанавливаться примерно сопоставимыми темпами. Такая динамика импорта будет в значительной степени компенсировать снижение поступлений от экспорта.

В результате сальдо счета текущих операций снизится в 2016 г. до 40 млрд долл. США или 4,1% ВВП (по сравнению с более чем 55 млрд долл. США в декабрьском прогнозе), а затем будет плавно увеличиваться примерно до 50 млрд долл. США (4,2% ВВП) в 2018 г. (рис. 2). Поддерживать сальдо счета текущих операций будет и сохранение на исторически невысоких уровнях отрицательного баланса неторговых компонентов – сокращение внешних обязательств формирует небольшие объемы инвестиционных доходов к выплате.

Основным компонентом оттока капитала в 2016 г. будет вынужденное (в условиях сохра-

няющегося действия международных санкций) погашение внешних обязательств российскими компаниями и банками. По оценкам Банка России, несмотря на то что пик выплат по внешнему долгу уже пройден в конце 2014 – начале 2015 г., в 2016–2017 гг. данный фактор все еще будет вносить заметный вклад в отток капитала. Согласно графику погашения внешнего долга объем платежей банков и прочих секторов в 2016 г. составит порядка 80 млрд долл. США. Однако с учетом продолжающегося притока обязательств по статьям прямых инвестиций², внутригрупповых кредитов и займов, а также рефинансирования части долга фактическое чистое сокращение обязательств частного сектора составит порядка 30 млрд долл. США (в 2015 г. чистые обязательства частного сектора сократились примерно на 65 млрд долл. США при запланированных платежах в объеме более 130 млрд долл. США согласно графику погашения внешнего долга). По мере того как компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего финансирования, а также снижения общего объема долга масштабы оттока капитала, связанного с чистым сокращением обязательств, будут сокращаться (по оценкам Банка России – до уровня ниже 10 млрд долл. США в 2018 г. в рамках базового сценария).

В свою очередь отток капитала, связанный с чистым спросом на иностранные активы, в 2016 г. в рамках базового сценария будет невелик. В долларовом выражении объем доходов резидентов, направляемый на приобретение иностранных активов, снизится на фоне низких темпов роста номинального рублевого ВВП и уже реализовавшегося в конце 2015 – начале 2016 г. ослабления рубля. Кроме того, часть ликвидных иностранных активов будет направлена на финансирование платежей по обязательствам³. В дальнейшем, по мере восстановления ВВП (и доходов экономических агентов) увеличится и спрос на иностранные активы. Однако, учитывая невысокие про-

² В том числе и не связанных с накоплением долга, например таких как разные формы участия в капитале зависимых компаний.

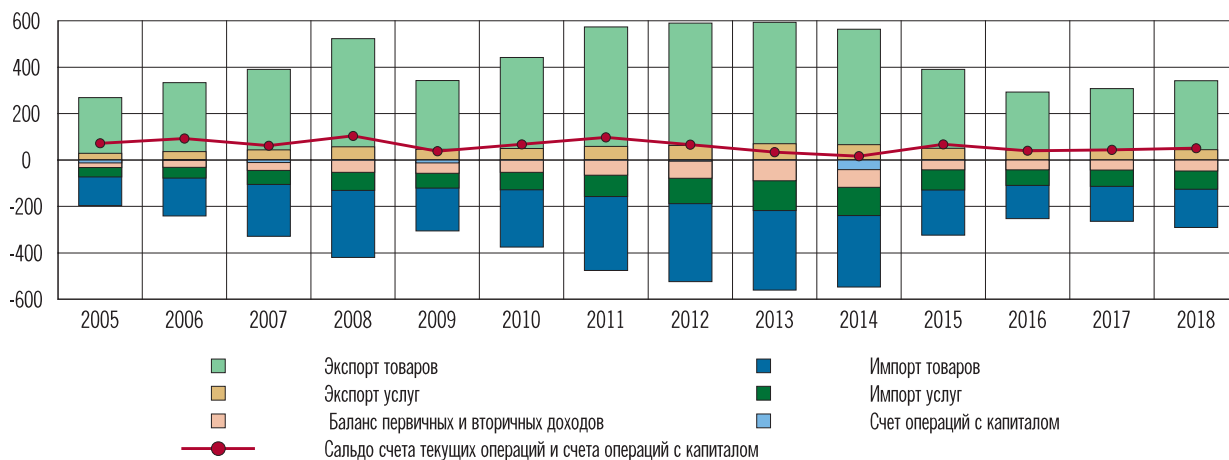
³ С точки зрения статистики платежного баланса сокращение иностранных активов представляет собой приток капитала.

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

Рисунок 2

Структура сальдо счета текущих операций и операций с капиталом*

(млрд долл. США)



* 2016-2018 гг. – прогноз.
Источник: Банк России.

гнозируемые темпы экономического роста, этот процесс будет сравнительно медленным, спрос на иностранные активы останется по историческим меркам сравнительно низким. В отсутствие периодов устойчиво высокой волатильности на внутреннем финансовом рынке спрос населения на валюту будет умеренным, обусловленным нормальными экономическими потребностями. Таким образом, отток капитала, связанный с чистым спросом на иностранные активы, по оценкам Банка России, будет увеличиваться в рамках базового сценария приблизительно с 10 млрд долл. США в 2016 г. до более чем 40 млрд долл. США в 2018 г. и начиная с 2017 г. вновь станет основным компонентом совокупного оттока частного капитала (рис. 3).

Кроме того, в рамках базового сценария ожидается возобновление государственных заимствований на внешних рынках в 2017–2018 гг., что отражено в некотором чистом увеличении обязательств сектора государственного управления. Однако объем его будет крайне незначительным по сравнению с потоками в частном секторе и не будет оказывать заметного влияния на состояние платежного баланса.

В результате прогнозируемая в рамках базового сценария динамика сальдо счета текущих операций и финансового счета не создает предпосылок для значимого изменения международных резервов. В условиях спокойной ситуации на валютном рынке возможно некоторое сокращение спроса кредитных организаций на операции валютного РЕПО с Банком России.

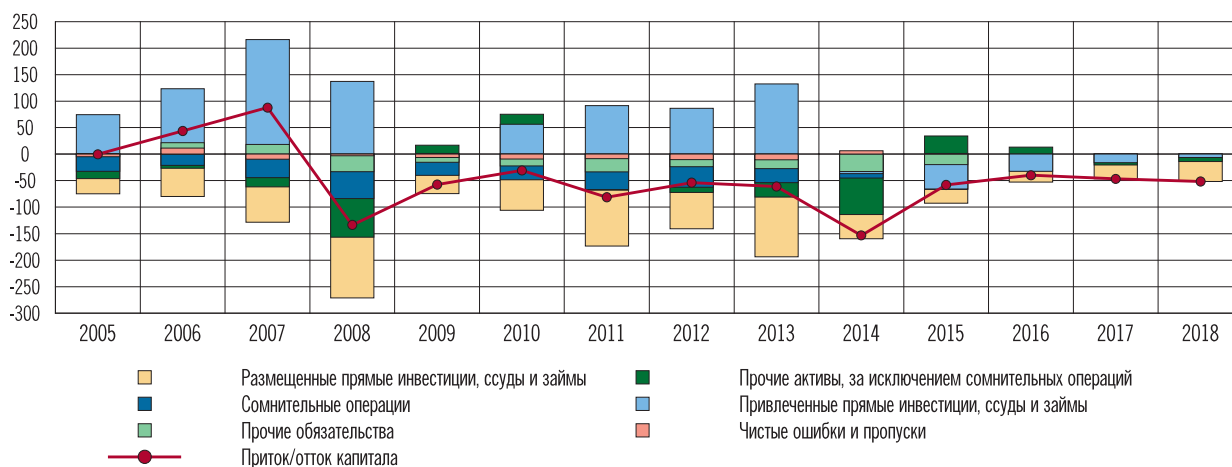
Основные риски для прогноза связаны с динамикой цен на нефть. В рисковом сценарии Банк России рассматривает снижение цен на нефть до 25 долл. США за баррель в 2016 г. и их стабилизацию на этом уровне в течение длительного времени. В этом случае в 2016–2018 гг. поступления от экспорта будут значительно ниже, чем в базовом сценарии. Более низкие темпы экономического роста обусловят также и более низкие объемы импорта по сравнению с базовым сценарием, однако падение экспортных доходов будет существеннее, чем сокращение импорта. При этом экспортные доходы в условиях стабильно низких цен на нефть останутся примерно на одном уровне на протяжении всего прогнозного периода. Импорт, в свою очередь, во второй половине 2017 г. начнет медленно расти по мере восстановления экономической активности. В результате прогнозируется резкое снижение сальдо счета текущих операций в 2016 г. (почти вдвое по сравнению с базовым сценарием) и его плавное сокращение в дальнейшем.

Отток капитала в рамках рисковом сценарии также будет меньше, чем в базовом сценарии. Некоторый рост чистого объема сокращения обязательств, обусловленный тем, что проекты в России станут менее интересными для иностранных инвесторов, а рефинансирование имеющихся займов и привлечение новых обязательств будет затруднено по сравнению с базовым сценарием, компенсируется опережающим сокращением спроса на ино-

Рисунок 3

Структура оттока капитала*

(млрд долл. США)



* 2016-2018 гг. — прогноз.
Источник: Банк России.

странные активы (в долларовом выражении доля доходов, которую резиденты могут направить на приобретение иностранных активов, будет меньше, чем в базовом сценарии). Однако снижение оттока капитала будет не таким значительным, как сокращение сальдо счета текущих операций. Кроме того, в условиях нового падения цен на нефть возможны рост волатильности на валютном рынке и повышенный

спрос на иностранные активы со стороны резидентов. В итоге Банку России в 2017–2018 гг. может потребоваться увеличить объем операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе, а также при необходимости прибегнуть к прямым интервенциям на валютном рынке в случае возникновения рисков для финансовой стабильности.

Экономическая ситуация в регионах России

Показатели экономической активности в 80 субъектах Российской Федерации¹ в 2015 г. демонстрировали неоднородную динамику.

Распределение² темпов прироста реальной заработной платы³ по регионам в январе-ноябре 2015 г. полностью перешло в отрицательную область (рис. 1). При этом неоднородность распределения увеличилась, на что указывает рост стандартного отклонения с 3,4 до 5,5 процентного пункта. Оценка совместного распределения темпов прироста реальной заработной платы в 2014 и 2015 гг. указывает на то, что в 2015 г. падение зарплаты было сильнее в тех регионах, где наблюдался меньший ее прирост в предыдущем году. Таким образом, в отдельных субъектах Федерации проявляется более выраженная инертность в динамике номинальной заработной платы.

Снижение покупательной способности доходов населения привело к сжатию потребительского спроса. Если в 2014 г. в 65 регионах оборот розничной торговли демонстрировал положительную динамику, то в 2015 г. темпы прироста показателя стали отрицательными в большинстве субъектов Федерации (рис. 2). Кроме того, распределение регионов стало еще более неравномерным как по сравнению с предыдущим годом, так и по сравнению с распределением прироста реальной заработной платы в 2015 году.

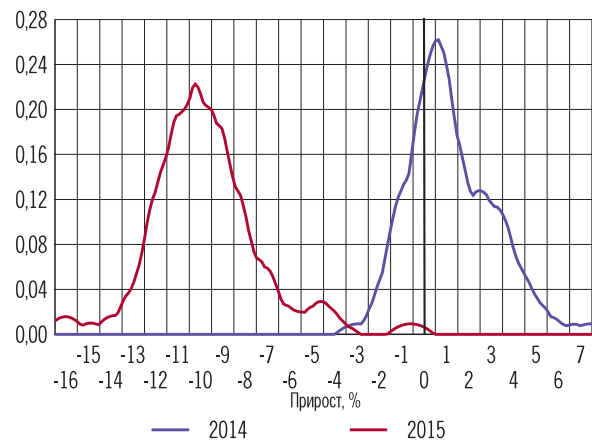
Инвестиции в основной капитал (рис. 3)⁴ уже в 2014 г. демонстрировали негативную динамику во многих субъектах Российской Федерации. В 2015 г. распределение прироста показателя

сильно изменилось: исчезла правая мода, а плотность распределения в отрицательной области стала значительно выше, что отражает глубокий инвестиционный спад во многих регионах России.

Резкое сжатие внутреннего спроса обусловило снижение промышленного производства во многих регионах. Сильнее всего в 2015 г. упал выпуск обрабатывающей промышленности. Несмотря на то, что распределение прироста продукции обрабатывающих производств в 2014 и 2015 гг. внешне выглядит похоже (рис. 4), более детальное изучение показателя указывает на ухудшение ситуации в обрабатывающей

Рисунок 1

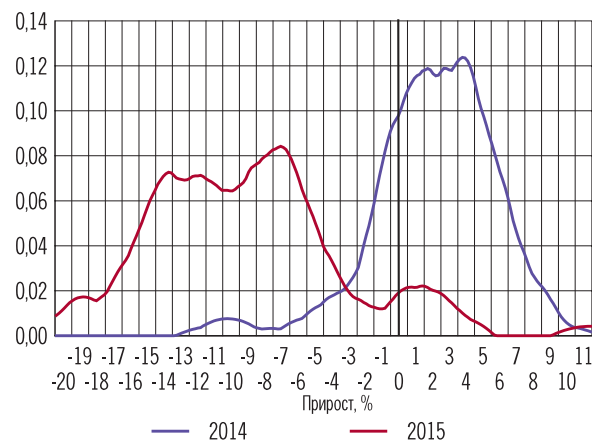
Распределение темпа прироста реальной заработной платы по регионам России
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2

Распределение темпа прироста оборота розничной торговли по регионам России
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Республика Крым и г. Севастополь не учитывались при оценке распределения показателей из-за отсутствия данных за 2014 год.

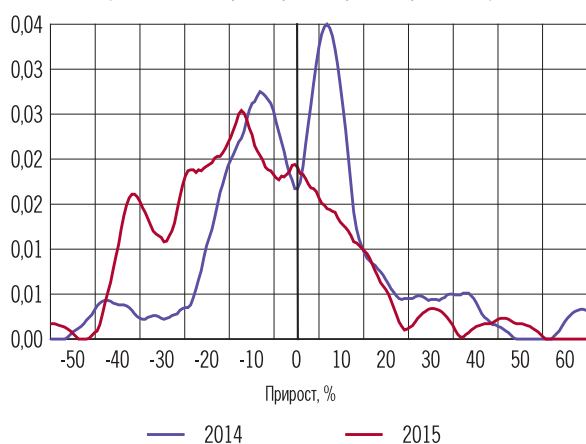
² На рисунках приведены непараметрические оценки функций плотности вероятности. Использовалось ядро Епанечникова. Ширина окна подбиралась для каждой переменной отдельно.

³ По показателям реальной заработной платы и инвестиций в основной капитал рассматривались приросты за январь-ноябрь по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года.

⁴ На графиках с показателями «Инвестиции в основной капитал», «Динамика обрабатывающих производств» не показаны точки распределения с экстремальными значениями.

Рисунок 3

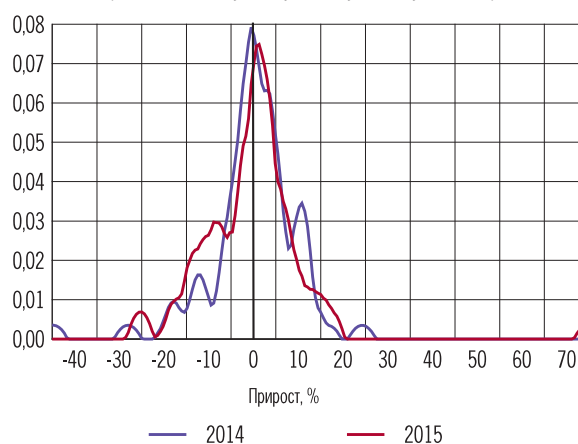
Распределение темпов прироста инвестиций в основной капитал по регионам России
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 4

Распределение темпов прироста выпуска обрабатывающей промышленности по регионам России
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

промышленности в региональном разрезе: исчезла выраженная правая мода распределения и увеличилась плотность распределения приростов на промежутке – 5–23%.

Для более глубокого понимания факторов возросшей неоднородности регионов по рассматриваемому показателю субъекты Федерации были разделены на группы в зависимости от специализации и по каждой группе в отдельности оценивалось распределение темпов прироста выпуска в обрабатывающих производствах. Так, распределение выпуска в группе регионов, где преобладает продукция машиностроения, изменилось сильнее всего, что отражает снижение спроса на продукцию инвестиционного назначения. Вместе с тем есть исключения, самое яркое из которых – Ростовская область, в которой темп прироста выпуска продукции обрабатывающих производств вырос на 63,1%, в первую очередь за счет экспортного машиностроения.

Регионы, в структуре промышленного производства которых преобладает выпуск товаров потребительского назначения, пострадали меньше (в основном за счет импортозамещения в пищевой промышленности, производстве потребительских товаров длительного пользования и бытовой химии), однако доля регионов с растущим выпуском продукции обрабатывающей промышленности в этой группе сократилась с 80 до 60%.

Распределение темпов прироста выпуска обрабатывающих производств в субъектах Федерации, специализирующихся на производстве экспортных товаров и товаров промежуточного потребления, изменилось меньше всего.

В целом изменение распределения рассмотренных показателей в 2015 г. указывает на то, что неоднородность социально-экономического положения регионов России несколько увеличилась.

Антициклическая надбавка к нормативу достаточности капитала (контрциклический буфер капитала)

В соответствии с рекомендацией Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН) органами финансового регулирования для ограничения рисков в банковском секторе, связанных с избыточным ростом кредитования, может быть предусмотрено введение дополнительного требования к величине банковского капитала – контрциклического буфера капитала (countercyclical capital buffer), являющегося надбавкой к нормативу достаточности капитала, обязательной для формирования кредитными организациями. Данный инструмент носит антициклический характер: в период кредитного «бума» контрциклический буфер капитала вводится для поддержания будущей устойчивости банковского сектора в случае возможного увеличения неплатежей по выданным кредитам, а в период последующего «спада» данное требование отменяется для поддержания кредитного предложения и ограничения рисков функционирования реального сектора экономики, которые могут создать дополнительные угрозы неплатежей банковскому сектору.

Величина буфера рассчитывается как процент от взвешенных по риску активов кредитной организации и в соответствии с методическим руководством БКБН может составлять величину от 0 до 2,5% в зависимости от величины кредитного гэпа в экономике¹. Методическое руководство предусматривает, что ответственные национальные органы могут модифицировать исходную методологию, используя широкий круг дополнительных экономических и финансовых показателей при вынесении обоснованного суждения.

На текущий момент около 30 стран мира используют контрциклический буфер капитала в качестве макропруденциального инструмента, однако регуляторами только четырех стран

установлены ненулевые уровни надбавки: 1,5% в Норвегии, 1,5% в Швеции, 2% в Швейцарии и 1,25% в Гонконге. Банк России также с 1 января 2016 г. ввел механизм антициклической надбавки, установив ее на уровне 0%².

В документах БКБН и большинства центральных банков, устанавливающих антициклическую надбавку, этот инструмент рассматривается в первую очередь как макропруденциальный³. Вместе с тем с макроэкономической точки зрения изменение антициклической надбавки не может считаться нейтральным событием. Ее установление влияет на формирование капитала банков и (через стоимость фондирования) на их отношение к риску, на установление ценовых и неценовых условий кредитования и, соответственно, на динамику кредитования в экономике⁴. Таким образом, введение и изменение надбавки отражается на действии кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Немногочисленные пока эмпирические работы по статистическим данным стран, имеющих опыт установления ненулевого уровня антициклической надбавки, подтверждают, что этот инструмент может оказывать значимое воздействие на формирование кредита, сглаживая его динамику и снижая системные риски⁵, что должно быть учтено при принятии решений в рамках денежно-кредитной политики.

Теоретические выводы, полученные исследователями в рамках калиброванных структурных моделей (как правило, в форме DSGE с финансовым сектором), более подробны и позволяют выявить ряд предположений о взаимодействии макропруденциальной и денежно-кредитной политики. Во-первых, большинство

¹ См. вкладку «Индикаторы кредитного цикла» подраздела «Финансовая стабильность» сайта Банка России.

² См. пресс-релиз «О величине антициклической надбавки к нормативу достаточности капитала банков» от 31 декабря 2015 года.

³ Bank for International Settlement, Basel Committee on Banking Supervision (2015), *Frequently asked questions on the Basel III Countercyclical Capital Buffer*, www.bis.org; O. Kryvtsov, M. Molico, B. Tomlin (2015), «On the Nexus of Monetary Policy and Financial Stability: Recent Developments», Bank of Canada Discussion Paper, 2015–7.

⁴ M. Drehmann, L. Gambacorta (2012), «The effects of countercyclical capital buffers on bank lending», *Applied Economics Letters*, Vol. 19, Issue 7, p. 603–608, 2012.

⁵ C. Basten, C. Koch (2015), «Higher Bank Capital Requirements and Mortgage Pricing: Evidence from the Countercyclical Capital Buffer (CCB)», *BIS Working Papers*, № 511.

имеющихся работ сходятся в выводах, что применение антициклической надбавки за счет смягчения периодов кредитных бумов и спадов позволяет обеспечить более стабильную динамику выпуска и снизить риски для ценовой стабильности, так же как и для финансовой.

Во-вторых, вопреки интуитивной логике, подсказывающей, что сглаживание кредитной динамики за счет регулирования антициклической надбавки может «выполнить часть работы» макроэкономического регулирования, теоретический анализ говорит о том, что денежно-кредитная политика, напротив, с введением надбавки должна стать в определенном отношении более активной. Для обеспечения большей стабильности экономической системы и получения выигрыша с точки зрения общественного благосостояния в этом случае, согласно теории, предлагается увеличение коэффициентов чувствительности к инфляции и ВВП в «правилах» денежно-кредитной политики (функции реакции процентных ставок на отклонение инфля-

ции от цели и раскрытие разрыва выпуска). Это аргументируется необходимостью компенсации снижения финансового акселератора при росте норматива достаточности капитала при введении ненулевой антициклической надбавки⁶.

Кроме того, авторы делают вывод о том, что в случае реализации финансовых шоков, связанных с банковским кредитованием, с учетом их высокого дестабилизирующего действия на выпуск и инфляцию оптимальным является сочетание более жесткой денежно-кредитной и макропруденциальной политики, чем при сглаживании только реальных шоков (производительности, спроса)⁷. В дальнейшем Банк России будет внимательно отслеживать реакцию финансовой системы в случае введения ненулевого уровня антициклической надбавки к нормативам достаточности капитала как части системы макропруденциальных мер, в том числе для уточнения оценки действия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и макроэкономического прогнозирования.

⁶ M. Rubio, J. A. Carrasco-Gallego (2015), «The New Financial Regulation in Basel III and Monetary Policy: A Macroprudential Approach», *Journal of Financial Stability*, 2015.

⁷ C. Resende, A. Dib, R. Lalonde, N. Perevalov (2013), «Countercyclical Bank Capital Requirement and Optimized Monetary Policy Rules», *Bank of Canada Working Paper 2013-8*; E. Faia, I. Angeloni (2013), «Capital Regulation and Monetary Policy with Fragile Banks», *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, Issue 3, p. 311–324, April 2013.

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

Таблица 1

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

Исключение акций из Ломбардного списка Банка России и расширение списка входящих в него облигаций	С 1 февраля 2016 г. из Ломбардного списка Банка России исключаются все включенные в него на дату принятия настоящего решения акции юридических лиц – резидентов Российской Федерации и российские депозитарные расписки на акции юридических лиц – нерезидентов Российской Федерации. Решение принято с учетом снижения структурного дефицита ликвидности банковского сектора, уменьшения спроса со стороны кредитных организаций на рефинансирование Банка России и наличия у них значительного неиспользованного запаса более традиционных видов обеспечения, принимаемых по операциям рефинансирования центрального банка. Кроме того, в Ломбардный список Банка России были включены новые выпуски облигаций, скорректированы некоторые дисконты и поправочные коэффициенты.
Значение ставки рефинансирования приравнено к значению ключевой ставки Банка России	В соответствии с Указанием 3894-У с 1 января 2016 г. значение ставки рефинансирования Банка России приравнено к значению ключевой ставки Банка России, определенному на соответствующую дату. С 1 января 2016 г. Банком России не устанавливается самостоятельное значение ставки рефинансирования.
Повышены нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в иностранной валюте	С 1 апреля 2016 г. повышены на 1 процентный пункт, до 5,25% нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в иностранной валюте, за исключением обязательств перед физическими лицами. Данная мера направлена на стимулирование роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных организаций.
Введена антициклическая надбавка к нормативу достаточности капитала банков	Банк России принял решение ввести с 1 января 2016 г. антициклическую надбавку к нормативу достаточности капитала. Числовое значение антициклической надбавки к нормативам достаточности капитала банков в Российской Федерации с 1 января 2016 г. установлено на уровне 0% от взвешенных по риску активов.
Временно введен более мягкий (противошоковый) подход к использованию валютного курса для расчета обязательных нормативов банков	В период с 1 января по 31 марта 2016 г. кредитные организации могут для расчета норматива максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6) и норматива максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков банковской группы (Н21) использовать официальные курсы доллара США, евро, фунта стерлингов Соединенного Королевства, швейцарского франка и японской иены по отношению к рублю, установленные Банком России на 1 января 2016 года. При оценке кредитного риска по определенным реструктурированным ссудам кредитная организация остается вправе не изменять оценку качества обслуживания долга.
Дополнен специализированный механизм рефинансирования кредитов АО «МСП Банк»	Согласно решению Совета директоров Банка России АО «МСП Банк» получил возможность рефинансировать кредиты, выданные лизинговым компаниям, ориентированным на малый и средний бизнес. Кредиты при этом должны быть отнесены к категории качества не ниже, чем вторая.
Создан инструмент рефинансирования кредитных организаций под обеспечение в виде прав требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям, соответствующих требованиям, которые установлены Фондом развития промышленности	Данный инструмент введен в действие с 19.01.2016 и включен в группу специализированных инструментов Банка России.

Таблица 2

Процентные ставки по операциям Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности
(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.15	С 2.02.15	С 16.03.15	С 5.05.15	С 16.06.15	С 3.08.15
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овернайт» ¹ ; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом, нерыночными активами, поручительствами; сделки «валютный своп» (рублевая часть); операции репо	1 день	ежедневно	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	12,00
			от 2 до 549 дней ¹		18,50	16,50	15,50	14,00	13,00	12,50
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Кредиты, обеспеченные золотом Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	3 месяца ¹	ежемесячно	17,25	15,25	14,25	12,75	11,75	11,25
			от 1 до 3 недель 18 месяцев ¹ 36 месяцев ¹							
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	1 неделя	еженедельно	17,00 (ключевая ставка)	15,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)
			от 1 до 6 дней ²							
	Операции постоянного действия	Депозитные аукционы	от 1 до 2 дней ²	нерегулярно	16,00	14,00	13,00	11,50	10,50	10,00
			от 1 до 6 дней ² 1 неделя ³ 1 день, до востребования							
Справочно										
Ставка рефинансирования ⁴										

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

² Операции «тонкой настройки».

³ В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523#2015-01-19T15_41_11.htm.

⁴ Значение ставки рефинансирования в 2015 г. находилось на уровне 8,25% годовых, с 1 января 2016 г. оно приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату. С 1 января 2016 г. самостоятельное значение ставки рефинансирования не устанавливается.

Источник: Банк России.

Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.						
					1.01.15	1.04.15	1.07.15	1.10.15	1.01.16	1.03.16	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овернайт»	1 день	ежедневно	0,0	1,2	4,0	0,0	0,0	0,4	
		Ломбардные кредиты			3,7	4,1	4,0	4,1	2,9	10,7	
		Сделки «валютный своп»			121,6	16,6	49,9	0,0	14,9	37,0	
		Операции репо			96,2	107,0	275,9	289,3	264,9	299,7	
			Кредиты, обеспеченные золотом	от 1 до 549 дней		1,2	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6
			Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	от 1 до 549 дней		2055,9	598,0	335,1	122,7	234,8	280,4
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	ежемесячно	2370,9	2892,0	2685,0	2438,8	1553,8	931,4	
			от 1 до 3 недель, 18 месяцев	нерегулярно							
		Аукционы репо	1 неделя	еженедельно	2727,6	1910,8	1572,3	912,0	1448,5	491,0	
			от 1 до 6 дней								
Аукционы «валютный своп»	от 1 до 2 дней	нерегулярно ¹	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0			
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней	еженедельно ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
			1 неделя								
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до восстановления	ежедневно	804,5	292,2	293,1	280,5	557,8	338,7	

¹ Операции «тонкой настройки».

² В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm.

Источник: Банк России.

Таблица 2

Нормативы обязательных резервов (%)

Вид обязательств	Отчетные периоды	
	С 1.01.15 по 31.03.16	С 1.04.16
Перед юридическими лицами — нерезидентами в рублях	4,25	4,25
Перед физическими лицами в рублях и иностранной валюте		
По иным обязательствам в рублях		
Перед юридическими лицами — нерезидентами в иностранной валюте		5,25
По иным обязательствам в иностранной валюте		

Источник: Банк России.

Таблица 3

Коэффициент усреднения обязательных резервов

Виды кредитных организаций	На 1.01.15	С 10.09.15
Банки	0,7	0,8
РНКО, НКО, имеющие право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций	1,0	1,0
НКО, осуществляющие депозитно-кредитные операции	0,7	1,0

Источник: Банк России.

Таблица 4

Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR ¹ , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» ² , % годовых					Требования Банка России, млн долл. США					
			На 1.01.15	С 30.03.15	С 13.04.15	С 21.04.15	С 14.12.15	На 1.01.15	На 1.04.15	На 1.07.15	На 1.10.15	На 1.01.16	На 1.03.16
Аукционы репо ³	1 неделя	еже-недельно	0,50	1,00	1,50	2,00	2,00	209,8	1556,1	18,3	1,7	100,1	7,5
	28 дней							14900,8	9287,3	6623,6	3410,3	5016,7	10245,8
	12 месяцев ⁴							4737,3	17035,8	23479,2	20423,0	15550,0	8625,9
Кредитные аукционы	28 дней	еже-месячно	0,75	1,25	1,75	2,25	2,25	-	0,0	441,0	444,0	0,0	0,0
	365 дней		0,75	1,25	2,00	2,75	3,25	-	2526,8	2526,8	2507,2	1494,7	530,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	еже-дневно	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1600,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

² По долларовой части; ставка по рублевой части соответствует ключевой ставке, уменьшенной на 1 процентный пункт.

³ Объем задолженности кредитных организаций по первой части сделок репо.

⁴ В период с 1 июня по 14 декабря 2015 г. проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев было приостановлено.

Источник: Банк России.

Таблица 5

Специализированные механизмы рефинансирования Банка России¹

Направление коственной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка, действовавшая в январе-ноябре 2015 г., % годовых ²	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.						Лимит на 1.03.16, млрд руб.
				1.01.15	1.04.15	1.07.15	1.10.15	1.01.16	1.03.16	
Несырьевой экспорт	До 3 лет ³	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	9,00	—	0,52	10,41	16,53	39,66	45,84	50
Крупные инвестиционные проекты ⁴	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	9,00	—	—	3,68	26,25	53,44	67,66	100
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	
Малый и средний бизнес	До 3 лет ³	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ⁵	6,50	23,26	23,80	23,93	30,32	40,10	37,87	50
	До 3 лет	Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства ⁶		—	—	—	—	0,08	0,78	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям ⁷	9,00	—	—	—	—	—	—	10
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,75	—	7,45	10,00	19,65	21,01	21,01	30

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

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

³ До 1 июня 2015 г. срок предоставления кредитов Банка России был установлен от 1 до 365 дней. С 1 июня 2015 г. срок предоставления кредитов Банка России был увеличен до 3 лет.

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

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

⁶ Инструмент введен в июне 2015 года.

⁷ Инструмент введен в декабре 2015 года.

Источник: Банк России.

Таблица 6

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары ¹	Прирост цен на плодоо- вощную про- дукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2014								
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
2015								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3
Сентябрь	0,6	0,8	0,4	0,7	-2,3	1,1	1,1	0,0
Октябрь	0,7	0,7	1,0	0,8	2,9	1,0	1,1	-0,1
Ноябрь	0,8	0,6	1,2	0,7	5,6	0,7	0,8	0,2
Декабрь	0,8	0,6	1,2	0,6	6,6	0,4	0,5	0,7
В целом за год (декабрь к декабрю)	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
2016								
Январь	1,0	0,8	1,2	0,6	6,2	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,6	0,7	0,7	0,5	2,3	0,8	0,9	0,3

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары ¹	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2014								
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
2015								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,1	11,6
Июнь	15,3	16,7	18,8	18,4	22,8	14,2	15,0	11,7
Июль	15,6	16,5	18,6	17,5	27,9	14,3	15,0	13,4
Август	15,8	16,6	18,1	17,0	29,1	14,6	15,3	14,1
Сентябрь	15,7	16,6	17,4	16,4	27,7	15,2	16,0	13,8
Октябрь	15,6	16,4	17,3	16,2	27,9	15,6	16,6	13,1
Ноябрь	15,0	15,9	16,3	15,5	24,3	15,7	16,7	11,9
Декабрь	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
2016								
Январь	9,8	10,7	9,2	10,2	2,0	10,9	11,4	9,0
Февраль	8,1	8,9	6,4	7,8	-2,7	9,5	9,9	8,5

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

	Промыш- ленное про- изводство ¹	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузообо- рот транс- порта	Оборот роз- ничной тор- говли	Инвестиции в основной капитал	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД ²	ВВП ³
2014									
Январь	0,4	1,3	0,1	0,5	0,0	0,5	-0,4	-0,2	
Февраль	1,1	0,2	-0,4	-2,2	0,8	0,8	2,4	1,3	
Март	-0,2	0,1	0,2	-1,0	0,2	-0,2	0,1	-0,4	-0,4
Апрель	1,5	0,6	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,7	
Май	0,2	0,3	-0,8	1,6	-0,1	0,9	-0,5	0,2	
Июнь	-0,8	-0,1	0,5	0,3	-0,1	-1,3	-0,1	-0,6	0,5
Июль	0,3	2,0	-0,3	-2,4	0,1	1,0	-0,1	0,1	
Август	-0,7	-1,9	0,0	0,2	0,0	-1,4	0,0	-0,6	
Сентябрь	0,8	2,8	-1,4	0,8	0,1	0,3	0,4	0,1	0,2
Октябрь	0,0	-2,5	0,0	-0,6	0,0	-3,1	-0,4	-0,8	
Ноябрь	-1,1	0,6	-1,5	0,1	0,1	-0,6	0,1	0,3	
Декабрь	1,7	0,5	-0,7	-0,6	2,7	-0,3	0,5	-0,1	0,0
2015									
Январь	-2,4	0,0	-1,2	-0,1	-8,1	-1,1	-7,5	-1,5	
Февраль	-0,7	0,2	0,2	0,1	-1,3	-1,1	-0,2	-1,0	
Март	0,3	0,3	-0,9	0,9	-0,8	-0,7	-0,2	-0,3	-2,7
Апрель	-1,6	0,0	-0,8	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,3	
Май	-0,6	0,2	-0,7	-1,0	-0,4	-1,5	0,0	-0,4	
Июнь	-0,1	0,2	-0,2	0,7	-0,6	-0,5	-0,3	-0,5	-2,2
Июль	0,0	-0,5	-1,2	2,8	-0,5	-1,5	-0,2	0,2	
Август	-0,3	1,0	-0,2	-1,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	
Сентябрь	0,7	-0,1	0,2	1,2	-0,7	-1,6	-0,7	0,5	0,6
Октябрь	-0,1	1,3	-0,6	2,6	-0,6	2,5	-0,3	-0,1	
Ноябрь	-0,6	-0,9	0,5	-1,1	-0,7	-1,9	-0,7	-1,1	
Декабрь	-0,1	0,8	0,2	-0,2	-0,4	-0,9	-0,7	0,1	
2016									
Январь	0,4	0,0	-0,7	-2,4	-0,4	...	-0,6	0,0	

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

Макроэкономические индикаторы
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	2015	2016	Справочно: 2015
	Всего	Январь	Январь
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	-4,6	-3,5	-1,1
Промышленное производство	-3,4	-2,7	0,9
Продукция сельского хозяйства	3,0	2,5	2,8
Инвестиции в основной капитал	-8,4	...	-4,1
Строительные работы	-7,0	-4,2	-6,7
Оборот розничной торговли	-10,0	-7,3	-3,6
Реальные располагаемые денежные доходы населения	-4,0	-6,3	-1,4
Реальная начисленная заработная плата одного работника	-9,3	-6,1	-8,4
Численность безработных	7,4	6,2	-2,1
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)	5,8 ¹	5,8	5,5

¹ На конец периода.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП¹
стран – торговых партнеров России

	Прогноз роста ВВП в 2016 г., %		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Февраль 2016	Ноябрь 2015	
Всего	2,1	2,1	100,0
1 Германия	1,4	1,5	13,67
2 Италия	1,1	1,0	8,95
3 Китай	6,3	6,2	8,93
4 Нидерланды	1,6	1,6	6,72
5 Турция	2,7	2,5	6,62
6 Польша	3,3	3,2	4,92
7 Беларусь	-1,0	-0,8	4,84
8 Бельгия	1,1	1,1	4,50
9 Япония	1,0	0,9	4,42
10 США	2,6	2,8	4,08
11 Франция	1,1	1,1	3,89
12 Республика Корея	2,6	2,5	3,79
13 Соединенное Королевство	2,1	2,2	3,65
14 Казахстан	1,6	2,5	3,58
15 Финляндия	0,2	0,4	3,33
16 Швейцария	0,9	0,9	2,48
17 Латвия	2,8	2,7	2,44
18 Венгрия	2,1	2,1	1,68
19 Индия	7,5	7,4	1,67
20 Словакия	2,8	2,7	1,54
21 Чехия	2,2	2,1	1,44
22 Литва	2,5	2,5	1,44
23 Испания	2,5	2,4	1,42
24 Украина	1,4	1,4	0,00

¹ Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по 24 зарубежным странам – торговым партнерам, доля которых в российском экспорте в среднем за 5-летний период (2010-2014 гг.) превышает 1% (ранее при расчете показателя за период 2008-2012 гг. таких стран было 23), удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры. Прогноз по агрегированному ВВП в текущем докладе дается без учета экономики Украины, с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

Таблица 11

Ставки денежно-кредитной политики различных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 мес.	Текущее значение, %	Изменение за 12 мес., процентных пунктов
Польша	целевая ставка	1,50	4.03.2015	2,00	-0,50	0	-0,7	0,70
Венгрия	базовая ставка	1,35	21.07.2015	1,50	-0,15	5	0,3	1,30
Чехия	РЕПО (2 нед)	0,05	1.11.2012	0,25	-0,20	0	0,5	0,40
Румыния	базовая ставка	1,75	6.05.2015	2,00	-0,25	2	-2,1	-2,54
Болгария	базовая ставка	0,00	1.02.2016	0,01	-0,01	3	0,0	1,00
Сербия	ключевая политическая ставка	4,25	11.02.2016	4,50	-0,25	7	2,4	2,30
Израиль	целевая ставка - овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	-0,6	-0,09
Бразилия	целевая ставка	14,25	29.07.2015	13,75	0,50	3	10,7	3,57
Чили	ставка денежно-кредитной политики	3,50	17.12.2015	3,25	0,25	2	4,7	0,30
Китай	ориентир - кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	4	1,8	1,00
	ориентир - депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	4		
	норматив резервов	17,00	1.03.2016	17,50	-0,50	4		
Индия	обратное РЕПО	6,75	29.09.2015	7,25	-0,50	2	5,7	0,50
	РЕПО	5,75	29.09.2015	6,25	-0,50	2		
Индонезия	целевая ставка	7,00	18.02.2016	7,25	-0,25	2	4,4	-1,87
Корея	базовая ставка	1,50	11.06.2015	1,75	-0,25	1	1,3	0,80
Малайзия	целевая ставка - овернайт	3,25	10.07.2014	3,00	0,25	0	3,5	2,50
Мексика	целевая ставка	3,75	17.02.2016	3,25	0,50	2	2,6	-0,46
Филиппины	ставка денежно-кредитной политики	4,00	12.09.2014	3,75	0,25	0	0,9	-1,60
Россия	ставка по аукционам РЕПО (7 дней)	11,00	3.08.2015	11,50	-0,50	3	8,1	-8,60
ЮАР	ставка РЕПО	6,75	28.01.2016	6,25	0,50	3	6,2	1,80
Тайланд	РЕПО	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	1	-0,5	0,02
Турция	РЕПО (7 дней)	7,50	24.02.2015	7,75	-0,25	0	8,8	1,23
США	ст. фед. фондов - верхняя граница интервала	0,50	16.12.2015	0,25	0,25	1	1,4	1,50
Еврозона	ставка рефинансирования	0,00	10.03.2016	0,05	-0,05	1	-0,2	0,10
Соединенное Королевство	базовая ставка	0,50	5.03.2009	1,00	-0,50	0	0,3	0,00
Япония	овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,0	-2,40
Канада	целевая ставка - овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	1	2,0	1,00
Австралия	овернайт	2,00	5.05.2015	2,25	-0,25	1	1,7	0,00
Новая Зеландия	овернайт	2,25	10.03.2016	2,50	-0,25	5	0,1	-0,70
Дания	ориентир - кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	2,0	0,20
	депозитные сертификаты	-0,65	8.01.2016	-0,75	0,10	1		
Швейцария	3m LIBOR - min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	-0,8	0,00
	3m LIBOR - max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	РЕПО	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	3	1,3	0,95
Норвегия	ключевая ставка - депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	3	3,0	1,00

Примечание: по данным на 17.03.2016, цветом выделены изменения, которые произошли с момента выходящего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике. Источник: Bloomberg.

Таблица 12

Платежный баланс Российской Федерации¹
(млрд долл. США)

	2015				
	I	II	III	IV ²	Итого ²
Счет текущих операций	29,3	15,9	7,5	13,0	65,8
Торговый баланс	44,6	43,1	28,3	29,5	145,6
<i>Торговый баланс, в % год к году</i>	<i>-11,7</i>	<i>-16,6</i>	<i>-37,5</i>	<i>-30,3</i>	<i>-23,2</i>
Экспорт товаров	89,6	91,1	78,4	80,4	339,6
<i>Экспорт товаров, в % год к году</i>	<i>-27,2</i>	<i>-31,1</i>	<i>-37,6</i>	<i>-31,1</i>	<i>-31,8</i>
сырая нефть	22,7	25,4	21,5	19,6	89,2
<i>сырая нефть, в % год к году</i>	<i>-41,5</i>	<i>-40,0</i>	<i>-46,7</i>	<i>-39,7</i>	<i>-42,0</i>
нефтепродукты	20,0	19,1	14,9	13,0	67,0
<i>нефтепродукты, в % год к году</i>	<i>-27,3</i>	<i>-37,4</i>	<i>-53,1</i>	<i>-50,0</i>	<i>-42,2</i>
природный газ	11,4	10,4	9,4	10,5	41,9
<i>природный газ, в % год к году</i>	<i>-35,6</i>	<i>-36,2</i>	<i>-5,1</i>	<i>-7,1</i>	<i>-24,1</i>
прочие	35,4	36,2	32,6	37,3	141,5
<i>прочие, в % год к году</i>	<i>-9,2</i>	<i>-16,2</i>	<i>-25,4</i>	<i>-20,3</i>	<i>-18,1</i>
Импорт товаров	45,0	48,0	50,1	51,0	194,0
<i>Импорт товаров, в % год к году</i>	<i>-37,9</i>	<i>-40,4</i>	<i>-37,8</i>	<i>-31,5</i>	<i>-37,0</i>
Баланс услуг	-8,3	-9,6	-12,1	-7,1	-37,1
<i>Баланс услуг, в % год к году</i>	<i>-25,2</i>	<i>-33,3</i>	<i>-34,9</i>	<i>-36,6</i>	<i>-32,9</i>
Экспорт услуг	11,7	13,1	13,2	11,7	49,7
<i>Экспорт услуг, в % год к году</i>	<i>-22,5</i>	<i>-24,3</i>	<i>-25,8</i>	<i>-24,5</i>	<i>-24,4</i>
Импорт услуг	20,1	22,6	25,3	18,8	86,8
<i>Импорт услуг, в % год к году</i>	<i>-23,3</i>	<i>-28,7</i>	<i>-30,5</i>	<i>-29,6</i>	<i>-28,3</i>
Баланс оплаты труда	-1,4	-1,3	-0,9	-0,8	-4,3
Баланс инвестиционных доходов	-4,6	-14,9	-5,7	-6,7	-32,0
Доходы к получению	8,8	7,0	9,3	9,1	34,1
Доходы к выплате	13,4	21,9	15,0	15,8	66,1
Баланс ренты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Баланс вторичных доходов	-1,0	-1,4	-2,2	-1,8	-6,4
Баланс неторговых компонентов	-7,0	-17,6	-8,7	-9,4	-42,7
<i>Баланс неторговых компонентов, в % год к году</i>	<i>-48,5</i>	<i>-30,2</i>	<i>-57,6</i>	<i>-44,0</i>	<i>-43,8</i>
Счет операций с капиталом	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,2
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	29,3	15,7	7,5	13,0	65,6
Финансовый счет (кроме резервных активов)	36,7	19,0	2,4	3,1	61,1
Чистое принятие обязательств («+» – рост, «-» – снижение)	-38,1	-11,2	-6,3	-14,2	-69,8
Федеральные органы управления, субъекты Российской Федерации и Центральный банк	-6,2	1,0	-1,0	0,8	-5,4
Банки и прочие секторы	-31,9	-12,2	-5,3	-15,0	-64,3
Чистое приобретение финансовых активов, кроме резервных («+» – снижение, «-» – рост)	-1,4	7,8	-3,9	-11,1	-8,6
Органы государственного управления и Центральный банк	0,2	0,7	0,1	0,8	1,8
Банки и прочие секторы	-1,6	7,0	-4,0	-11,9	-10,4
Чистые ошибки и пропуски	-2,8	1,1	4,6	-6,1	-3,2
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-10,1	-2,2	9,7	3,8	1,3
Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями	32,9	18,3	-3,4	9,2	56,9
Отдельные показатели, скорректированные на сумму валютных свопов между Банком России и банками-резидентами, сумму средств, предоставленных Банком России банкам-резидентам в иностранной валюте на возвратной основе, а также средств на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России					
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-0,9	2,6	6,2	0,1	8,0
Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями	23,7	13,5	0,1	13,0	50,2

¹ В соответствии с РПБ6.² Оценка.

Источник: Банк России.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Изменения в пруденциальном регулировании и денежно-кредитная политика.....	9
Бюджетная политика.....	11
Финансовое положение организаций.....	18
Анализ факторов роста выпуска в отдельных обрабатывающих производствах.....	18
О факторах инфляции в начале 2016 года	20
Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2016 году.....	21

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

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

Базисный пункт

Одна сотая процентного пункта.

Бивалютная корзина

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

Валовой кредит Банка России

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

Вмененная волатильность валютного курса (Implied Volatility)

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

Денежная масса

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

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

Денежный агрегат М1

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

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

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

Индекс волатильности нефти CBOE

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

Индекс доллара США (DXY)

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

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

Индекс номинального эффективного курса рубля

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

Индекс реального эффективного курса рубля

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

Индекс условий банковского кредитования

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

Индекс RGBEY

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

Индексы MSCI

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

Индексы PMI

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

Индекс ММВБ

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

Индекс РТС

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

Индикатор фискального стресса

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

Инфляционно нейтральный выпуск

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

Ключевая ставка Банка России

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

Контрциклическая валюта

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Направленность денежно-кредитной политики

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

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

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

Неторгуемый сектор экономики

Сектор экономики, который включает распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, оптовая и розничная торговля, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовая деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Обязательные резервы

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

Операция «валютный своп»

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

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

Относительные цены

Отношение субиндекса ИПЦ к ИПЦ.

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Покрытые облигации (Covered bonds)

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

Премия за риск рыночного портфеля акций

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

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Проциклическая валюта

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

Разрыв выпуска

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

Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)

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

Режим плавающего валютного курса

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

на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений.

Режим таргетирования инфляции

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

Режим управляемого плавания валютного курса

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

Риск-нейтральная мера (Risk-neutral Measure)

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

Спред по CDS

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

Средства на счетах расширенного правительства

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

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

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

Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета

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

Текущий дефицит ликвидности

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

Торгуемый сектор экономики

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

Трендовая инфляция

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

«Улыбка» волатильности (Volatility Smile)

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

Условия внешней торговли

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

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

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

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

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

Butterfly

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

Carry trade

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

Cross-currency Basis Swap

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

FRA (Forward Rate Agreement)

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

OIS (Overnight Index Swap)

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

Risk Reversal

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

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

г. – год

гг. – годы

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

долл. – доллар

инФОМ – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

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

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

млн – миллион

млрд – миллиард

МОС – материальные оборотные средства

МСБ – малый и средний бизнес

МЭА – Международное энергетическое агентство

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федеральных займов

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

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

ПАО – публичное акционерное общество

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

руб. – рубль

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»

СНГ – Содружество Независимых Государств

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

США – Соединенные Штаты Америки

трлн – триллион

тыс. – тысяча

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ

ФРС – Федеральная резервная система США

ФТС – Федеральная таможенная служба

Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds

IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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

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

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

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

