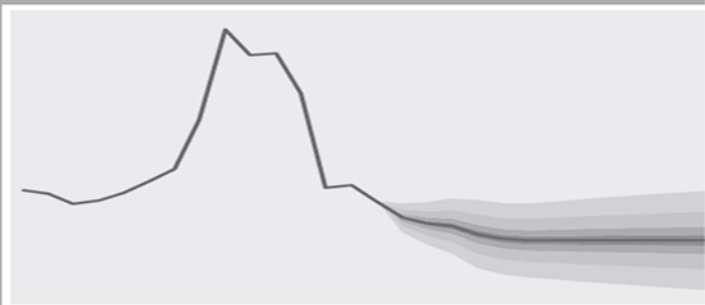




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 3  
СЕНТЯБРЬ 2016

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 статистическим данным на 9.09.2016.  
Для прогнозных расчетов дата отсечения статистических данных – 9.09.2016.

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](mailto:monetarypolicyreport@mail.cbr.ru).

# Содержание

РЕЗЮМЕ .....	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....	5
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	20
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	27
Динамика основных статей платежного баланса России во II квартале 2016 года.....	27
Прогноз платежного баланса на 2016–2019 годы .....	29
Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов России.....	32
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России .....	34
Статистические таблицы.....	36
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....	44
ГЛОССАРИЙ .....	45
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	53



## РЕЗЮМЕ

Банк России принял решение снизить ключевую ставку до уровня 10,00% годовых в сентябре 2016 года. Ситуация в российской экономике в июне-августе в целом развивалась в рамках ранее сложившихся тенденций и соответствовала прогнозам Банка России, представленным в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике. Продолжилось замедление инфляции и возобновилось снижение инфляционных ожиданий, в то же время есть признаки ослабления дезинфляционного влияния со стороны спроса. Для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции, по оценкам Банка России, необходимо поддержание достигнутого уровня ключевой ставки до конца 2016 г. с возможностью ее снижения в I–II кварталах 2017 года. С учетом принятого решения денежно-кредитные условия в реальном выражении останутся умеренно жесткими, создавая предпосылки для формирования взвешенного подхода субъектов экономики к заимствованию и потреблению, а также способствуя дальнейшему замедлению инфляции.

Ожидается, что квартальный темп прироста потребительских цен в годовом выражении стабилизируется на уровне около 4% уже в первом полугодии 2017 года. При этом годовая инфляция будет постепенно снижаться с текущего уровня 6,6% до 5,5–6,0% в декабре 2016 г. и до целевого уровня 4% в конце 2017 года. Основными факторами замедления инфляции окажутся сдержанный потребительский спрос, снижение инфляционных ожиданий и относительно стабильная курсовая динамика на фоне умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Понижательное воздействие на темпы роста потребительских цен окажет и ожидаемый высокий урожай зерновых в России в 2016 году. Определенный вклад в замедление темпов роста потребительских цен будет вносить также динамика цен производителей в условиях сохранения относительно низких цен на энергоносители.

На фоне относительно стабильной внешней конъюнктуры и внутренних финансовых условий продолжится замедление темпов снижения ВВП в годовом выражении. Однако для развития и закрепления положительных тенденций в динамике экономической активности потребуются время. Ситуация в промышленности характеризуется неустойчивостью и неоднородностью тенденций по отраслям и регионам. В дальнейшем рост выпуска также будут ограничивать низкие темпы роста мировой экономики и внутренние структурные факторы, в том числе связанные с демографической ситуацией, инфраструктурными и институциональными характеристиками экономики. Банк России ожидает, что в краткосрочной перспективе небольшое сдерживающее влияние на экономику будет также оказывать бюджетная политика, принимая во внимание планы относительно динамики государственных расходов и дефицита бюджета.

С учетом указанных факторов в базовом сценарии ожидается, что темп прироста ВВП в 2017 г. будет невысоким и составит менее 1%. В дальнейшем в результате восстановления спроса на фоне смягчения денежно-кредитной политики, обусловленного достижением целевых показателей по инфляции, темп прироста ВВП повысится, но потенциал его увеличения будет ограничен структурными факторами. В итоге, по оценкам Банка России, в 2018–2019 гг. он составит 1,5–2% в год. Оживление инвестиционной активности будет происходить вслед за улучшением динамики спроса, сокращением долговой нагрузки компаний и постепенным смягчением ценовых и неценовых условий кредитования.

В условиях низких темпов роста мировой экономики и плавного восстановления внутреннего спроса сальдо текущего счета платежного баланса в течение прогнозного периода останется невысоким. Вместе с тем, как ожидается, чистый отток частного капитала на прогнозном гори-

зонте сохранится на низком уровне. Этому будут способствовать постепенное снижение выплат по внешнему долгу и расширение возможностей по его рефинансированию, а также сохранение привлекательности вложений в рублевые финансовые активы на фоне достаточно высоких реальных ставок в экономике.

Сохраняется неопределенность относительно развития ситуации в мировой экономике, в том числе на мировых финансовых и товарных рынках. В связи с этим Банк России, помимо базового сценария, продолжает рассматривать также оптимистичный и рисковый сценарии. Согласно рисковому сценарию, предполагающему снижение цен на нефть и их дальнейшее закрепление на более низком уровне, спад в экономике будет более глубоким и продолжительным, а уровень инфляции останется выше 5% в 2017 г. с выходом на целевое значение 4% только в 2018 году. Для предотвращения нарастания рисков для ценовой и финансовой стабильности Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику, а также может рассматривать необходимость использования других инструментов.

В случае реализации оптимистичного сценария, предполагающего постепенный рост цены на нефть, ожидается более уверенное, чем в базовом сценарии, восстановление экономической активности. Однако поскольку относительное улучшение внешней ситуации само по себе не способно существенным образом повлиять на среднесрочный потенциал роста российской экономики, темпы ее роста после восстановительного периода 2018–2019 гг. не будут превышать показателей базового сценария.

Вместе с тем основные инфляционные риски связаны с внутренними факторами, прежде всего с высокой инерционностью инфляционных ожиданий и возможной коррекцией потребительского поведения, которая может быть обусловлена снижением склонности к сбережению на фоне ослабления мотива предосторожности, ускорения роста номинальной заработной платы или превышения расходов бюджета над запланированными уровнями. В результате ускоренное восстановление потребительского спроса, опережающее возможности расширения предложения, может создать дополнительное инфляционное давление, а также способствовать более быстрому расширению импорта и ослаблению рубля, что в результате приведет к росту рисков для ценовой, финансовой и экономической стабильности в целом.

При принятии решений о ключевой ставке в ближайшие месяцы Банк России будет оценивать инфляционные риски и соответствие динамики экономики и инфляции базовому прогнозу. Для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции, по оценкам Банка России, необходимо поддержание достигнутого уровня ключевой ставки до конца 2016 года. В дальнейшем ее снижение возможно не ранее I–II кварталов 2017 года.

# 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Внешние экономические условия для России в июне-августе 2016 г. в целом соответствовали прогнозам, опубликованным в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике<sup>1</sup> (далее – Доклад).

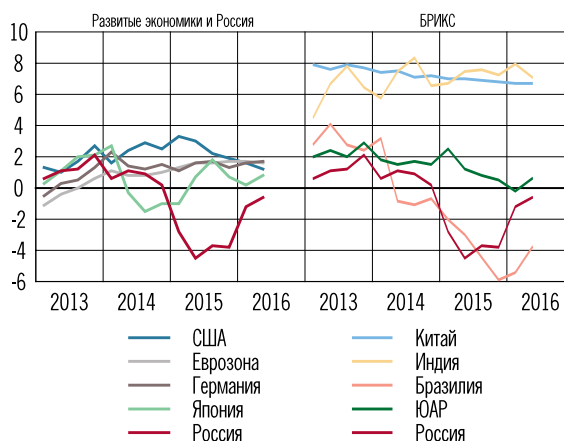
Ситуация в российской экономике в этот период развивалась в рамках ранее сложившихся тенденций. Замедление темпов снижения ВВП в годовом выражении продолжилось, однако динамика показателей экономической активности, в том числе по секторам и регионам экономики, оставалась разнородной. Инфляция, как и ожидалось, замедлялась. Инфляционные риски сохранялись, на что указывает, в частности, некоторое ослабление сдерживающего влияния на цены со стороны спроса. Сохранение умеренно жесткой денежно-кредитной политики в текущей ситуации создавало предпосылки для формирования взвешенного подхода субъектов экономики к заимствованию и потреблению, тем самым способствуя дальнейшему замедлению инфляции, ее выходу на целевой уровень 4% в 2017 г. и одновременно обеспечению финансовой стабильности.

Несмотря на кратковременный всплеск волатильности на мировых финансовых рынках в связи с принятым на референдуме 23 июня решением о выходе Великобритании из состава ЕС<sup>2</sup>, мировая экономика в июне-августе 2016 г. оставалась в целом стабильной и развивалась в рамках предыдущих трендов. Ситуация в странах с развитыми и формирующимися рынками по-прежнему была разнородной: темпы экономического роста в крупнейших развитых странах демонстрировали бóльшую устойчивость, тогда как динамика деловой активности в СФР<sup>3</sup> была менее благоприятной (рис. 1.1). По оценкам Банка России, в 2016 г. агрегированные темпы роста экономик стран –

торговых партнеров России сохранятся вблизи уровня 2015 г. – около 2% в год. Данный прогноз основан на предположениях о плавном замедлении экономики Китая, с одной стороны, и некотором восстановлении экономики США, с другой стороны.

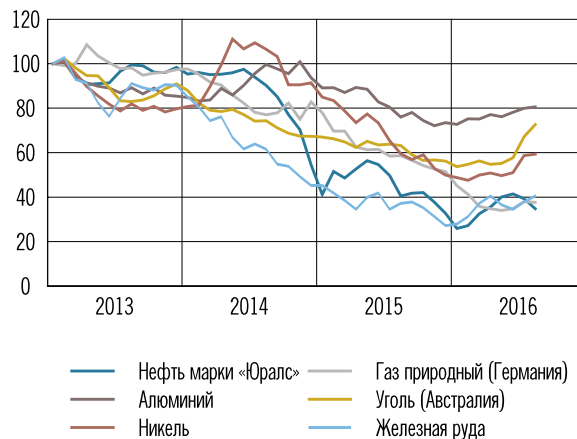
С учетом сдержанного роста глобального спроса и при сохранении относительно высокого уровня предложения и запасов мировые

**Рисунок 1.1**  
Темпы прироста ВВП в ключевых развитых и развивающихся экономиках  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

**Рисунок 1.2**  
Динамика мировых цен на основные товары  
российского экспорта  
(январь 2013 г. = 100%)



Источники: Всемирный банк, данные Reuters (цена на нефть марки «Юралс»).

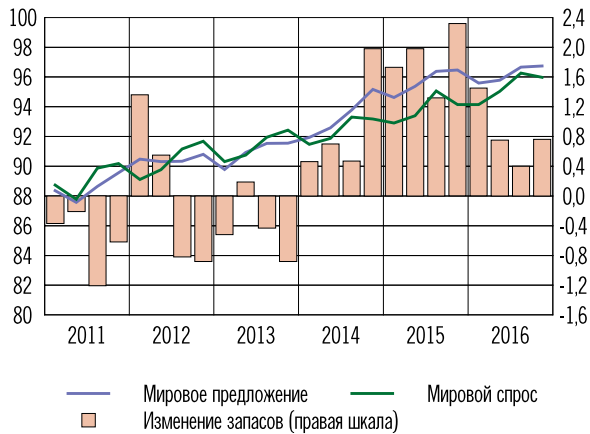
<sup>1</sup> Доклад о денежно-кредитной политике, №2 (14), июнь 2016 года.

<sup>2</sup> См. Список сокращений.

<sup>3</sup> См. Список сокращений.

Рисунок 1.3

### Баланс мирового спроса и предложения нефти и другого жидкого топлива (млн б/д)



Источник: Министерство энергетики США.

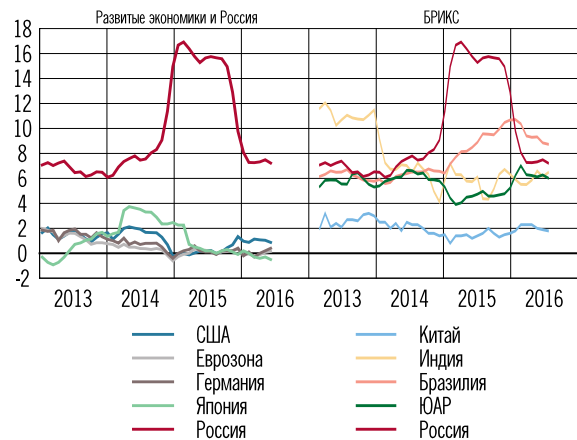
цены на сырье в целом оставались на низких уровнях (рис. 1.2).

При этом конъюнктура рынков энергоносителей в летние месяцы по-прежнему была достаточно волатильной, формируясь под влиянием разнонаправленных факторов со стороны предложения. С одной стороны, факторами коррекции цен были наблюдаемое постепенное восстановление поставок сырой нефти из Канады и более оптимистичные оценки активности добычи нефти из альтернативных источников в США. С другой стороны, сохраняющиеся перебои в поставках нефти из Ливии и Нигерии, а также ожидания возможной заморозки добычи по результатам соглашения между странами – поставщиками нефти (ОПЕК и за ее пределами) оказывали временное повышательное давление на мировые цены на нефть. Между тем оценки баланса спроса и предложения на мировом рынке нефти существенно не изменились: ожидается, что избыток предложения нефти сохранится до 2017 г. (рис.1.3). С учетом этого Банк России сохранил базовый прогноз цены на нефть марки «Юралс» до конца 2016 г. на уровне \$40 за баррель.

Цены на продовольствие на глобальных рынках продолжили демонстрировать восстановление относительно минимальных значений начала года. Вместе с тем перенос их влияния на внутренние продовольственные цены был ограничен эффектом произошедшего укрепления рубля. В июле-августе повышение цен на мировых рынках заметно замедлилось, в том

Рисунок 1.4

### Темпы инфляции в ключевых развитых и развивающихся экономиках (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

числе за счет благоприятного изменения конъюнктуры рынка зерновых. Однако риски ускорения роста цен на основные виды сельскохозяйственного сырья в дальнейшем сохранятся, в том числе в связи с увеличением вероятности активизации природного явления Ла-Нинья<sup>4</sup> в октябре 2016 – январе 2017 года.

На фоне сдержанной динамики деловой активности в мировой экономике инфляция в странах – торговых партнерах России в июне-августе менялась достаточно медленно, оставаясь на относительно невысоких уровнях (рис. 1.4). С учетом сложившейся ценовой конъюнктуры мировых рынков до конца текущего года не ожидается усиления внешнего инфляционного давления.

Ситуация на мировых финансовых рынках в июне-августе характеризовалась в основном восходящей динамикой мировых фондовых индексов. Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами рисков после краткосрочного скачка в июне корректировались до нормальных уровней (рис. 1.5, 1.6).

В июне влияние на настроения участников рынка оказал результат референдума о выходе Великобритании из ЕС (см. врезку «Выход

<sup>4</sup> Природное явление, представляющее собой снижение температуры поверхности воды в экваториальной зоне Тихого океана. Может активизироваться вслед за Эль-Ниньо, распространяется на те же регионы и может сопровождаться как обильным выпадением осадков (в том числе приводить к наводнениям), так и, напротив, началом засушливого периода (например, на юге Бразилии и в центральной части Аргентины).



Рисунок 1.5

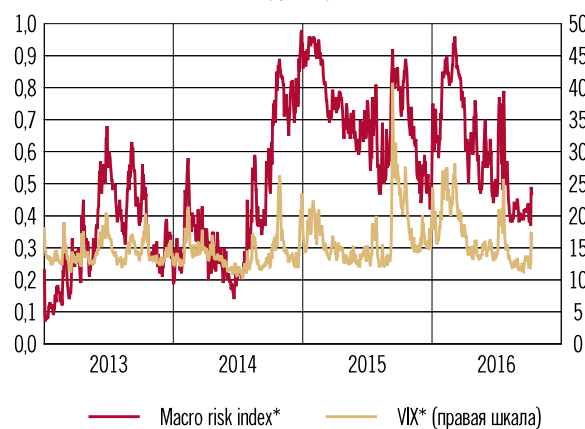
### Мировые фондовые индексы (январь 2013 г. = 100%)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.6

### Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках (пунктов)



\* См. Глоссарий.  
Источник: Bloomberg.

Великобритании из ЕС»). Решение референдума в пользу выхода Великобритании из ЕС оказалось неприятным сюрпризом для инвесторов и привело к резкому росту волатильности на финансовых рынках вследствие опасений относительно возможного заметного роста макроэкономической неопределенности как в Великобритании и ЕС, так и в мировой экономике в целом. Однако последовавшие за референдумом высказывания представителей центральных банков ряда развитых стран и фактически осуществленные меры Банка Англии по смягчению денежно-кредитной политики, по оценкам инвесторов, более чем компенсировали потенциальные экономические и финансовые риски, связанные с этим событием.

В условиях сохранения относительно низкого инфляционного давления при сдержанной динамике спроса в мировой экономике, а также с учетом последствий решения Великобритании о выходе из ЕС денежно-кредитная политика крупнейших мировых центральных банков оставалась относительно мягкой (Приложение, табл. «Ставки денежно-кредитной политики разных стран»). Ожидания участников рынка относительно скорости нормализации денежно-кредитной политики ФРС США продолжились пересматриваться в сторону ее снижения: в настоящий момент большинство экспертов предполагает, что до конца текущего года произойдет не более одного повышения ставки (по предварительным оценкам, в декабре). При этом с учетом официальных заявлений

представителей Комитета по открытым рынкам ФРС США по-прежнему нельзя полностью исключить вероятность более быстрой нормализации денежно-кредитной политики.

На фоне умеренной волатильности на мировых финансовых рынках в целом, а также продолжительного сохранения мягкой денежно-кредитной политики центральными банками крупнейших развитых стран доходности их финансовых активов в летние месяцы 2016 г. оставались на достаточно низких уровнях. Это обусловило сохранение спроса глобальных инвесторов на рискованные активы и поддержало приток капитала в страны с формирующимися рынками, в том числе в Россию, в июле-августе (рис. 1.7). При этом валютный курс рубля к основным валютам последовательно укреплялся несколько быстрее, чем прогнозировал Банк России. Премия за риск для России находилась на относительно низких уровнях (рис. 1.8). Вместе с тем возможности внешних заимствований для российского корпоративного сектора по-прежнему ограничивались действием международных финансовых санкций. С учетом этого активность размещений и вторичных торгов на соответствующих сегментах оставалась на невысоком уровне, при этом подавляющая доля займов приходилась на крупные компании.

Внутренние финансовые условия в российской экономике, которые формировались при сохранении умеренно жесткой денежно-кредитной политики, направленной на снижение

## Выход Великобритании из ЕС

О решении Великобритании выйти из состава ЕС (далее – Brexit<sup>1</sup>) было объявлено 24 июня 2016 года. Эта новость повлекла за собой всплеск волатильности на мировых рынках. Британский фунт стерлингов в начале торгов подешевел относительно доллара США до минимальных значений за 30 лет. Обвал наблюдался также на фондовом рынке Соединенного Королевства и других крупнейших мировых фондовых площадках. На волне паники инвесторы избавлялись от всех британских активов и увеличивали вложения в государственные долговые бумаги, что привело к значительному снижению их доходностей.

Оценки последствий Brexit для экономики Великобритании преимущественно негативны, в связи с чем прогнозы по темпам роста ВВП Великобритании на 2016 г. пересматриваются аналитиками в сторону понижения на величину до 1 процентного пункта. Долгосрочный прогноз экспертов (до 2020–2030 гг.) предусматривает, что совокупный сдерживающий вклад последствий Brexit в ВВП страны может составить от 3 до 7 процентных пунктов<sup>2</sup>. Очень многое, однако, будет зависеть от условий, на которых Великобритания выйдет из ЕС, в частности от установленных правил двусторонней торговли с ЕС. Наиболее пессимистичные оценки основаны на том, что для Великобритании не будет никаких торговых преференций, а торговля будет осуществляться на общих основаниях для всех стран – членов ВТО. Премьер-министр Великобритании Тереза Мэй заявила, что не начнет процесс выхода страны из ЕС ранее окончания 2016 года. Таким образом, для уточнения среднесрочных прогнозов аналитиков потребуется время.

Влияние Brexit окажется негативным не только для самой Великобритании. По прогнозам Европейского центрального банка, это событие может снизить темпы роста экономики еврозоны в общей сложности на 0,5 п.п. в течение ближайших трех лет. Влияние Brexit на темпы роста мировой экономики в целом, по оценкам, будет менее значительным. Аналитики Международного валютного фонда предполагают, что в связи с выходом Великобритании из ЕС мировая экономика замедлится на 0,2 процентного пункта. Однако это влияние может в большой степени нивелироваться эффектом реализации ответных мер по смягчению денежно-кредитной политики, в первую очередь со стороны Банка Англии и ЕЦБ.

С учетом вышеуказанных оценок негативное влияние решения Великобритании о выходе из ЕС на конъюнктуру мировых финансовых рынков было краткосрочным. Усиление ожиданий сохранения мягкой денежно-кредитной политики в развитых странах в течение более продолжительного периода времени, чем ожидалось ранее, привело к снижению доходностей в развитых странах. В результате инвесторы активизировали поиск более привлекательных вариантов размещения средств. Например, наблюдалось увеличение спроса на активы СФР, под действием которого в июле-августе, по данным, в частности, Institute of International Finance и EPFR Global (рис. 1.7), заметно вырос приток портфельных инвестиций на развивающиеся рынки.

<sup>1</sup> Устоявшееся название данного события, используемое участниками финансовых рынков (Brexit – сокращенное сочетание английских слов: Britain – Великобритания и exit – выход).

<sup>2</sup> Оценки аналитиков ОЭСР, Лондонской школы экономики, Министерства финансов Великобритании, аудиторской компании PricewaterhouseCoopers.

инфляции и обеспечение устойчивости финансовой системы, также существенно не изменились по сравнению с предыдущими месяцами.

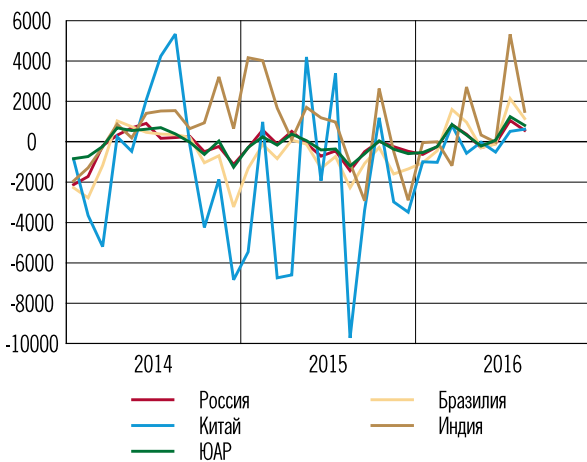
Рыночные процентные ставки в номинальном выражении в июне-июле продолжили снижение (рис. 1.9, 1.10). Их динамика отражала снижение ключевой ставки, реализованное в июне 2016 г. (с 11 до 10,5%), а также ожидаемое в дальнейшем по мере замедления инфляции. Вместе с тем с учетом динамики инфляции и инфляционных ожиданий можно говорить о том, что процентные ставки в реальном вы-

ражении оставались достаточно высокими, способствуя сохранению взвешенного подхода субъектов экономики к сбережениям и кредитованию.

В свою очередь неценовые УБК<sup>5</sup>, оцениваемые по результатам опроса кредитных организаций Банка России, во II квартале 2016 г. смягчались (рис. 1.11), что отражало некото-

<sup>5</sup> См. Список сокращений. Неценовые условия банковского кредитования включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, дополнительные комиссии, спектр направлений кредитования.

Рисунок 1.7  
Динамика потоков капитала в страны БРИКС  
(млн долл. США)



Источник: EPFR Global.

Рисунок 1.8  
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.  
Источник: Bloomberg, расчеты Банка России.

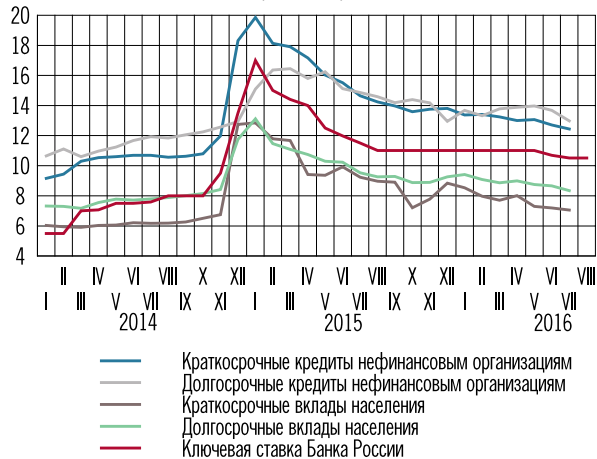
рое улучшение оценки банками кредитных рисков в экономике. В то же время в изменении неценовых УБК по видам кредитования сохранялась разнородность: для населения их динамика оставалась более благоприятной, чем для корпоративного сектора. Смягчение кредитных условий и возможности наращивания заимствований для компаний реального сектора по-прежнему ограничивались накопленным уровнем их долговой нагрузки, который, несмотря на некоторое снижение, пока остался на относительно высоком уровне. В этих условиях кредитная активность была сдержанной: годовой прирост кредитного портфеля банков несколько замедлился и составил 3–4% в июне-июле (рис. 1.12). Как ожидается, по ито-

Рисунок 1.9  
Доходность рынка облигаций, ключевая ставка  
и ставка MIACR  
(% годовых)



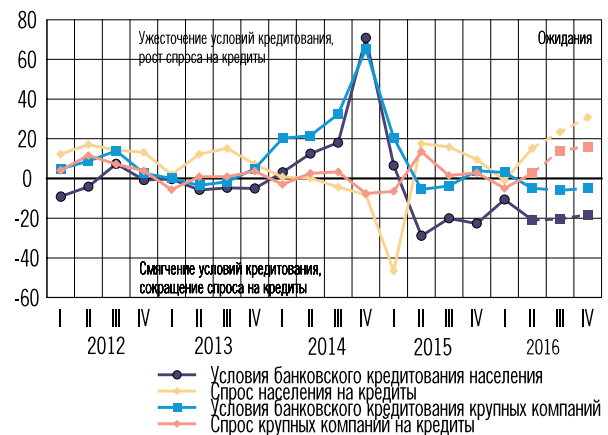
Источники: ФБ ММВБ, Банк России.

Рисунок 1.10  
Процентные ставки по рублевым банковским операциям  
и ключевая ставка Банка России  
(% годовых)



Источник: Банк России.

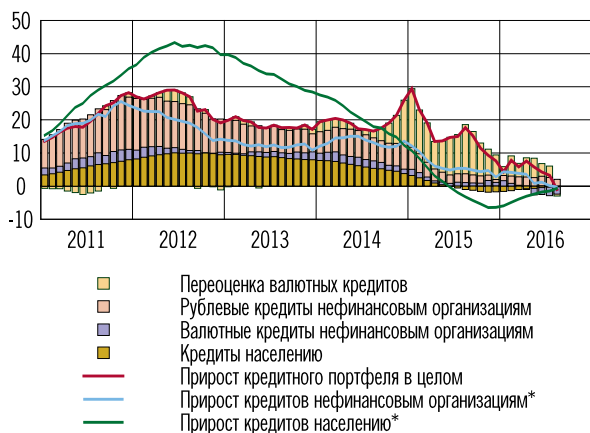
Рисунок 1.11  
Индексы условий кредитования и спроса на кредиты  
(процентных пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.12

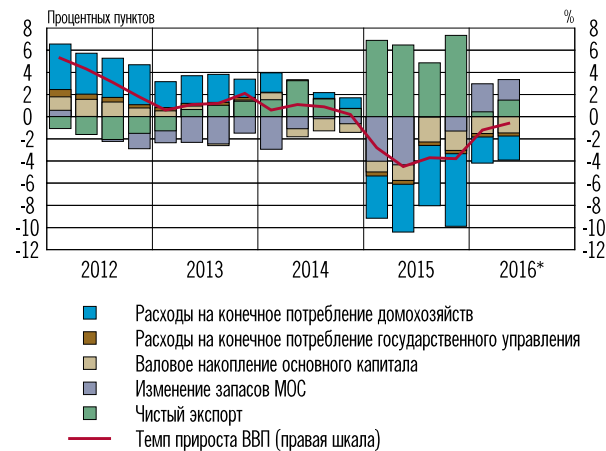
### Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (%)



\* С исключением валютной переоценки.  
Источник: Банк России.

Рисунок 1.14

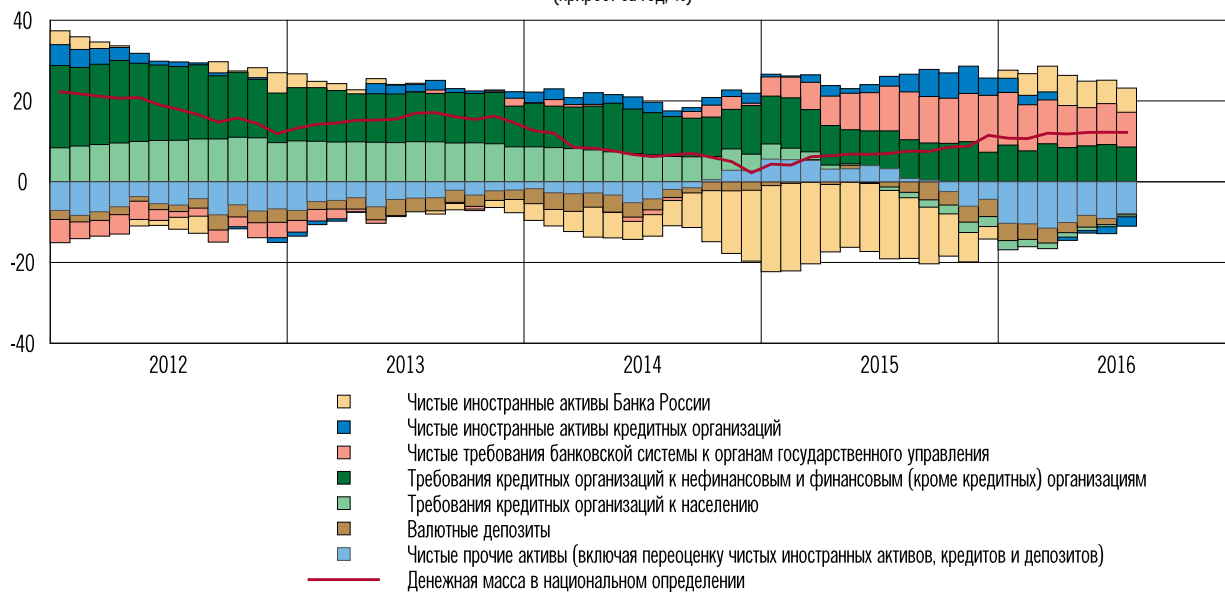
### Структура прироста ВВП по элементам использования (к соответствующему периоду предыдущего года)



\* II квартал 2016 г. – оценка Банка России.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.13

### Динамика источников формирования денежной массы в национальном определении\* (прирост за год, %)



\* На 1.08.2016 – по предварительным данным.  
Источник: Банк России.

гам 2016 г. темп прироста кредита экономике со стороны банковского сектора составит 4–6%.

В июне-августе 2016 г. сохранились умеренные темпы роста денежных агрегатов (рис. 1.13). Значимых изменений в источниках формирования денежной массы по сравнению с предыдущими месяцами не наблюдалось: помимо прироста кредита экономике дополнительный положительный вклад в рост денежной массы продолжало вносить увеличение чистого кредита расширенному правительству со сто-

роны банковской системы на фоне сохранения значительного бюджетного дефицита (см. врезку «Бюджетная политика»). Прогноз Банка России по темпу прироста денежной массы (в национальном определении) на конец 2016 г. с учетом некоторого снижения ожидаемого роста кредитования частного сектора несколько пересмотрен – до 9–12% (10–13% в предыдущем выпуске Доклада).

На фоне сохранения относительно стабильной внешней конъюнктуры и внутренних финансовых условий продолжалось замедление

## Бюджетная политика

По данным Минфина России, дефицит бюджетной системы Российской Федерации в январе-июле 2016 г. составил  $\text{R}0,9$  трлн (1,9% ВВП), практически не изменившись по сравнению с аналогичным периодом 2015 года. Дефицит федерального бюджета составил  $\text{R}1,5$  трлн (3,3% ВВП), расширившись на  $\text{R}0,5$  трлн по сравнению с аналогичным периодом 2015 года.

Доходы бюджетной системы за январь-июль 2016 г. снизились на 2,0% в годовом выражении, до  $\text{R}14,9$  трлн (32,9% ВВП), доходы федерального бюджета – на 10,6%, до  $\text{R}7,0$  трлн (15,3% ВВП). Основным фактором сокращения доходов стало снижение нефтегазовых поступлений (на 27,1%). В то же время уровень ненефтегазовых доходов остался стабильным, прежде всего за счет роста поступлений по прямым налогам на товары внутреннего производства и импортные товары – НДС и акцизам (на 9,3%).

Расходы бюджетной системы снизились на 1,7% в годовом выражении, до  $\text{R}15,8$  трлн (34,7% ВВП), расходы федерального бюджета – на 4,0%, до  $\text{R}8,5$  трлн (18,7% ВВП). На фоне сокращения расходов на национальную оборону и безопасность выросли расходы по социальным направлениям – социальную политику, здравоохранение и образование.

В августе 2016 г. Правительство Российской Федерации приняло решение о единовременной выплате пенсионерам в размере  $\text{R}5$  тыс. в январе 2017 г. вместо ранее обсуждавшейся дополнительной индексации пенсий (с начала года пенсии уже были проиндексированы на 4%). Это решение частично компенсирует снижение пенсий в реальном выражении, при этом несет меньшие инфляционные риски в среднесрочном периоде, чем проведение дополнительной индексации, поскольку единовременная выплата не повышает базу пенсионных доходов на следующий год.

Для финансирования дефицита федерального бюджета в августе из Резервного фонда было перечислено еще  $\text{R}0,4$  млрд, всего с начала 2016 г. –  $\text{R}1,2$  трлн. Кроме того, Минфин России продолжил успешно исполнять программу размещения государственного долга – чистое размещение портфеля ОФЗ в целом в январе-июле достигло  $\text{R}312,0$  млрд. В июне-июле Минфин России также использовал другие источники финансирования дефицита.

На фоне активизации программы внутренних заимствований объем внутреннего федерального долга вырос за июнь-август 2016 г. на  $\text{R}0,1$  трлн, до  $\text{R}7,3$  трлн. В то же время внешний долг продолжил снижаться в июне-июле за счет курсовой переоценки и составил  $\text{R}3,4$  трлн.

Минфин России прогнозирует, что дефицит федерального бюджета составит 3,3% ВВП по итогам 2016 г. (прогноз Банка России – 3,6% ВВП). В дальнейшем планируется проведение фискальной консолидации с сокращением дефицита до 3,2% ВВП в 2017 г., 2,2% ВВП в 2018 г. и 1,2% ВВП в 2019 году. При консервативных предположениях о цене на нефть на уровне  $\text{R}40$  за баррель для сокращения дефицита федерального бюджета потребуется сохранение расходов на постоянном уровне в номинальном выражении. По оценкам Минфина России, использование средств Резервного фонда для финансирования дефицита федерального бюджета в 2016 г. может составить  $\text{R}2,3$ – $\text{R}3,0$  трлн в зависимости от результатов исполнения программы приватизации и привлечения средств за счет других источников финансирования дефицита. В то же время в 2017 г. Минфин России планирует увеличить объем финансирования дефицита бюджета за счет чистых внутренних заимствований, величина которых, по предварительным оценкам Минфина России, может вырасти в 4 раза и составить более  $\text{R}1$  трлн.

По оценкам Банка России, в 2016 г. вклад бюджетной политики в динамику внутренней экономической активности, вероятнее всего, будет близок к нулю. В 2017–2019 гг. с учетом проведения фискальной консолидации он станет слабоотрицательным. При этом сохранение консервативной политики индексаций заработных плат государственного сектора и социальных выплат должно оказывать дополнительное сдерживающее влияние на инфляцию через инфляционные ожидания.

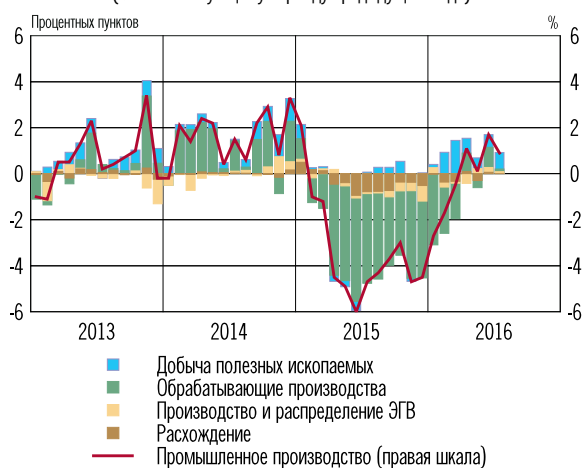
спада российской экономики. По данным Росстата, во II квартале 2016 г. темп снижения ВВП составил 0,6% к соответствующему кварталу предыдущего года (после 1,2% кварталом ранее, рис. 1.14), что несколько превысило прог-

ноз Банка России, представленный в предыдущем выпуске Доклада. Это расхождение в основном было связано с более сдержанной, чем ожидалось, динамикой экспорта, в том числе несырьевого.



Рисунок 1.15

### Вклады компонентов промышленного производства (с поправкой на календарный фактор) (к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Вместе с тем динамика промышленного производства в целом оставалась положительной (рис. 1.15). Годовые темпы прироста промышленного производства с поправкой на календарный фактор в мае-июле 2016 г. колебались около 1%. При этом помесечные темпы прироста производства промышленной продукции (с коррекцией на сезонный фактор) немного замедлились по сравнению с первыми месяцами 2016 года.

В условиях относительно стабильной внешней конъюнктуры добывающая промышленность демонстрировала рост по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, в том числе поддерживаемый внешним спросом. Ее вклад в прирост промышленного производства с поправкой на календарный фактор составлял 0,5–0,7 процентного пункта.

Таблица 1.1

### Индикаторы рынка труда

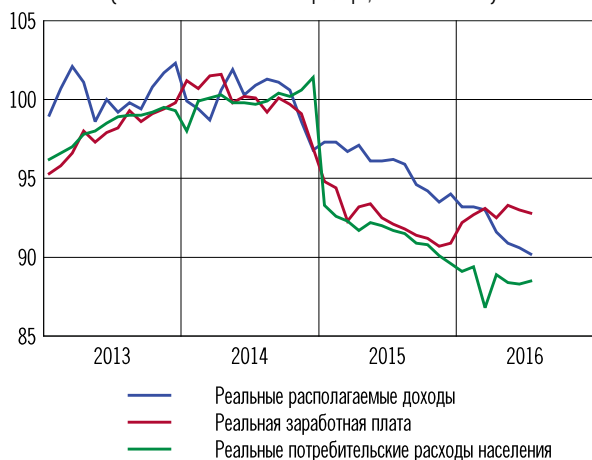
Показатели	2014				2015				2016	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
<b>Занятость и безработица (с исключением сезонности)</b>										
Уровень безработицы, %	5,0	5,2	5,2	5,2	5,3	5,7	5,6	5,7	5,4	5,8
Отношение численности занятых к безработным	18,6	18,3	18,3	18,3	17,9	16,5	16,9	16,6	17,4	16,2
Сводный индикатор занятости PMI, пункты	48,2	47,4	48,2	46,6	44,8	46,0	47,4	45,9	46,5	48,6
<b>Зарботные платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)</b>										
Номинальная заработная плата	11,1	10,2	8,3	7,7	5,7	5,9	4,7	3,3	7,7	7,9
Реальная заработная плата	4,4	2,4	0,6	-1,7	-9,0	-8,5	-9,5	-9,8	-0,6	0,5
Просроченная задолженность по зарплате	6,2	5,7	-11,9	-10,2	7,9	22,6	38,6	55,9	45,4	24,5
<b>Неполная занятость</b>										
<b>Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)</b>										
<b>Всего</b>	-1,2	-0,1	2,2	0,1	1,1	2,6	0,1	1,2	0,6	0,2
Работали неполное рабочее время	7,8	-4,2	-3,4	4,6	11,9	2,7	-3,5	3,8	9,8	1,1
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	14,6	-1,7	-8,0	11,9	18,0	22,7	-3,4	-6,9	-0,7	15,4
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	-0,7	1,7	1,7	1,8	2,5	3,7	2,6	3,6	2,7	3,3
Находились в простое	0,0	-1,3	12,7	-11,1	10,4	-2,8	-4,3	2,4	-7,5	0,6
Имели отпуска без сохранения заработной платы	1,5	-0,1	0,8	0,3	0,2	1,4	-0,1	0,6	0,9	0,5
<b>Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности</b>										
<b>Всего</b>	9,0	9,5	10,4	10,3	9,4	10,4	11,0	11,0	10,0	10,7
Работали неполное рабочее время	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,5	2,8	2,8
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	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	2,4	2,4
Находились в простое	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9	0,7	0,6
Имели отпуска без сохранения заработной платы	6,1	6,8	7,8	7,3	6,2	7,2	8,1	7,6	6,5	7,3
<b>Альтернативные индикаторы неполной занятости</b>										
Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	0,1
Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень = 100)	87,7	86,7	89,0	85,7	81,7	86,7	87,7	88,0	83,7	88,3

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.

**Рисунок 1.16**  
Заработная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении  
(с исключением сезонного фактора, 2014 г. = 100%)

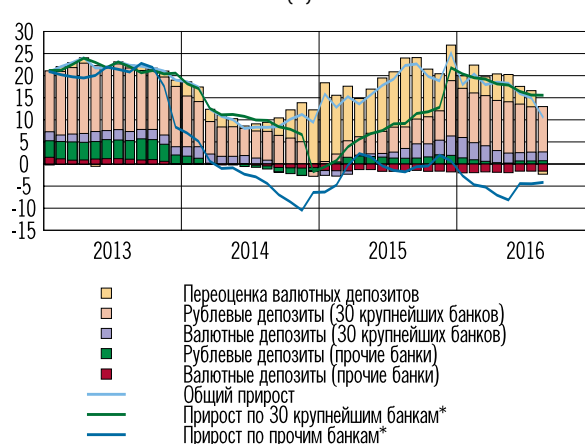


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В то же время ситуация в обрабатывающей промышленности в мае-июле характеризовалась неустойчивостью и неоднородностью по видам деятельности. В частности, на фоне некоторого замедления роста прежних лидеров (химической и пищевой промышленности) наблюдалось оживление в отдельных высокотехнологичных производствах (бытовая техника, станки, медицинское оборудование), однако положительный вклад последних в динамику промышленного производства в целом оставался небольшим.

В динамике показателей рынка труда не наблюдалось значимых изменений: уровень безработицы, а также индикаторы неполной занятости оставались на уровнях предыдущих месяцев (табл. 1.1). Годовые темпы прироста номинальных заработных плат по-прежнему были высокими – около 8%. Вместе с тем их помесячная динамика в летние месяцы была весьма сдержанной: темп прироста номинальных заработных плат в июне-июле находился на уровне 0,3–0,4% к предыдущему месяцу (с учетом коррекции на сезонность). В распределении темпов роста заработных плат по видам деятельности в этот период наблюдалась неравномерность: наиболее высокие темпы роста отмечались в видах деятельности, где уровень дохода превышал средний по экономике, в том числе в добыче полезных ископаемых, финансовой деятельности, операциях с недвижимостью и предоставлении услуг.

**Рисунок 1.17**  
Вклад отдельных групп банков в годовой прирост портфеля депозитов населения  
(%)

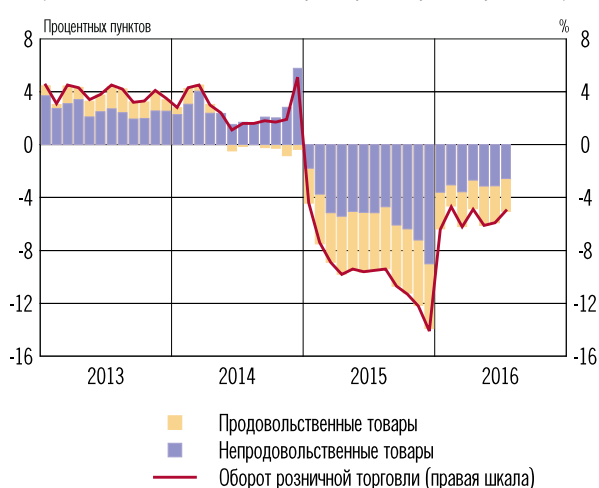


\* С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

В то время как в динамике заработных плат прослеживался уверенный рост, реальные располагаемые доходы в мае-июле продолжали снижаться за счет сокращения пенсий, предпринимательских доходов, а также других видов доходов в реальном выражении (рис. 1.16). Общая тенденция к сокращению реальных располагаемых денежных доходов населения продолжала оказывать сдерживающее влияние на внутренний спрос. Также сохранение слабой потребительской активности во многом было связано со сложившимся высоким уровнем нормы сбережений и инертностью ее динамики (см. врезку «О расхождении в динамике потребления и заработной платы»).

**Рисунок 1.18**  
Структура прироста оборота розничной торговли  
(вклад в темп прироста, к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

## О расхождении в динамике потребления и заработной платы

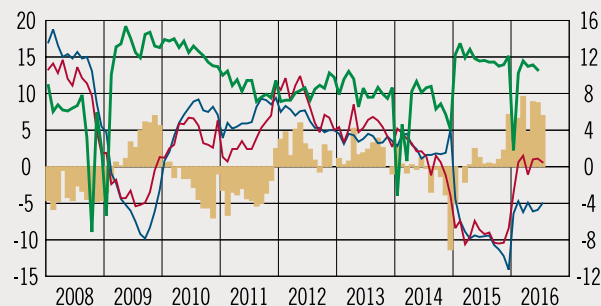
С начала 2016 г. наблюдалось увеличение дисбаланса в динамике показателей потребительской активности и заработных плат: на фоне восстановительной динамики реальной заработной платы оборот розничной торговли продолжал снижаться. Ранее расхождения в динамике указанных показателей увеличивались во время экономических подъемов и спадов, тогда как в периоды относительно стабильного развития реальная заработная плата была ключевым фактором динамики оборота розничной торговли (рис. 1.19).

Для выявления факторов, влияющих на указанное расхождение, при помощи эконометрических методов была оценена зависимость оборота розничной торговли от заработной платы и ряда дополнительных факторов, таких как уровень нормы сбережений, динамика пенсий, задолженности по заработной плате, объема кредитования физических лиц и процентной ставки по депозитам свыше одного года<sup>1</sup>.

Результаты оценки свидетельствуют о том, что во II квартале 2016 г. прирост реальной заработной платы внес положительный вклад (на уровне около 0,4 п.п.) в динамику оборота розничной торговли. Итоговое сокращение розничных продаж стало результатом совокупного влияния иных факторов, при этом наибольший отрицательный вклад внес сохраняющийся повышенный уровень нормы сбережений (2,9 п.п.). Значимый, но меньший отрицательный вклад в динамику оборота розничной торговли внесли реальная процентная ставка по депозитам свыше одного года (0,2 п.п.), динамика пенсий, задолженности по заработной плате, объема кредитования физических лиц (по 0,1 п.п.). Кроме того, сдерживающее воздействие на потребительский спрос в этот период, по оценкам, оказала динамика таких показателей, как реальные доходы от предпринимательской деятельности, продажи иностранной валюты и другие доходы (рис. 1.20).

Рисунок 1.19

### Динамика оборота розничной торговли, заработной платы и нормы сбережений



— Оборот розничной торговли, в % к соответствующему периоду предыдущего года  
 — Реальная заработная плата, в % к соответствующему периоду предыдущего года  
 — Норма сбережений, в % к располагаемому доходу, SA  
 ■ Разница в темпах прироста (правая шкала), процентных пунктов

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.20

### Структура прироста реальных доходов населения\*

(к соответствующему периоду предыдущего года)



\* Данные за IV квартал 2015 г. отсутствуют. Положительный вклад пенсий в динамику реальных доходов населения в I квартале 2016 г. обусловлен ростом численности пенсионеров при сокращении размера пенсии в реальном выражении.  
 Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Регрессия оценивалась на квартальных данных. Все переменные, кроме нормы сбережений, — в реальном выражении. Большинство переменных (кроме нормы сбережений и процентной ставки по депозитам) представлены как сезонно сглаженные темпы прироста к предыдущему кварталу. Поскольку на норму сбережений оказывают влияние ожидания домохозяйств относительно будущего потока своих доходов, динамика оборота розничной торговли и норма сбережений определяются одновременно. Так как норма сбережений является эндогенной, был применен метод инструментальных переменных. В качестве инструментов для нормы сбережений были использованы лаги индекса потребительской уверенности Росстата, реальной ставки по депозитам физическим лицам свыше 1 года, а также лаг самой нормы сбережений. Выбранные инструменты прошли проверку на валидность и релевантность согласно стандартным эконометрическим критериям.



Основной причиной повышенного уровня сберегательной активности по-прежнему является сохранение достаточно высокого уровня реальных процентных ставок, вследствие чего хранение средств на депозитах остается привлекательным для населения. Другим важным фактором относительно высокой нормы сбережения населения является мотив предосторожности, связанный с сохранением неопределенности в отношении динамики будущих доходов и перспектив занятости. Влияние этого фактора подтверждается повышением склонности населения к размещению средств на депозитах наиболее крупных банков (рис. 1.17), поскольку в целом они воспринимаются как более надежные, однако, как правило, имеют более низкий уровень доходности вкладов по сравнению с мелкими банками. Наконец, перенос роста заработных плат в динамику потребления сдерживается отмеченной выше неравномерностью в их распределении по отраслям.

Под действием совокупности указанных факторов – снижения реальных располагаемых доходов населения при сохранении высокой нормы сбережений, с одной стороны, и продолжения роста заработных плат в реальном выражении, с другой стороны, – оборот розничной торговли в мае-июле продолжал сокращаться, однако темпы его снижения в годовом выражении уменьшались (рис. 1.18).

Инвестиционный спрос, как и потребительский, оставался слабым. Сокращение инвестиций в основной капитал во II квартале 2016 г. продолжилось, при этом годовой темп их снижения несколько замедлился – до 3,9% после 4,8% кварталом ранее (прогноз в предыдущем Докладе – 3–4%), что было обусловлено главным образом эффектом низкой базы. Оценки на основе косвенных индикаторов (объем работ по виду деятельности «Строительство», а также индекс производства товаров инвестиционного назначения) указывают на сохранение слабой динамики инвестиций и в июле (рис. 1.21).

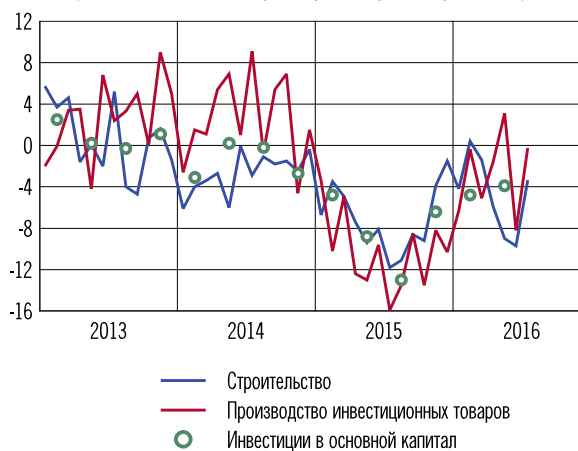
Негативное влияние на формирование инвестиционных планов компаний<sup>6</sup> продолжили оказывать сохранение спросовых ограничений,

<sup>6</sup> Согласно результатам опросов, проводимых лабораторией конъюнктурных опросов Института экономической политики, инвестиционные настроения предприятий в мае-июле находились в зоне «умеренного пессимизма».

Рисунок 1.21

### Инвестиции, строительство и производство инвестиционных товаров

(прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

умеренно жесткие кредитные условия, относительно высокий уровень долговой нагрузки отдельных компаний, а также некоторое ухудшение финансового результата в ряде отраслей (см. врезку «Финансовое положение организаций реального сектора в первом полугодии 2016 года»). Фактором, оказывающим определенную поддержку инвестиционной активности, было некоторое восстановление динамики импорта машин и оборудования. С учетом данных факторов, по оценкам Банка России, в III квартале 2016 г. инвестиции в основной капитал сократятся на 2,5–3,5% к соответствующему периоду предыдущего года.

В условиях сохранения слабого потребительского и инвестиционного спроса значимый вклад в динамику ВВП на протяжении последних двух кварталов, по оценкам, вносила положительная динамика запасов МОС<sup>7</sup>. Накопление запасов, в том числе вследствие ожидаемого высокого урожая, окажет определенную поддержку выпуску и в III квартале 2016 года. Однако в отсутствие перспектив динамичного восстановления спроса<sup>8</sup>, по оценкам, в дальнейшем положительное влияние изменения запасов на динамику ВВП будет постепенно ослабевать.

<sup>7</sup> См. Список сокращений.

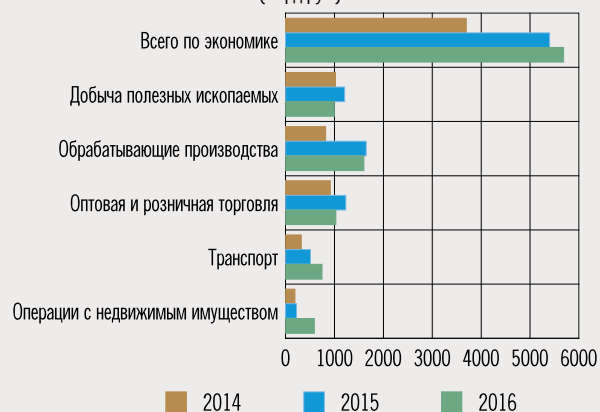
<sup>8</sup> По данным лаборатории конъюнктурных опросов Института экономической политики, ожидания предприятий относительно перспектив восстановления спроса на их продукцию были пессимистичными.

## Финансовое положение организаций реального сектора в первом полугодии 2016 года

Сальдированный положительный финансовый результат организаций в номинальном выражении в первом полугодии 2016 г. был на 5,3% выше показателя за аналогичный период предыдущего года. При этом наблюдался некоторый рост прибыли (на 7,4%) на фоне существенного увеличения убытков (на 21,4%).

В отраслевом разрезе прослеживалась некоторая неоднородность (рис. 1.22). Улучшение финансового результата деятельности предприятий было сформировано за счет инфраструктурного сектора экономики, в котором происходил рост прибыли при сокращении убытков (в частности, в операциях с недвижимым имуществом, аренде и предоставлении услуг, в строительстве, в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды, транспорте и связи). Напротив, снижение сальдо прибылей и убытков наблюдалось в обрабатывающих производствах, оптовой и розничной торговле, добыче полезных ископаемых. Ухудшение финансового положения предприятий в видах деятельности, которые формируют почти половину финансового результата и являются, как правило, ведущими инвесторами, создает дополнительные риски для инвестиционной активности. Вместе с тем улучшение финансового результата в инфраструктурных секторах создает предпосылки для повышения эффективности их деятельности, что может благоприятно сказаться на потенциале роста экономики в долгосрочном периоде.

Рисунок 1.22  
Сальдированный финансовый результат в первом полугодии 2014 – 2016 г. по крупным и средним российским организациям (млрд руб.)



Источник: Росстат.

Положительный вклад в ВВП также продолжал вносить рост чистого экспорта. Относительно стабильный внешний спрос при сохранении достаточно высокого уровня запасов сырья и избыточных мощностей в ряде отраслей создавали предпосылки для роста конкуренции среди поставщиков на мировых рынках сырьевых товаров, имеющих значительную долю в российском экспорте. Вследствие этого динамика экспорта во II квартале 2016 г. несколько улучшилась. По оценкам, во II квартале 2016 г. годовой прирост экспорта в реальном выражении был близок к нулю. Однако данный результат, как было отмечено ранее, оказался заметно хуже ожиданий. Прогнозы Банка России относительно роста экспорта во втором полугодии с учетом текущих тенденций также были пересмотрены в сторону понижения.

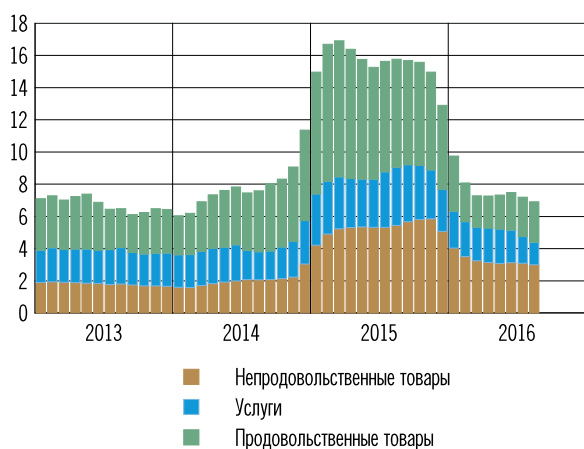
В то же время на фоне снижения годовых темпов падения спроса и укрепления рубля наблюдалось замедление сокращения импорта

в реальном выражении (по оценкам, до 7,5% к соответствующему периоду предыдущего года). Наряду с неблагоприятной конъюнктурой цен на товары российского экспорта это определило сохранение сальдо текущего счета платежного баланса России во II квартале 2016 г. на гораздо более низком уровне, чем в аналогичный период предыдущего года. Вместе с тем наблюдалось пропорциональное сокращение оттока капитала, в том числе определявшееся снижением объемов погашения внешних обязательств. В этих условиях сохранялась стабильная ситуация на валютном рынке и продолжалось погашение банками задолженности по операциям Банка России по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе (Приложение, «Динамика основных статей платежного баланса России во II квартале 2016 года»).

В целом с учетом обозначенных тенденций, по оценкам Банка России, в III квартале ВВП

Рисунок 1.23

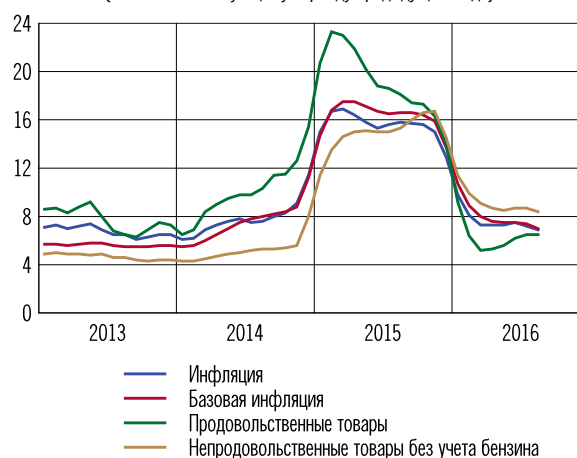
### Вклад в инфляцию (к соответствующему периоду предыдущего года, п.п.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.24

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

снизится на 0,4-0,7% к соответствующему периоду предыдущего года. При этом ожидается, что до конца 2016 г. квартальный темп прироста ВВП выйдет в положительную область. По итогам 2016 г. темп сокращения ВВП составит 0,3–0,7%, что соответствует прогнозу, опубликованному в предыдущем выпуске Доклада.

Указанные выше финансовые и экономические условия формировали предпосылки для дальнейшего замедления инфляции в III квартале 2016 года. Динамика инфляции в июне-августе 2016 г. формировалась под влиянием совокупности факторов. С одной стороны, рост цен на потребительские товары и услуги ограничивался слабым спросом, влиянием укрепления рубля, сохранением умеренного роста цен производителей, а также более низкой по сравнению с предыдущим годом индексацией цен и тарифов естественных монополий. С другой стороны, замедление инфляции сдерживало ухудшение конъюнктуры рынков отдельных продовольственных товаров (гречневая крупа, сахар, рыбопродукты, растительные масла) под действием временных факторов, а также наметившееся ослабление спросовых ограничений.

Как и прогнозировал Банк России, в июне под влиянием эффекта базы годовая инфляция возросла до 7,5% после 7,3% в марте-мае (рис. 1.23). В июле снижение возобновилось, и на конец августа годовой темп инфляции составил 6,9%. Базовая инфляция также снизилась до 7%. Вместе с тем ежемесячные темпы

прироста цен с учетом коррекции на сезонность в июне-августе несколько повысились по сравнению с мартом-маем. При этом годовые темпы прироста цен на непродовольственные товары без учета бензина, одной из наиболее устойчивых компонент инфляции, остались на относительно высоком уровне (рис. 1.24).

Укрепление рубля на фоне в целом стабильной внешнеэкономической конъюнктуры внесло значимый вклад в замедление инфляции, оказывая выраженное сдерживающее влияние на рост цен на непродовольственные товары и услуги. По оценкам, вклад динамики курса рубля в годовую инфляцию в августе составил около 1 п.п. после 2 п.п. в мае.

Динамика цен производителей, на которую оказывал влияние в том числе сдержанный рост цен на мировых товарных рынках, в целом также осталась фактором, ограничивающим рост потребительских цен. Кроме того, благоприятная конъюнктура аграрного рынка в России способствовала снижению инфляционного давления со стороны продовольственных цен.

Однако динамика инфляционных ожиданий ограничивала скорость снижения инфляции (табл. 1.2). Инфляционные ожидания в июне-июле стабилизировались на уровне апреля-мая, а в августе возобновили снижение<sup>9</sup>. Вместе с

<sup>9</sup> По оценкам на основе траектории медианных прогнозируемых на год темпов инфляции, рассчитываемой ООО «ИНФОМ», а также вероятностных методов, применяемых Банком России.

Таблица 1.2

## Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2014				2015				2016							
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август
<b>Инфляционные ожидания (абсолютные), %</b>																	
<b>Население</b>																	
ФОМ	следующие 12 месяцев	11,8	11,7	12,5	15,5	15,7	15,0	16,0	16,4	16,7	15,7	14,7	14,6	13,6	14,2	14,3	12,6
ФОМ (расчеты Банка России)	следующие 12 месяцев	8,1	9,0	9,6	14,4	13,8	12,2	14,5	12,8	10,8	7,8	7,4	7,2	6,5	6,7	6,9	6,4
<b>Профессиональные аналитики</b>																	
Bloomberg	2016						6,7	7,0	7,2	8,0	8,3	7,9	7,4	7,2	6,5	6,4	6,4
Интерфакс	2016					7,0	6,7	7,4	7,6	8,5	8,3	7,6	7,4	7,3	6,7	6,6	6,2
Thomson Reuters	2016								7,5	8,1	7,9	7,4	7,1	7,0	6,5	6,3	6,0
<b>Финансовые рынки</b>																	
ОФЗ-ИН	следующие 8 лет							6,4	5,8	6,2	6,1	5,4	5,2	5,0	4,6	4,6	4,5
ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)	следующие 8 лет							8,1	7,3	7,7	7,6	6,9	6,7	6,5	6,0	5,8	5,6
Рынок облигаций	следующий квартал	7,1	7,2	7,9	8,4	10,7	15,1	14,2	14,1	-	-	12,5	-	-	7,4		
Рынок МБК	следующий квартал	7,2	8,1	8,9	9,7	13,0	18,4	15,2	12,4	-	-	10,9	-	-	7,1		
<b>Инфляционные ожидания (баланс ответов*)</b>																	
<b>Население</b>																	
ФОМ	следующие 12 месяцев	84	85	84	83	76	72	80	83	85	82	84	83	81	78	82	77
ФОМ	следующий месяц	79	82	76	77	68	60	71	78	80	76	72	74	70	68	72	69
<b>Предприятия</b>																	
РЭБ	следующие 3 месяца	26	26	32	70	32	20	28	48	46	22	14	16	30	38		
Банк России (ДБН)	следующие 3 месяца	14,3	12,4	13,9	30,3	14,8	12,7	12,1	17,3	15,6	13,6	12,4	11,5	11,5	12,1	10,1	
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	42	41	41	43	31	28	30	29	-	-	32	-	-	29		
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	6	5	2	5	7	6	2	2	-	-	5	-	-	5		

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

тем в целом уровень инфляционных ожиданий населения и компаний все еще остается повышенным, в связи с чем наблюдаемую тенденцию к снижению пока преждевременно характеризовать как устойчивую.

Кроме того, замедление темпов сокращения потребления, включая непродовольственные товары, может указывать на наметившееся ослабление дезинфляционного влияния спроса на фоне постепенной адаптации населения и компаний к сложившимся экономическим условиям, в том числе в связи с некоторым улучшением потребительских настроений под влиянием устойчивого роста заработных плат.

Признаком уменьшения вклада спросовых ограничений в замедление инфляции может также служить тот факт, что инфляция сложилась в соответствии с прогнозом Банка России несмотря на дезинфляционное влияние более быстрого, чем ожидалось ранее, укрепления рубля в условиях относительно благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры в III квартале 2016 года.

Дальнейшему последовательному снижению инфляции в 2016 г. будет способствовать проводимая Банком России умеренно жесткая денежно-кредитная политика. Согласно базовому прогнозу, на конец 2016 г. инфляция составит 5,5–6,0%.

Основные инфляционные риски связаны с действием изменчивых внешних факторов, снижением стимулов к сбережениям, а также, сохранением инфляционных ожиданий на повышенном уровне. Учитывая замедление инфляции в соответствии с прогнозом, а также некоторое снижение инфляционных ожиданий при сохранении неустойчивой экономической активности, Совет директоров Банка России 16 сентября 2016 г. принял решение снизить ключевую ставку до 10,00% годовых. Вместе с тем для закрепления тенденции к устойчивому снижению инфляции, по оценкам Банка России, необходимо будет сохранение достигнутого уровня ключевой ставки до конца 2016 года. Умеренно жесткая денежно-кредитная политика обеспечит поддержание положительных реальных процентных ставок в экономике на уровне, который сохранит стимулы к сбережениям и обеспечит спрос на кредит, не приводящий к повышению инфляционного давления. Это будет способствовать дальнейшему снижению инфляции до целевого уровня 4% в конце 2017 года. При принятии решений о ключевой ставке в ближайшие месяцы Банк России будет оценивать инфляционные риски и соответствие динамики экономики и инфляции базовому прогнозу.

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

В прошлом выпуске Доклада о денежно-кредитной политике Банк России рассматривал три сценария экономического развития России, основным различием которых являлись предположения относительно динамики цен на нефть. Конъюнктура мировых финансовых и товарных рынков и в целом ситуация в российской экономике в июне-августе 2016 г. развивались в рамках тенденций, которые в наибольшей степени соответствовали базовому сценарию, представленному в предыдущем Докладе.

В базовом сценарии предполагалась медленная коррекция цены на нефть марки «Юралс» с уровня около \$48 за баррель в июне 2016 г. до \$40 за баррель в III квартале 2016 года. Фактически ее средний уровень за июль-август 2016 г. составил около \$43 за баррель, что несколько выше прошлого прогноза. Перебои с добычей и поставками нефти из ряда стран-экспортеров, вызвавшие весной-летом 2016 г. повышение цен на нефть, постепенно преодолеваются (практически восстановились поставки из Канады, однако сохраняются проблемы с потоками из Нигерии, Ливии, Венесуэлы). Переговоры об ограничении добычи нефти между странами ОПЕК и отдельными крупными экспортерами, не входящими в орга-

низацию, вряд ли окажут устойчивый эффект на конъюнктуру рынка. Это стало бы возможным, только если стороны договорились бы о непосредственном сокращении добычи относительно текущих уровней, а такой исход весьма маловероятен. Более вероятное решение о фиксации добычи и экспорта на уровнях, близких к текущим, не отразится существенно на балансе спроса и предложения на мировом рынке нефти.

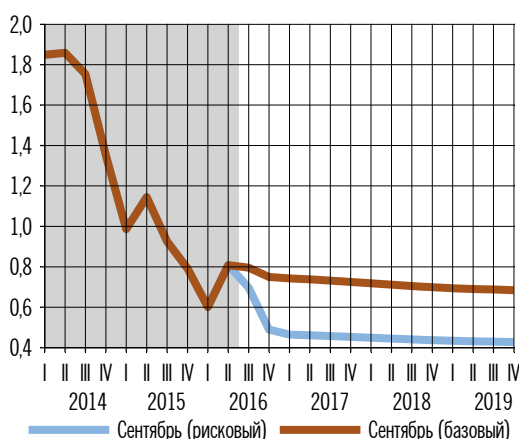
С учетом указанных выше тенденций Банк России в базовом сценарии оставляет без изменений предположение о траектории цен на нефть: ожидается продолжение коррекции цен на нефть марки «Юралс» с текущих значений (около \$43 за баррель) до уровня около \$40 в IV квартале 2016 г. и их сохранение в среднем вблизи данного уровня в 2017–2019 годах.

Банк России также не изменил предпосылки о внешнеэкономических условиях в целом на трехлетнем прогнозном горизонте. Международные организации в июне-июле 2016 г. скорректировали свои прогнозы роста мировой экономики в сторону небольшого понижения<sup>1</sup>. Вместе с тем с учетом внешнеэкономических связей России в базовом сценарии Банк России сохранил неизменным сформированный ранее на основе относительно консервативных предпосылок прогноз по темпам роста ВВП стран – торговых партнеров: в 2017–2019 гг. они, как ожидается, останутся вблизи 2% в год.

Денежно-кредитная политика большинства мировых центральных банков будет преимущественно иметь стимулирующий характер, что будет способствовать сохранению низких процентных ставок на мировых финансовых рынках. Повышение ставок центральными банками развитых стран (главным образом ФРС США) будет осуществляться постепенно, с учетом темпов восстановления экономик этих

Рисунок 2.1

### Условия торговли



Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть марки «Юралс» (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежной инфляции).  
Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> МВФ скорректировал вниз прогноз роста мировой экономики с 3,2 до 3,1% в 2016 г. и с 3,5 до 3,4% в 2017 г.; Всемирный банк – с 2,9 до 2,4% в 2016 г. и с 3,1 до 2,8% в 2017 году.



стран и имеющихся рисков изменения ситуации на глобальных рынках, в том числе развития ситуации в странах СФР.

В базовом сценарии предполагается, что премия за страновой риск на Россию на прогнозном горизонте стабилизируется на относительно невысоком уровне, близком к среднегодовому за 2016 г. в условиях отсутствия существенных колебаний цен на нефть и относительно спокойного восприятия рисков международными инвесторами.

Предполагается, что действие финансовых международных санкций в отношении России сохранится на всем прогнозном горизонте, но их влияние на экономику будет снижаться. Как показали итоги I и II кварталов 2016 г., ограничения со стороны ЕС и США все меньше воздействуют на корпоративный сектор: российские компании и банки успешно рефинансировали существенную долю внешней задолженности и сократили иностранные обязательства в меньшем объеме, чем предполагал график выплат по внешнему долгу.

В части внутренних финансовых условий в среднесрочном периоде ожидается, что по мере снижения инфляции до целевого уровня 4% и ее закрепления на этом уровне будет возможно постепенное снижение степени жесткости денежно-кредитной политики. Это создаст условия для снижения номинальных рыночных процентных ставок в экономике. Неценовые условия кредитования, как ожидается, также будут постепенно смягчаться по мере улучшения общей экономической ситуации, что позволит банкам предъявлять менее строгие требования к заемщикам, обеспечению по кредитам, а также постепенно расширять спектр направлений кредитования. Вместе с тем процентные ставки в экономике в реальном выражении будут положительными, оставаясь на уровне, достаточном для сохранения взвешенного подхода субъектов экономики к распределению дохода между потреблением и сбережением и создания необходимых условий для поддержания ценовой и финансовой стабильности.

Восстановление кредитной активности будет постепенным. В ближайший год рост кредитования реального сектора экономики продолжит сдерживаться накопленным высоким уровнем долговой нагрузки, а также относи-

тельно жесткими ценовыми и неценовыми условиями кредитования. По итогам 2017 г. прирост кредитного портфеля банковского сектора в целом прогнозируется на уровне 4–6%, после чего в 2018–2019 гг. ожидается его ускорение до 7–11%.

Рост денежной массы в 2017 г. по-прежнему будет опережать увеличение кредита экономике за счет вклада чистого кредита правительству со стороны банковской системы. По оценкам, темп прироста денежной массы в национальном определении в 2017 г. составит 7–9%. В 2018–2019 гг. темп прироста денежной массы стабилизируется в диапазоне 8–11%, сблизившись с темпом роста кредита. При этом вклад чистого кредита правительству в динамику денежной массы будет сокращаться по мере ожидаемого снижения дефицита бюджета.

Неопределенность в части бюджетной политики в 2017–2019 гг. сохраняется при отсутствии пока официально принятых и нормативно закреплённых решений. Вместе с тем в последние месяцы Правительством Российской Федерации были анонсированы некоторые предварительные договоренности относительно планирования бюджета на трехлетнюю перспективу. Они предполагают, что на прогнозном горизонте сохранится взвешенный подход к бюджетным расходам. Их величина будет планироваться, с одной стороны, с учетом консервативных предположений относительно изменения внешних условий, негативно влияющих на формирование доходов. С другой стороны, ограничения на рост бюджетных расходов будут определяться исходя из задачи последовательного сокращения дефицита бюджета для выхода на его сбалансированность к 2020 году. Такой подход обеспечит сохранение безопасного с точки зрения финансовой стабильности уровня государственного долга и поддержание устойчивости государственных финансов, а следовательно, финансовой системы в целом, в средне- и долгосрочной перспективе. Кроме того, консервативный подход к индексации заработных плат в бюджетном секторе и других выплат в случае его сохранения может вносить вклад в поддержание стабильности инфляционных ожиданий и инфляции. Вместе с тем влияние бюджетной политики на экономический

рост в период проведения консолидации будет оставаться умеренно сдерживающим. При этом с учетом объективных ограничений на увеличение расходов бюджета возрастает роль мер, направленных на оптимизацию их распределения, а также на структурные улучшения делового климата в экономике.

В среднесрочном периоде структурные ограничения, в том числе связанные с демографической ситуацией, инфраструктурными и институциональными характеристиками экономики, сохранением ее сырьевой направленности и недостаточной диверсификации, останутся сдерживающим фактором для экономического роста. Преодоление данных ограничений, как показывает исторический опыт России и других стран, может потребовать продолжительного времени, что повышает неопределенность относительно перспектив экономического роста. Развитие текущей ситуации указывает на то, что масштаб и длительность действия этого сдерживающего фактора могут оказаться более существенными, чем предполагалось ранее.

С учетом ожидаемого развития внешних и внутренних условий до конца 2016 г. и далее в 2017 г. темпы инфляции продолжат снижаться. Прогнозируется, что квартальный темп прироста потребительских цен стабилизируется на уровне около 4% в годовом выражении уже в первом полугодии 2017 года. При этом годовая инфляция будет постепенно снижаться с 5,5–6,0% в декабре 2016 г. до целевого уровня в конце 2017 года. Основными факторами замедления инфляции станут сдержанный потребительский спрос и относительно стабильная курсовая динамика в условиях умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Вклад в замедление темпов роста потребительских цен будет вносить динамика цен производителей. Прежде всего это будет обусловлено сохранением относительно низких цен на энергоносители при отсутствии значительных колебаний курса, а также планируемым поддержанием умеренных темпов индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий. Кроме того, краткосрочное понижающее воздействие на темпы роста потребительских цен окажет ожидаемый высокий урожай зерновых в России в 2016 году.

В среднесрочном периоде важным фактором стабилизации инфляции будет ожидаемое постепенное снижение инфляционных ожиданий.

В то же время на развитие ситуации может оказать влияние реализация ряда рисков, которые связаны, в первую очередь, с возможным сохранением инфляционных ожиданий на повышенном уровне в течение длительного времени и изменением сберегательного поведения населения.

Основной областью неопределенности в настоящий момент является дальнейшая динамика склонности населения к сбережению на фоне восстановления экономического роста. Ускоренное увеличение расходов на конечное потребление домашних хозяйств в этой ситуации создаст дополнительное инфляционное давление. Кроме того, нельзя полностью исключить вероятность роста расходов бюджета сверх запланированных уровней, что также создаст предпосылки для роста потребительской активности. Следует отметить, что повышение экономической активности под влиянием этого фактора вряд ли будет иметь долгосрочный устойчивый характер по ряду причин. Во-первых, оно создаст предпосылки для сохранения более высокой и волатильной инфляции, что будет снижать стимулы для инвестиций. Во-вторых, в условиях ограниченных возможностей для быстрого импортозамещения рост потребительского спроса приведет к расширению импорта и ослаблению рубля, а также росту рисков для ценовой стабильности. При появлении признаков реализации указанного риска Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии.

Сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне на фоне замедляющейся инфляции в первой половине 2016 г. свидетельствует об их высокой инерционности. Имеющиеся данные о динамике инфляционных ожиданий за август указывают на некоторые позитивные сдвиги, однако говорить о формировании устойчивой тенденции к их снижению пока представляется преждевременным. Высокая инерционность ожиданий в дальнейшем может являться источником дополнительного давления. Преодоление инерции в динамике инфляционных ожиданий является важной за-



Таблица 2.1

**Основные параметры базового сценария прогноза Банка России**

(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2016	2017	2018	2019
Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долл. США за баррель	40	40	40	40
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	5,5-6,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	-(0,7-0,3)	0,5-1,0	1,5-2,0	1,5-2,0
Расходы на конечное потребление				
– домашних хозяйств	-(4,0-3,5)	0,3-0,7	2,4-2,8	3,0-3,5
Валовое накопление	2,0-3,0	1,8-2,5	3,0-3,7	0,8-1,3
– валовое накопление основного капитала	-(6,5-6,0)	1,2-1,7	2,7-3,2	3,2-3,7
Чистый экспорт	12,5-15,6	-1,9-2,2	-3,6-0,5	-3,6-1,0
– экспорт	-(1,5-1,0)	1,2-1,6	1,1-1,6	1,3-1,8
– импорт	-(7,5-7,0)	1,6-2,0	1,9-2,4	2,0-2,5
Денежная масса в национальном определении	9-12	7-9	8-10	9-11
Денежная база в узком определении	3-5	3-5	4-6	4-6
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	4-6	4-6	7-9	9-11

дачей и может потребовать проведения более жесткой денежно-кредитной политики.

Для предупреждения реализации указанных рисков Банк России в течение 2017 г. может осуществлять снижение ключевой ставки более медленными темпами по сравнению с ранее предполагаемыми при сохранении умеренной жесткости денежно-кредитной политики, в результате чего вклад денежно-кредитной политики в восстановление спроса окажется менее значимым.

Прогноз темпа прироста ВВП с учетом совокупности отмеченных выше факторов пересмотрен в сторону понижения: ожидается, что в 2017 г. ВВП возрастет на 0,5–1,0% против роста на 1,1–1,4%, прогнозирувавшегося ранее (табл. 2.1). В 2018–2019 гг., в том числе на фоне постепенного смягчения денежно-кредитной политики в условиях достижения целевых показателей по инфляции, будет наблюдаться ускорение роста экономики до 1,5–2% в год. После периода восстановительного оживления экономической активности темп прироста ВВП может вновь замедлиться до уровня 1–1,5%, который соответствует оценкам среднесрочного потенциала роста российской экономики с учетом действующих структурных ограничений.

В разрезе компонентов совокупного спроса прогнозируется, что восстановление экономики будет происходить относительно равномерно. Сохранение высокой нормы сбережений

на фоне положительных реальных ставок по депозитам будет сдерживать рост потребительского спроса. Расходы на конечное потребление домашних хозяйств, как ожидается, вырастут в 2017 г. на 0,3–0,7% с выходом на темп роста 2,4–3,5% в 2018–2019 годах.

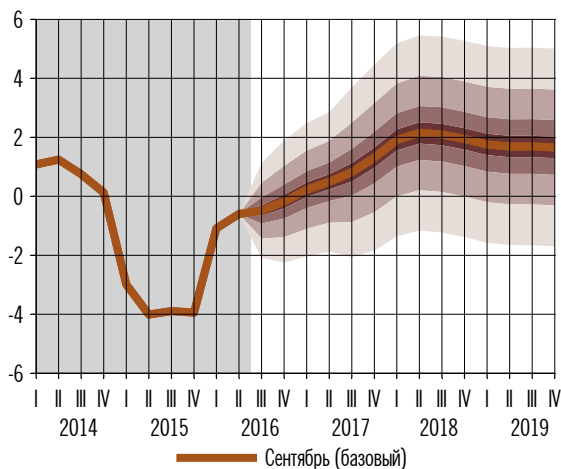
Оживление инвестиционной активности после длительного периода ее спада будет происходить постепенно вслед за улучшением динамики спроса, сокращением долговой нагрузки компаний и постепенным смягчением условий кредитования. Годовой темп прироста валового накопления основного капитала, как ожидается, составит 1,2–1,7% в 2017 г. и ускорится до 2,7–3,7% в 2018–2019 годах. Динамика запасов, обусловленная ожидаемым постепенным восстановлением потребительского спроса, будет вносить дополнительный вклад в прирост валового накопления в 2017–2018 годах.

Внешний спрос на российские товары на фоне сдержанного глобального роста, высокого уровня запасов и относительного избытка мощностей в ряде отраслей не окажет существенной поддержки экспорту. Годовые темпы прироста физических объемов экспорта на 2017–2019 гг. прогнозируются на уровне 1,1–1,8%. При этом начавшееся восстановление внутреннего спроса обусловит увеличение физических объемов импорта в 2017 г. на 1,6–2,0% и 1,9–2,5% в 2018–2019 годах. В результате вклад чистого экспорта

Рисунок 2.2

### Темпы прироста ВВП

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

(экспорт за вычетом импорта) в ВВП в 2017 г. существенно сократится и с 2018 г., вероятно, станет отрицательным.

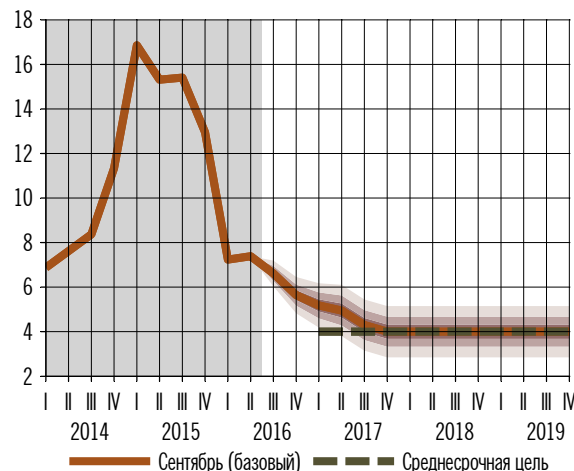
При указанной динамике физических объемов экспорта и импорта товаров и услуг, а также с учетом стабилизации цен на энергоносители положительное сальдо текущего счета платежного баланса в течение прогнозного периода будет постепенно сокращаться (табл. 2.2; Приложение, «Прогноз платежного баланса на 2016-2019 годы»). Чистый отток частного капитала на прогнозном горизонте также сохранится на низком уровне (около 2% ВВП). Небольшой отток капитала будет обусловлен как постепенным снижением выплат по внешнему долгу согласно графику, так и расширением возможностей по его рефинансированию. Сохранению низкого уровня оттока капитала также будут способствовать положительные реальные процентные ставки в экономике, поддерживающие привлекательность вложений в рублевые финансовые активы. По мере восстановления экономической активности отток капитала в большей степени станет формироваться под влиянием увеличения иностранных активов в реальном секторе, которое, однако, останется существенно меньшим по сравнению с наблюдавшимся в период 2010–2014 годов.

С учетом умеренного спроса на иностранные активы ожидается, что поступлений по текущему счету будет достаточно для погашения внешнего долга. В результате при реализации базового сценария Банк России продолжит по-

Рисунок 2.3

### Инфляция

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

следовательное сокращение объемов предоставления средств банкам по инструментам валютного рефинансирования. Как ожидается, задолженность кредитных организаций по данным операциям снизится до нулевого уровня до конца 2017 года.

В связи с сохранением неопределенности относительно развития ситуации в мировой экономике и на мировых финансовых и товарных рынках Банк России, помимо базового сценария, рассматривает также оптимистичный и рискованный сценарии.

Рисковый сценарий предполагает снижение цены на нефть до \$25 за баррель в конце 2016 г. и ее сохранение в среднем вблизи этого уровня до конца 2019 года. Такое снижение цен на нефть может произойти либо при проявлении признаков резкого замедления экономики Китая, либо в случае ускоренной нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, а также в случае быстрого восстановления поставок из Нигерии или Ливии и значительного расширения предложения со стороны других стран – экспортеров нефти (прежде всего Ирана и Ирака).

В рисковом сценарии ухудшение условий торговли обусловит более сильный спад в экономике в 2016–2017 гг. по сравнению с базовым сценарием. Негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российскую экономику реализуется через сокращение доходов от экспорта, снижение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностран-

Таблица 2.2

**Показатели платежного баланса России – базовый сценарий**  
(млрд долл. США)

	2016	2017	2018	2019
<b>Счет текущих операций</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
Торговый баланс	91	94	96	101
Экспорт	276	289	301	315
Импорт	-186	-194	-204	-214
Баланс услуг	-23	-24	-26	-28
Экспорт	50	53	55	57
Импорт	-73	-77	-81	-85
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-44	-46	-48
Счет операций с капиталом	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-11</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	3	0	0	0
Чистый отток капитала частного сектора	-14	-18	-25	-25
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

ной валюте, ухудшение ожиданий относительно перспектив роста российской экономики и существенное снижение привлекательности вложений в российскую экономику для внутренних и внешних инвесторов. При этом возможности поддержки экономической активности мерами бюджетной политики в этой ситуации будут крайне ограничены с учетом дальнейшего сокращения нефтегазовых налоговых поступлений и планируемого ограничения величины дефицита бюджета для обеспечения необходимой устойчивости государственных финансов.

Вместе с тем следует учитывать возросшую устойчивость экономики к внешним шокам, в том числе поддерживаемую соответствующей реакцией со стороны денежно-кредитной политики, а также гибким изменением валютного курса. Это сдержит спад совокупного выпуска. Прогнозируемое сокращение ВВП может составить 1,0–1,5% в 2017 г. с выходом на близкие к нулю темпы роста в 2018 г. и достижением положительных темпов роста в 2019 году.

В то же время возможное повышение волатильности на мировом и российском финансовых рынках, предполагаемое в этом сценарии, может привести к резкому ухудшению курсовых и инфляционных ожиданий, которое существенно увеличит инфляционные риски и риски для

финансовой стабильности. В этих условиях инфляция, по оценкам, останется несколько выше 5% в 2017 г. и выйдет на целевое значение 4% в 2018 году. Для предотвращения нарастания указанных рисков Банк России будет использовать как меры процентной политики, так и другие инструменты.

При реализации данного сценария Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии, на протяжении более длительного периода. Кроме того, при развитии негативного сценария Банк России будет оценивать необходимость проведения валютных интервенций в случае угроз для финансовой стабильности, а также увеличения объемов предоставления кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе при возникновении проблем с обслуживанием внешней задолженности у компаний и банков.

Оптимистичный сценарий предполагает постепенный рост цены на нефть марки «Юралс» до \$55 за баррель в 2019 г. с дальнейшей их стабилизацией на этом уровне. Такая траектория условий торговли может сложиться при более быстром оживлении мировой экономики, которое при этом не будет сопровождаться более быстрым повышением (по сравнению с ба-

зовым сценарием) процентных ставок мировыми центральными банками (прежде всего ФРС США).

Влияние улучшения условий торговли на инфляцию будет разнонаправленным. С одной стороны, укрепление рубля на фоне предполагаемого роста цен на нефть в первой половине 2017 г. будет оказывать сдерживающее воздействие на инфляцию. С другой стороны, повышение доходов экономических агентов и снижение неопределенности окажут поддержку росту потребительских расходов, что будет иметь проинфляционный эффект. В целом, по оценкам Банка России, достижение цели по инфляции в этих условиях будет возможным при менее жесткой денежно-кредитной политике. В то же время при принятии решений об уровне ключевой ставки Банк России будет анализировать соотношение указанных эффектов и принимать меры в случае, если их баланс изменится и создаст угрозу отклонения инфляции от прогноза.

В случае реализации предпосылок оптимистичного сценария ожидается более уверенное, чем в базовом сценарии, восстановление экономической активности. Помимо улучшения условий торговли экономический рост будет поддерживаться и пересмотром ожиданий как внешних, так и внутренних экономических агентов относительно перспектив развития российской экономики.

Поскольку некоторое улучшение внешней ситуации само по себе не способно существенным образом повлиять на среднесрочный потенциал роста российской экономики, темпы экономического роста после восстановительного периода 2018–2019 гг. не будут превышать показатели базового сценария при сходной динамике инфляции и денежно-кредитных условий. В этот период усиливается риск формирования избыточного оптимизма субъектов экономики, снижающего готовность к структурным преобразованиям. Банк России будет оценивать ситуацию на предмет признаков перегрева на товарных и кредитных рынках для предупреждения рисков ускорения инфляции, чрезмерного роста долговой нагрузки и дестабилизации финансовых рынков.

В рамках этого сценария, как и базового, ожидается, что кредитные организации погасят задолженность по инструментам рефинан-

сирования Банка России в иностранной валюте к концу 2017 года. В дальнейшем Банк России не исключает проведения покупок иностранной валюты с целью увеличения международных резервов в случае, если это не будет противоречить обеспечению ценовой и финансовой стабильности. Сальдо текущего счета к ВВП и чистого оттока капитала к ВВП будут выше, чем в базовом сценарии. Более высокое сальдо текущего счета на протяжении 2017–2019 гг. объясняется в первую очередь более высокими ценами на нефть. Значительный отток капитала формируется за счет повышенного спроса на иностранные активы со стороны частного сектора при более крепком, чем в базовом сценарии, рубле.

В рамках любого из рассмотренных сценариев Банк России не исключает возможности реализации дополнительных рисков, которые могут повлиять на инфляционную динамику. Значимыми рисками для прогноза инфляции на горизонте трех лет помимо изменения внешней сырьевой конъюнктуры могут являться динамика инфляционных ожиданий и изменения потребительского поведения домохозяйств, скачки внутренних и внешних продовольственных цен (под влиянием факторов предложения), изменения бюджетной политики, включающие возможное ускорение индексации расходов или повышение налогов, а также ускорение роста административно регулируемых цен и тарифов, не предусмотренные в рассматриваемых сценариях. Необходимая степень реакции денежно-кредитной политики в ответ на реализацию указанных рисков будет определяться с учетом оценки масштаба и длительности их действия на инфляционные процессы.

Банк России продолжит реализацию умеренно жесткой денежно-кредитной политики, направленной на снижение инфляции и ее стабилизацию в дальнейшем на целевом уровне 4%. Для закрепления тенденции к устойчивому замедлению инфляции, по оценкам Банка России, будет необходимо поддержание ключевой ставки на достигнутом уровне 10,0% до I–II квартала 2017 года. При принятии решения Банк России будет исходить из оценки среднесрочного прогноза развития экономики, динамики инфляции и инфляционных рисков.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### Динамика основных статей платежного баланса России во II квартале 2016 года

Во II квартале 2016 г. снижение<sup>1</sup> профицита текущего счета платежного баланса ускорилось по сравнению с I кварталом. Сальдо текущего счета платежного баланса сократилось более чем на 80% по сравнению со II кварталом 2015 г., до немногим более \$3 млрд. Однако данное снижение в первую очередь обусловлено различиями сезонной динамики отдельных компонентов счета текущих операций: на фоне снизившихся в годовом выражении, но стабильных в I–II кварталах уровней торгового баланса традиционное сезонное ухудшение баланса инвестиционных доходов и баланса услуг оказало сравнительно более сильное влияние на совокупное сальдо счета текущих операций (рис. 1).

Снижение экспорта товаров во II квартале несколько замедлилось – до 26% по сравнению с 33% в I квартале 2016 г. в условиях коррекции цен на нефть. На фоне перебоев с поставками в ряде стран-экспортеров цены на нефть марки «Юралс» выросли по сравнению с I кварталом более чем на 35%, в годовом выражении падение цен значительно замедлилось. При этом физические объемы экспорта нефти продолжили расти (по данным Федеральной таможенной службы (ФТС) России – на 7,6%), а снижение физических объемов экспорта нефтепродуктов замедлилось до 10,7% против 16% кварталом ранее. В то же время по мере исчерпания эффекта низкой базы объем экспортных поставок газа сократился на 3% после роста на 18% в I квартале 2016 года.

В свою очередь, по мере стабилизации ситуации в экономике быстро сокращались го-

довые темпы падения импорта – стоимостный объем импорта снизился во II квартале менее чем на 5% против 15% в I квартале. Менее значительное уменьшение импорта было обусловлено укреплением рубля и некоторым улучшением ситуации в экономике. По данным ФТС, во II квартале 2016 г. впервые за три года был зафиксирован годовой рост импорта машин, оборудования и транспортных средств, в результате чего их доля в совокупном объеме импорта выросла с 43% в I квартале до 46% во II квартале 2016 года. В совокупности такая динамика экспорта и импорта обеспечила снижение торгового баланса почти на 50%.

В дальнейшем, по мере стабилизации цен на нефть и замедления темпов восстановительного роста импорта выровняется и динамика торгового баланса.

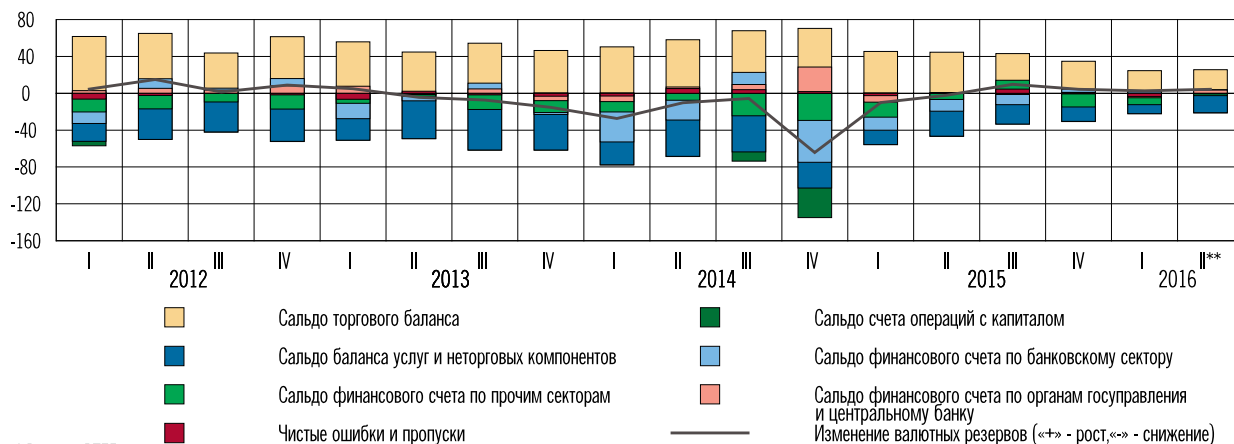
Отрицательное сальдо баланса услуг во II квартале продолжало сокращаться высокими темпами в годовом выражении, однако несколько выросло по сравнению с I кварталом из-за традиционного сезонного увеличения импорта туристических услуг (несколько более выраженного, чем в предыдущем году). Похожую динамику – сокращение в годовом выражении и значительный рост по сравнению с предыдущим кварталом – продемонстрировало и отрицательное сальдо баланса неторговых компонентов. Это также было обусловлено особенностями сезонной динамики одной из составляющих баланса неторговых компонентов – баланса инвестиционных доходов. Традиционно в июне российские компании осуществляют дивидендные платежи, в том числе и акционерам-нерезидентам, что в платежном балансе отражается как резкое разовое увеличение инвестиционных доходов к выплате. В результате на фоне сравнительно стабильных в I–II кварталах уровней торгового баланса сезонное ухудшение балансов услуг и неторговых компонент привело к временному резкому сокращению профицита текущего счета.

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

Рисунок 1

### Динамика основных компонентов платежного баланса\*

(млрд долл. США)



\* В знаках РПБ5.

\*\* II квартал 2016 г. – оценка.

Источник: Банк России.

Сокращение профицита текущего счета не создало дополнительного давления на валютный рынок, учитывая что отток капитала в виде финансирования выплат по внешним обязательствам или приобретения иностранных активов также заметно сокращался. Чистый вывоз капитала частным сектором во II квартале 2016 г. сократился более чем вдвое по сравнению со II кварталом 2015 г. – до \$5,3 млрд<sup>2</sup>. При этом несмотря на ограниченный из-за санкций доступ к западным рынкам капитала во II квар-

тале 2016 г., отток складывался в основном как результат роста внешних активов частного сектора, профинансированного и поступлениями по текущему счету, и привлечением новых обязательств нефинансовым сектором (банки продолжали сокращать обязательства перед нерезидентами). Погашение внешнего долга банков происходило на фоне сокращения объема валютной ликвидности, предоставляемой Банком России на возвратной основе кредитным органи-

<sup>2</sup> С поправкой 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».



## Прогноз платежного баланса на 2016–2019 годы

По сравнению с прогнозами, представленными в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике<sup>1</sup>, в рамках базового сценария были пересмотрены вниз прогнозы ряда макроэкономических показателей<sup>2</sup> (в том числе по темпам экономического роста) на протяжении рассматриваемого трехлетнего периода. Эти изменения, а также уточнение оценок после выхода фактических данных по платежному балансу за II квартал 2016 г. оказали влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса (рис. 1,2).

На фоне постепенной ликвидации перебоев поставок из ряда стран – экспортеров нефти, а также сохранения высокого уровня запасов сырья в базовом сценарии предполагается стабилизация цен на нефть на уровне \$40 за баррель в IV квартале 2016 г. и их сохранение в среднем вблизи этого уровня вплоть до 2019 года. В результате в рамках базового сценария стоимостный объем экспорта сократится в 2016 г. почти на 20% (прогноз несколько понижен по сравнению с предыдущим Докладом), а в 2017–2019 гг. на фоне стабильных цен на нефть ожидается постепенное увеличение экспорта, обусловленное в первую очередь умеренным ростом внешнего спроса и, следовательно, объема физических поставок.

В свою очередь, прогноз импорта товаров несколько повышен по сравнению с предыдущим Докладом, в том числе с учетом заметного реализовавшегося с начала 2016 г. укрепления рубля. Стоимостный объем импорта сократится в 2016 г. менее чем на 5% (после снижения в I–II кварталах во втором полугодии ожидаются незначительные положительные годовые темпы роста импорта), а в последующие годы будет расти вместе с оживлением потребления по мере роста российской экономики.

Отрицательный баланс неторговых компонентов в 2016 г. останется на низком уровне в результате уже произошедшего сниже-

ния внешних обязательств и, следовательно, инвестиционных доходов к выплате. Однако на фоне предполагаемого улучшения ситуации с зарубежным кредитованием прочих секторов (нефинансовые компании возвращаются к чистому привлечению иностранных обязательств быстрее, чем ожидалось, что означает более высокий уровень внешнего долга) ожидается его более быстрый по сравнению с предыдущим прогнозом рост в 2017–2019 годах.

В результате плавного роста экспорта, восстановления импорта и некоторого ухудшения баланса неторговых компонент сальдо счета текущих операций в базовом сценарии в номинальном выражении в 2016 г. заметно снизится по сравнению с предыдущим годом и в дальнейшем будет оставаться на почти неизменном уровне порядка \$25 млрд, а в относительном выражении немного снизится – с 2,2% ВВП в 2016 г. до 1,9% ВВП в 2019 году.

Основным компонентом оттока капитала в 2016 г. будет продолжающееся (в условиях сохранения действия международных санкций) погашение внешних обязательств российскими компаниями и банками. Согласно графику погашения внешнего долга объем платежей банков и прочих секторов в 2016 г. может составить порядка \$90 млрд. Однако фактическое сокращение обязательств частного сектора оценивается существенно ниже – около \$15 млрд. В связи с ожидаемым продолжением роста обязательств по статьям прямых инвестиций<sup>3</sup>, внутригрупповых кредитов и займов, а также рефинансированием части долга прогноз был несколько пересмотрен вниз по сравнению с июньским Докладом (\$15–20 млрд). В дальнейшем в рамках базового сценария, по мере улучшения ситуации в экономике и, соответственно, роста привлекательности России с точки зрения иностранных инвесторов, возможности компаний занимать из не затронутых санкциями источников будут расширяться. Таким образом, масштабы оттока капитала, связанного с чистым сокращением обязательств, в 2017 г. продолжат снижаться, а в 2018–2019 гг. ожидается переход к чистому увеличению обязательств перед внешним сектором.

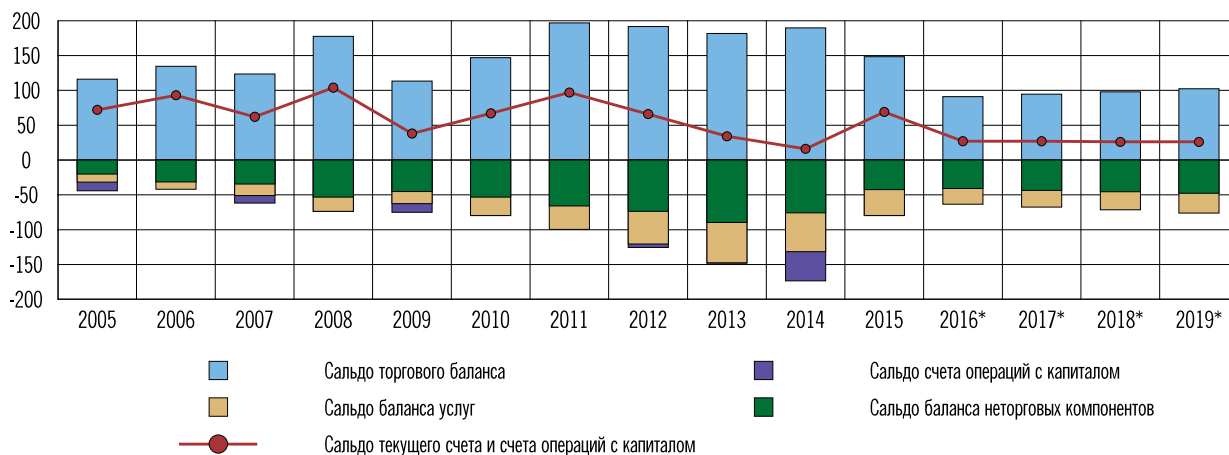
<sup>1</sup> Доклад о денежно-кредитной политике, №2 (14), июнь 2016 года.

<sup>2</sup> См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение о ключевой ставке».

<sup>3</sup> В том числе и не связанных с накоплением долга (таких, например, как участие в капитале зависимых и дочерних компаний).

Рисунок 1

### Динамика основных компонентов счета текущих операций (млрд долл. США)



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

В свою очередь, приток капитала, связанный с сокращением иностранных активов (прежде всего банками), в 2016 г. в рамках базового сценария практически прекратится. В 2017–2019 гг. он сменится оттоком в результате последовательного роста спроса на иностранные активы со стороны частного сектора в силу роста доходов экономических агентов. Однако финансовое состояние экономических агентов не улучшится настолько сильно, чтобы они могли существенно увеличить объем средств, направляемый на приобретение иностранных активов. Кроме того, часть ликвидных иностранных активов будет направлена на финансирование платежей по обязательствам, в том числе на погашение задолженности банков по операциям валютного репо Банка России.

Учитывая невысокие прогнозируемые темпы экономического роста, а также сохранение высокой привлекательности рублевых вложений относительно валютных за счет динамики внутренних процентных ставок, рост спроса на иностранные активы будет довольно медленным, отток капитала по этому каналу останется по историческим меркам сравнительно низким. Отток капитала, связанный с чистым спросом на иностранные активы, по оценкам Банка России, будет увеличиваться в рамках базового сценария с менее \$20 млрд в 2017 г. до \$40–45 млрд в 2019 г. и начиная с 2017 г. вновь станет основным компонентом совокупного оттока частного капитала.

Прогнозируемая в базовом сценарии динамика сальдо счета текущих операций и финансового счета создает предпосылки для увеличения международных резервов за счет сворачивания Банком России в 2016–2017 гг. операций рефинансирования в иностранной валюте.

В случае реализации рассматриваемого Банком России рискованного сценария, в рамках которого ожидается снижение мировых цен на нефть<sup>4</sup>, поступления от экспорта будут значительно ниже, чем в базовом сценарии. Вместе с тем более низкие темпы экономического роста обусловят также и пониженные объемы спроса на импортные товары по сравнению с базовым сценарием. Падение экспортных доходов будет более существенным, чем сокращение импорта, в результате чего прогнозируется заметное снижение сальдо счета текущих операций в 2017 г. и его плавное сокращение в дальнейшем.

Отток капитала в рамках рискованного сценария будет существенно выше, чем в базовом сценарии. Чистый объем сокращения обязательств вырастет – проекты в России станут менее интересными для иностранных инвесторов, а рефинансирование имеющихся займов и привлечение новых обязательств будут затруднены по сравнению с базовым сценарием. Кроме того, в условиях нового падения цен на нефть

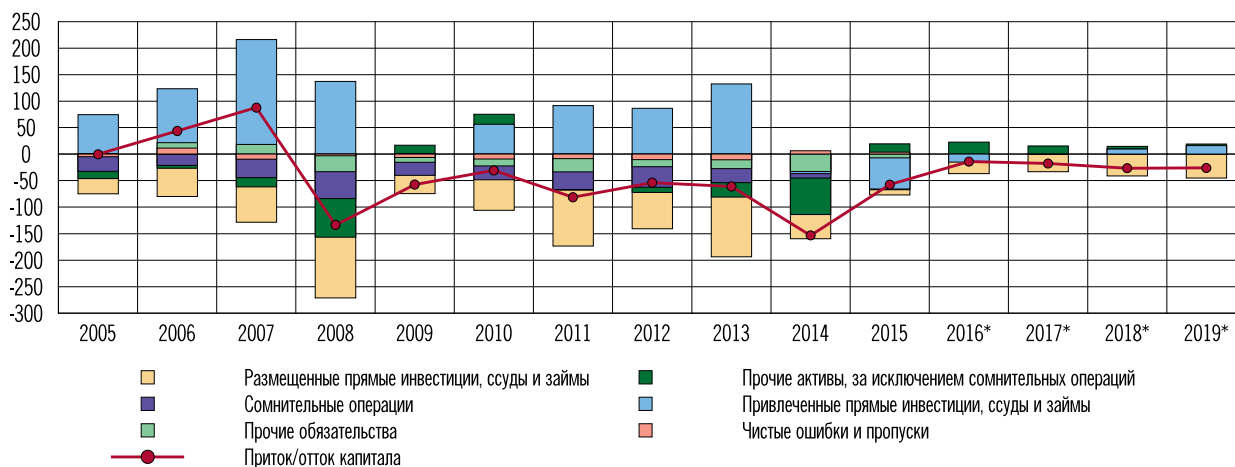
<sup>4</sup> См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение о ключевой ставке».



Рисунок 2

### Структура оттока капитала\*

(млрд долл. США)



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

возможны рост волатильности на валютном рынке и повышение спроса на иностранные активы со стороны резидентов. В случае если компании и банки будут испытывать затруднения с финансированием платежей по внешнему долгу, Банк России во избежание возникновения рисков для финансовой стабильности может в 2017–2019 гг. увеличить объем операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе или при необходимости прибегнуть к прямым интервенциям на валютном рынке.

С другой стороны, в рамках оптимистичного сценария<sup>5</sup> поступления от экспорта в 2017–2019 гг. будут существенно больше, чем в рамках базового сценария. Однако ускоренное оживление экономики и более высокий курс рубля по сравнению с базовым сценарием одновременно окажут поддержку ускорению роста импорта. В результате сальдо текущего

счета на протяжении 2017–2019 гг. будет расти и в целом находиться на несколько более высоком уровне, чем в базовом сценарии.

Отток капитала в рамках оптимистичного сценария также увеличится по сравнению с базовым сценарием. В условиях более высокого спроса на рискованные активы на международных финансовых рынках и улучшения оценок перспектив российской экономики иностранными инвесторами российским компаниям будет несколько легче привлекать иностранные обязательства. Однако, как ожидается, это будет с избытком компенсировано ростом спроса экономических агентов на иностранные активы на фоне роста их доходов. Как и в базовом сценарии, Банк России в течение 2016–2017 гг. будет сворачивать операции рефинансирования в иностранной валюте, что приведет к увеличению международных резервов.

<sup>5</sup> См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение о ключевой ставке».

## Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов России

Тенденция к снижению неоднородности развития регионов, наметившаяся в I квартале 2016 г., сохранилась и во II квартале. По итогам полугодия годовые темпы прироста большинства экономических показателей в субъектах Российской Федерации приблизились к общероссийскому среднему уровню.

Восстановление производственной активности в целом по России в первом полугодии 2016 г. отразилось в небольшом увеличении среднего значения годовых темпов прироста промышленного производства в регионах при сокращении неоднородности распределения показателя (рис. 1)<sup>1</sup>. Положительной тенденцией являлось увеличение числа регионов с положительными темпами прироста выпуска промышленного производства. Вместе с тем оставалось большим количество регионов, в которых продолжился спад. Неравномерность ситуации в регионах в значительной степени объяснялась различиями в их промыш-

ленной специализации (рис. 2). Так, в регионах с наиболее конкурентоспособным машиностроением темп прироста промышленного производства заметно ускорился. Выпуск в регионах с диверсифицированной структурой производства, а также в регионах, специализирующихся на производстве сырья и промежуточных товаров, остался вблизи уровня предыдущего года. Вместе с тем в средне- и слабо развитых с точки зрения производственного потенциала регионах, напротив, ускорилось падение промышленного производства.

В динамике номинальной заработной платы в первом полугодии 2016 г. неравномерность в регионах России осталась значительной (рис. 3). По-прежнему существенной была разница в динамике показателя между регионами с самыми быстрорастущими доходами и регионами, отстающими по темпам роста доходов<sup>2</sup>.

Несмотря на то, что сокращение оборота розничной торговли в первом полугодии 2016 г. продолжилось, положительной тенденцией можно назвать заметное уменьшение межрегиональных различий по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (рис. 4). В девять раз уменьшилось количество

Рисунок 1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 2



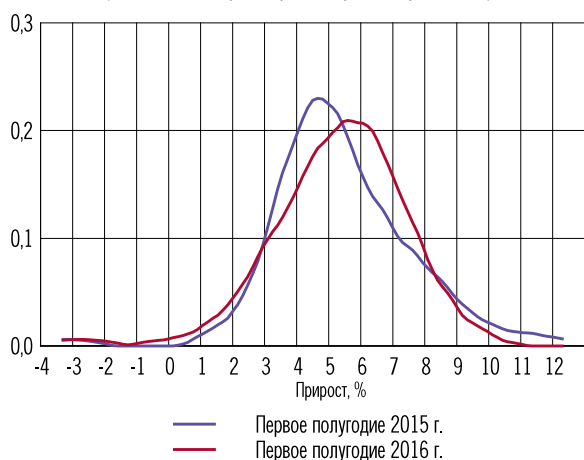
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Республика Крым и г. Севастополь не были включены в совокупность исследуемых регионов из-за отсутствия данных по некоторым показателям за первое полугодие 2015 года.

<sup>2</sup> Стандартные статистические характеристики указывают на сохранение характера регионального распределения показателя: его «хвосты» по-прежнему длинные.

Рисунок 3

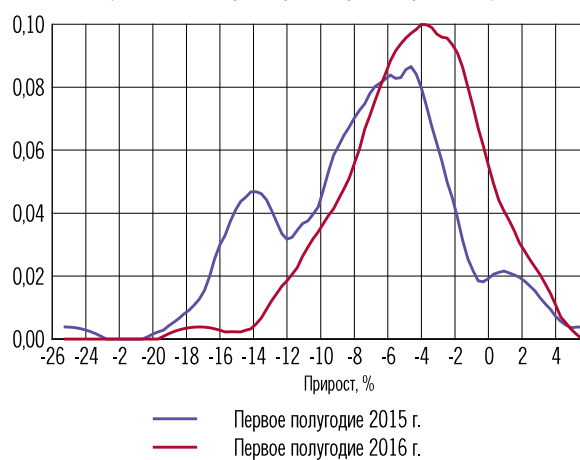
**Распределение регионов России по темпу прироста номинальной заработной платы**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 4

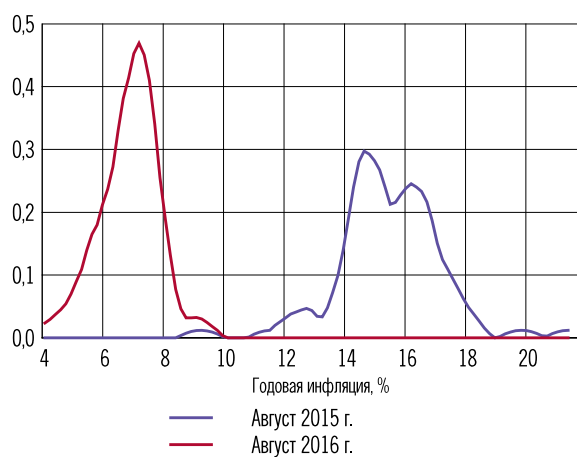
**Распределение регионов России по темпу прироста оборота розничной торговли**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 5

**Распределение регионов России по годовой инфляции**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

регионов, в которых оборот розничной торговли сократился более чем на 12%<sup>3</sup>. Количество регионов, в которых наблюдался рост оборота розничной торговли, увеличилось, однако в большинстве случаев этот рост пока был обусловлен эффектом базы (с учетом сильного снижения потребления годом ранее).

Выраженное изменение произошло в региональной динамике инфляции. При продолжающемся замедлении ее годового темпа (до 6,9% в целом по России в августе 2016 г.) региональная неоднородность существенно уменьшилась (рис. 5). Дезинфляционные тенденции остаются устойчивыми в большинстве субъектов Российской Федерации, а это может указывать на то, что инфляционные риски в целом по стране не усиливаются.

<sup>3</sup> Это отразилось на исчезновении левой моды распределения.

## 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

Повышены нормативы обязательных резервов	С 1 июля 2016 г. Банк России повысил на 1 процентный пункт нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в иностранной валюте. Данное решение принято в рамках мер по дестимулированию роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных организаций. С 1 августа 2016 г. Банк России повысил на 0,75 п. п. нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в валюте Российской Федерации и в иностранной валюте. Данная мера позволит частично абсорбировать приток ликвидности, связанный с финансированием дефицита федерального бюджета за счет средств Резервного фонда, а также будет способствовать дестимулированию роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных организаций.
Изменены требования к минимальному уровню рейтинга эмитента (выпуска) ценных бумаг, включаемых в Ломбардный список Банка России	В соответствии с решением Совета директоров Банка России от 5 июля 2016 г. изменяются требования к минимальному уровню рейтинга эмитента (выпуска) ряда категорий ценных бумаг, вновь включаемых в Ломбардный список Банка России. С 8 июля 2016 г. повышены минимальные уровни рейтинга долгосрочной кредитоспособности по международной шкале эмитента (выпуска) облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации, а также долговых эмиссионных ценных бумаг, выпущенных юридическими лицами – нерезидентами Российской Федерации за пределами Российской Федерации, включаемых в Ломбардный список Банка России, с «B-»/«B3» до «B+»/«B1» по классификации рейтинговых агентств S&P Global Ratings, Fitch Ratings/Moody's Investors Service. Указанное решение принято в целях повышения качества ценных бумаг, включаемых в Ломбардный список Банка России. При этом учитывались снижение структурного дефицита ликвидности банковского сектора, уменьшение спроса со стороны кредитных организаций на операции рефинансирования и наличие у них значительного свободного рыночного обеспечения.
Изменена величина отдельных поправочных коэффициентов, применяемых для корректировки стоимости нерыночных активов	Банк России с 1 сентября 2016 г. изменил размер поправочных коэффициентов, используемых для корректировки стоимости нерыночных активов, принимаемых 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».
Расширен Ломбардный список Банка России	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России от 8 июля и 26 августа 2016 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включены 42 выпуска ценных бумаг.

Таблица 2

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

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На	С	С	С	С	С			
					1.01.15	2.02.15	16.03.15	5.05.15	16.06.15	3.08.15	14.06.16	19.09.16	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; 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	11,00		
			От 2 до 549 дней <sup>1</sup>		18,50	16,50	15,50	14,00	13,00	12,50	11,50		
			3 месяца <sup>1</sup>		18,75	16,75	15,75	14,25	13,25	12,75	11,75		
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	Ежемесячно	От 1 до 3 недель <sup>2</sup>	Нерегулярно	17,25	15,25	14,25	12,75	11,75	11,25	10,75	10,25
				18 месяцев <sup>1,2</sup>									
			36 месяцев <sup>1,2</sup>										
			1 неделя										
		Аукционы репо	Еженедельно <sup>4</sup>	От 1 до 6 дней <sup>3</sup>		17,00 (клю-чевая ставка)	15,00 (клю-чевая ставка)	14,00 (клю-чевая ставка)	12,50 (клю-чевая ставка)	11,50 (клю-чевая ставка)	11,00 (клю-чевая ставка)	10,50 (клю-чевая ставка)	10,00 (клю-чевая ставка)
				От 1 до 2 дней <sup>3</sup>									
				От 1 до 6 дней <sup>3</sup>									
Абсорбирование ликвидности	Операции постоянного действия	Депозитные аукционы	1 неделя	Еженедельно <sup>4</sup>	16,00	14,00	13,00	11,50	10,50	10,00	9,50	9,00	
			1 день, до востребования										

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

<sup>2</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.

<sup>3</sup> Операции «тонкой настройкой».

<sup>4</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

Справочно: значение ставки рефинансирования в 2015 г. находилось на уровне 8,25% годовых, с 1.01.2016 оно приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

С 1.01.2016 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.							
					На 1.01.15	На 1.07.15	На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.07.16	На 1.08.16	На 1.09.16	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овер-найт	1 день	Ежедневно	0,0	4,0	0,0	0,0	1,5	0,0	3,7	
		Ломбардные кредиты			3,7	4,0	2,9	3,2	1,2	1,2	1,3	
		Сделки «валютный своп»			121,6	49,9	14,9	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Операции репо	96,2		275,9	264,9	192,6	273,7	225,7	362,5		
		Кредиты, обеспеченные золотом	1,2		0,5	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0		
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	От 1 до 549 дней	От 1 до 549 дней		2055,9	335,1	234,8	637,3	242,1	205,3	339,1
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно	2370,9	2685,0	1553,8	744,9	219,6	219,6	216,2	
			От 1 до 3 недель <sup>1</sup> , 18 месяцев <sup>1</sup>	Нерегулярно								
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>	2727,6	1572,3	1448,5	650,3	370,7	480,8	0,0	
			От 1 до 6 дней									
Аукционы «валютный своп»		От 1 до 2 дней	Нерегулярно <sup>3</sup>	—	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	220,8	
			1 неделя	Еженедельно <sup>2</sup>								
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	804,5	293,1	557,8	400,9	436,8	392,7	366,4	

<sup>1</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.

<sup>2</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

<sup>3</sup> Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.

Таблица 2

### Нормативы обязательных резервов в 2015-2016 годах (%)

Вид обязательств	Отчетные периоды			
	С 1.01.15 по 31.03.16	С 1.04.16	С 1.07.16	С 1.08.16
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях			4,25	5,00
По иным обязательствам в рублях			4,25	5,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			5,25	6,00
Перед юридическими лицами — нерезидентами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00
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, РЦ ОРЦБ, 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 <sup>1</sup> , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» <sup>2</sup> , % 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 1.07.15	На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.07.16	На 1.08.16	На 1.09.16
			Аукционы репо <sup>3</sup>	1 неделя	Еже-недельно	0,50	1,00	1,50	2,00	2,00	209,8	18,3	100,1	100,0
	28 дней	0,50	1,00	1,75		2,50	3,00	14900,8	6623,6	5016,7	12109,5	12955,2	12189,2	10919,0
	12 месяцев <sup>4</sup>	0,50	1,00	1,75		2,50	3,00	4737,3	23479,2	15550,0	4346,6	168,5	164,0	159,6
Кредитные аукционы	28 дней	Еже-месячно	0,75	1,25	1,75	2,25	2,25	—	440,0	—	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		0,75	1,25	2,00	2,75	3,25	—	2526,8	1494,7	0,0	0,0	0,0	0,0
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	420,5	0,0	0,0

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

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

<sup>3</sup> Требования к кредитным организациям по второй части сделок репо.

<sup>4</sup> Проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев приостановлено в период с 1 июня по 14 декабря 2015 г. и с 1 апреля 2016 года.

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка с 19.09.16, % годовых <sup>2</sup>	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.							Лимит на 1.09.16, млрд руб.
				На 1.01.15	На 1.07.15	На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.07.16	На 1.08.16	На 1.09.16	
Несырьевой экспорт	До 3 лет <sup>3</sup>	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСПАР»	9,00	—	10,41	39,66	51,01	50,98	52,38	51,46	75,00
Крупные инвестиционные проекты <sup>4</sup>	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	9,00	—	3,68	53,44	74,16	91,02	95,83	99,96	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	2,85	2,85	2,85	2,85	0,86	0,83	0,83	
Малый и средний бизнес	До 3 лет <sup>3</sup>	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>5</sup>	6,50	23,26	23,93	40,10	41,24	43,20	41,24	43,07	75,00
	До 3 лет	Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства <sup>6</sup>		—	—	0,08	1,10	8,50	13,36	20,65	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям <sup>7</sup>	9,00	—	—	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,00	—	10,00	21,01	21,01	29,31	29,31	29,31	30,00

<sup>1</sup> Механизмы рефинансирования, 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 инструментами. Специализированные механизмы рефинансирования являются временными, то есть будут действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

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

<sup>3</sup> До 1.06.2015 указанные кредиты Банка России предоставлялись на срок от 1 до 365 дней. С 1.06.2015 срок был увеличен до 3 лет.

<sup>4</sup> Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 года № 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 года № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

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

<sup>6</sup> Инструмент введен в июне 2015 года.

<sup>7</sup> 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 <sup>1</sup>	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2014</b>								
Январь	0,6	0,4	1,0	0,5	5,8	0,3	0,3	0,5
Февраль	0,7	0,5	1,2	0,7	5,1	0,4	0,4	0,4
Март	1,0	0,8	1,8	1,3	5,3	0,7	0,6	0,5
Апрель	0,9	0,9	1,3	1,2	2,3	0,6	0,6	0,7
Май	0,9	0,9	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5	0,8
Июнь	0,6	0,8	0,7	1,1	-2,8	0,4	0,4	0,9
Июль	0,5	0,6	-0,1	1,0	-8,1	0,4	0,3	1,4
Август	0,2	0,6	-0,3	0,9	-10,7	0,5	0,4	0,7
Сентябрь	0,7	0,9	1,0	1,2	-1,2	0,6	0,5	0,3
Октябрь	0,8	0,8	1,2	1,0	2,8	0,6	0,6	0,6
Ноябрь	1,3	1,0	2,0	1,3	8,7	0,6	0,6	1,2
Декабрь	2,6	2,6	3,3	2,2	12,9	2,3	2,5	2,2
В целом за год (декабрь к декабрю)	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
<b>2015</b>								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3
Сентябрь	0,6	0,8	0,4	0,7	-2,3	1,1	1,1	0,0
Октябрь	0,7	0,7	1,0	0,8	2,9	1,0	1,1	-0,1
Ноябрь	0,8	0,6	1,2	0,7	5,6	0,7	0,8	0,2
Декабрь	0,8	0,6	1,2	0,6	6,6	0,4	0,5	0,7
В целом за год (декабрь к декабрю)	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
<b>2016</b>								
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
Март	0,5	0,6	0,4	0,6	-1,3	0,8	0,8	0,1
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,1	0,6	0,6	0,3
Май	0,4	0,5	0,4	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5
Июнь	0,4	0,4	0,1	0,3	-1,1	0,5	0,4	0,6
Июль	0,5	0,3	0,0	0,5	-4,2	0,4	0,3	1,7
Август	0,0	0,4	-0,6	0,4	-8,9	0,4	0,4	0,3

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

**Динамика потребительских цен по группам товаров и услуг**  
(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 <sup>1</sup>	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2014</b>								
Январь	6,1	5,5	6,5	6,4	7,7	4,3	4,3	7,8
Февраль	6,2	5,6	6,9	6,5	10,1	4,3	4,3	7,9
Март	6,9	6,0	8,4	7,5	15,9	4,6	4,5	8,2
Апрель	7,3	6,5	9,0	8,3	14,4	4,9	4,7	8,5
Май	7,6	7,0	9,5	9,5	10,1	5,1	4,9	8,4
Июнь	7,8	7,5	9,8	10,5	3,9	5,3	5,0	8,7
Июль	7,5	7,8	9,8	11,2	-1,5	5,6	5,2	7,0
Август	7,6	8,0	10,3	11,5	-0,8	5,5	5,3	6,7
Сентябрь	8,0	8,2	11,4	12,0	6,1	5,5	5,3	6,9
Октябрь	8,3	8,4	11,5	12,1	5,3	5,7	5,4	7,6
Ноябрь	9,1	8,9	12,6	12,8	11,1	5,9	5,6	8,7
Декабрь	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
<b>2015</b>								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,1	11,6
Июнь	15,3	16,7	18,8	18,4	22,8	14,2	15,0	11,7
Июль	15,6	16,5	18,6	17,5	27,9	14,3	15,0	13,4
Август	15,8	16,6	18,1	17,0	29,1	14,6	15,3	14,1
Сентябрь	15,7	16,6	17,4	16,4	27,7	15,2	16,0	13,8
Октябрь	15,6	16,4	17,3	16,2	27,9	15,6	16,6	13,1
Ноябрь	15,0	15,9	16,3	15,5	24,3	15,7	16,7	11,9
Декабрь	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
<b>2016</b>								
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
Март	7,3	8,0	5,2	6,7	-5,1	8,8	9,1	8,2
Апрель	7,3	7,6	5,3	6,3	-1,6	8,5	8,7	8,4
Май	7,3	7,5	5,6	6,4	0,0	8,4	8,5	8,4
Июнь	7,5	7,5	6,2	6,5	4,1	8,5	8,7	7,9
Июль	7,2	7,4	6,5	6,7	4,2	8,4	8,7	6,5
Август	6,9	7,0	6,5	6,7	5,3	8,1	8,4	5,5

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

	Промышлен- ное производ- ство <sup>1</sup>	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузооборот транспорта	Оборот рознич- ной торговли	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД <sup>2</sup>	ВВП <sup>3</sup>
<b>2014</b>								
Январь	0,4	1,0	0,1	0,5	0,0	-1,3	0,8	
Февраль	1,1	0,2	-0,5	-1,8	1,1	1,9	1,4	
Март	-0,2	0,1	0,2	-0,9	0,7	0,3	-0,6	-0,1
Апрель	1,5	0,6	0,2	0,3	-0,1	0,2	1,1	
Май	0,2	0,2	-0,8	1,7	-0,1	-0,5	0,0	
Июнь	-0,8	0,1	0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,3	0,5
Июль	0,3	2,2	-0,3	-2,6	0,2	-0,1	-0,1	
Август	-0,7	-1,7	0,0	0,4	0,1	0,1	-0,4	
Сентябрь	0,8	0,8	-1,4	0,6	0,3	0,5	-0,3	-0,1
Октябрь	0,0	-9,5	0,0	-0,7	0,1	-0,2	-0,3	
Ноябрь	-1,1	9,9	-1,5	0,2	0,2	0,4	-0,3	
Декабрь	1,7	0,6	-0,6	-0,7	1,2	0,8	-0,2	-0,1
<b>2015</b>								
Январь	-2,4	0,1	-1,1	0,1	-8,8	-7,9	-0,8	
Февраль	-1,6	0,1	-0,7	0,5	-1,3	-0,8	-1,0	
Март	0,7	0,5	-0,5	1,0	0,0	-0,3	0,2	-3,2
Апрель	-1,5	0,0	-0,4	-1,2	-0,9	-0,6	-1,2	
Май	-0,5	0,1	0,1	-0,6	0,3	0,5	0,2	
Июнь	-0,3	0,3	-0,1	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,6
Июль	0,6	-1,2	-2,8	2,0	-0,4	-0,3	0,0	
Август	-0,4	1,4	0,4	-0,7	-0,2	-0,3	-0,2	
Сентябрь	0,9	0,5	0,1	1,0	-0,7	-0,6	0,4	0,0
Октябрь	-0,1	-1,1	-0,7	2,1	-0,4	-0,1	-0,4	
Ноябрь	-0,6	1,2	0,4	-0,8	-0,6	-0,7	-4,1	
Декабрь	0,0	0,5	0,1	-0,2	-0,8	-0,6	0,8	-0,2
<b>2016</b>								
Январь	0,4	0,0	-1,0	-2,1	-0,5	-0,5	0,6	
Февраль	1,3	0,4	0,6	0,4	0,1	0,3	0,5	
Март	-0,5	0,2	-0,8	-0,2	-1,0	-2,9	0,4	-0,3
Апрель	-0,3	0,3	-0,8	-0,1	0,1	2,5	0,1	
Май	-0,1	0,3	-1,2	-0,7	-0,8	-0,6	-0,3	
Июнь	0,4	0,1	-0,5	1,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
Июль	-0,9	0,9	1,2	1,4	0,0	0,2	0,0	

<sup>1</sup> Оценка Росстата.

<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.

<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП<sup>1</sup>  
стран – торговых партнеров России**  
(%)

	Прогноз роста ВВП в 2016 г.		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Май 2016	Август 2016	
Всего	2,00	1,91	100,0
1 Германия	1,28	1,35	13,67
2 Италия	0,84	0,81	8,95
3 Китай	6,33	6,41	8,93
4 Нидерланды	1,48	1,37	6,72
5 Турция	3,16	3,40	6,62
6 Польша	3,65	3,40	4,92
7 Беларусь	-1,50	-2,80	4,84
8 Бельгия	1,08	1,05	4,50
9 Япония	0,55	0,49	4,42
10 США	2,16	1,81	4,08
11 Франция	1,09	1,19	3,89
12 Республика Корея	2,47	2,51	3,79
13 Соединенное Королевство	1,94	1,81	3,65
14 Казахстан	0,52	0,32	3,58
15 Финляндия	0,46	0,53	3,33
16 Швейцария	0,92	0,79	2,48
17 Латвия	2,36	2,07	2,44
18 Венгрия	2,15	1,76	1,68
19 Индия	7,33	7,49	1,67
20 Словакия	3,11	3,03	1,54
21 Чехия	2,04	2,13	1,44
22 Литва	2,34	2,39	1,44
23 Испания	2,48	2,53	1,42
24 Украина	1,30	1,27	0,00

<sup>1</sup> 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 разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	-0,8	-0,20
Венгрия	базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	3	-0,3	-0,70
Чехия	репо (2 недели)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	0,5	0,00
Румыния	базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	0	-0,8	0,89
Болгария	базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	1	-0,2	0,00
Сербия	ключевая политическая ставка	4,00	07.07.2016	4,25	-0,25	4	1,2	0,20
Израиль	целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	-0,6	-0,31
Бразилия	целевая ставка	14,25	29.07.2015	13,75	0,50	0	8,7	-0,82
Чили	ставка денежно-кредитной политики	3,50	17.12.2015	3,25	0,25	2	4,0	-0,60
	ориентир – кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	1		
Китай	ориентир – депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	1	1,8	0,20
	норматив резервов	17,00	01.03.2016	17,50	-0,50	3		
Индия	обратное репо	6,50	05.04.2016	6,75	-0,25	2	6,1	2,38
	репо	6,00	05.04.2016	5,75	0,25	4		
Индонезия	целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	4	2,8	-4,39
Корея	базовая ставка	1,25	09.06.2016	1,50	-0,25	1	0,4	-0,30
Малайзия	целевая ставка – овернайт	3,00	13.07.2016	3,25	-0,25	1	1,1	-2,20
Мексика	целевая ставка	4,25	30.06.2016	3,75	0,50	3	2,7	-0,09
Филиппины	ставка денежно-кредитной политики	3,00	03.06.2016	4,00	-1,00	1	1,9	1,10
Россия	ставка по аукционам репо (7 дней)	10,50	14.06.2016	11,00	-0,50	1	7,2	-8,40
ЮАР	ставка репо	7,00	17.03.2016	6,75	0,25	3	6,0	1,00
Тайланд	репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	0,3	1,48
Турция	репо (7 дней)	7,50	24.02.2015	7,75	-0,25	0	8,8	1,98
США	ст. фед. фондов – верхняя граница интервала	0,50	16.12.2015	0,25	0,25	1	0,8	0,60
Еврозона	ставка рефинансирования	0,00	10.03.2016	0,05	-0,05	1	0,2	0,10
Соединенное Королевство	базовая ставка	0,25	04.08.2016	0,50	-0,25	1	0,6	0,50
Канада	целевая ставка – овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	0	1,3	0,00
Австралия	овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	2	1,0	-0,50
Новая Зеландия	овернайт	2,00	11.08.2016	2,25	-0,25	4	0,4	0,00
Дания	ориентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	0,1	-0,40
	депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	1		
Швейцария	3m LIBOR – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	-0,2	1,10
	3m LIBOR – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	1	1,1	0,31
Норвегия	ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	2	4,4	2,60

Примечание: по данным на 1.09.2016. цветом выделены изменения, которые произошли со времени подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (8.06.2016).

Источник: Bloomberg.

## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Выход Великобритании из ЕС .....	8
Бюджетная политика .....	11
О расхождении в динамике потребления и заработной платы .....	14
Финансовое положение организаций реального сектора в первом полугодии 2016 года .....	16



## 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.

### **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 СВОЕ**

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

### **Индекс доллара США (ДХУ)**

Индекс курса доллара США, рассчитываемый 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 по результатам опроса компаний обрабатывающей промышленности и сферы услуг. Семейство индексов PMI характеризует динамику следующих аспектов делового климата: объем выпуска (для сферы услуг – деловая активность), количество заказов, количество экспортных заказов, незавершенное производство, запасы готовой продукции, запасы сырья, закупки сырья, скорость поставок сырья, численность занятых, отгрузочные цены (для сферы услуг – цены продажи), закупочные цены, ожидания выпуска через год (для сферы услуг). Значения индексов PMI выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже – 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 угрозу возникновения кризисного явления в последующем году, а также оценена сигнальная сила, то есть вес показателя в индикаторе фискального стресса. Подробнее методология рассматривается 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**

Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя. 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.

### **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, оптовую и розничную торговлю, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовую деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренду 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: 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, то есть достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции. 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/профицит ликвидности банковского сектора**

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

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

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

### **Текущий дефицит/профицит 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, охоту и лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство, добычу 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 раз-



мещать 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.

### **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.

### **Macro Risk Index**

Рассчитываемый Ситибанком индекс, отражающий восприятие инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках. Индекс нормируется таким образом, что его значения составляют от 0 (низкий уровень риска) до 1 (высокий уровень риска). Индекс рассчитывается на основе исторической динамики спредов доходностей государственных еврооблигаций развивающихся стран к доходностям государственных облигаций США, кредитных спредов по корпоративным облигациям в США, ставок по свопам на денежном рынке США, вмененных волатильностей обменных курсов, фондовых индексов и процентных ставок.

### **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.

### **VIX**

Рассчитываемый Чикагской биржей опционов (Chicago Board Options Exchange) индекс ожидаемой 30-дневной волатильности фондового индекса S&P 500. VIX рассчитывается как взвешенная средняя премий по опционам Call и Put на индекс S&P 500 с большим диапазоном цен исполнения.

## 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
- ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России
- ЕС – Европейский союз
- ЕЦБ – Европейский центральный банк
- 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
- МОС – материальные оборотные средства
- МСП – малое и среднее предпринимательство
- 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
- РПББ – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом
- РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»
- СНГ – Содружество Независимых Государств
- СНС – система национальных счетов
- СФР – страны с формирующимися рынками

США – Соединенные Штаты Америки

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

ФАО (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций

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)



