



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№2

Июнь 2015

Информационно-
аналитический
сборник

**ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ**

Москва

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по данным на 05.06.2015.
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 05.06.2015.

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

Вы можете направить Ваши предложения и замечания по адресу: monetarypolicyreport@mail.cbr.ru.

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	5
1.1. Внешнеэкономические условия	5
Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах	5
Внешние финансовые условия	9
Условия торговли.....	11
1.2. Финансовые условия.....	15
Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора.....	15
Валютный рынок и операции Банка России по предоставлению ликвидности в иностранной валюте.....	19
Цены активов и долговой рынок	22
Кредитные и депозитные операции банков	25
1.3. Внутренние экономические условия	30
Спрос	30
Предложение.....	37
Рынок труда.....	38
Инфляция и инфляционные ожидания	42
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	48
2.1. Перспективы развития экономической ситуации.....	48
2.2. Оценка рисков	55
ГЛОССАРИЙ	56
ПРИЛОЖЕНИЕ	63
Динамика основных статей платежного баланса в I квартале 2015 года.....	63
Прогноз на 2015–2018 годы	65
Риски для прогноза	67
Изменения в системе инструментов и иные меры Банка России.....	68
Статистическое приложение	69
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	78

РЕЗЮМЕ

Условия проведения денежно-кредитной политики в марте – начале июня 2015 г. были более благоприятными, чем в предшествующий период. Восстановление цен на нефть продолжилось, геополитическая ситуация в целом оставалась стабильной. Российские компании успешно прошли пик выплат по внешнему долгу, чему в том числе способствовало предоставление Банком России кредитным организациям валютной ликвидности на возвратной основе. Спрос на иностранную валюту со стороны компаний и населения снизился. В результате рубль существенно укрепился к основным мировым валютам, вернувшись к уровням начала декабря 2014 года.

По мере стабилизации ситуации на валютном рынке в целях создания стимулов для кредитных организаций к поиску новых источников финансирования Банк России в марте-апреле повышал процентные ставки по операциям рефинансирования в иностранной валюте, приближая их к рыночным процентным ставкам. На фоне уменьшения потребности кредитных организаций в иностранной валюте Банк России также сократил в мае – начале июня предоставление валютной ликвидности. В дальнейшем Банк России будет проводить политику, направленную на постепенное погашение кредитными организациями задолженности перед Банком России по операциям рефинансирования в иностранной валюте.

В мае в целях пополнения значительно сократившихся международных резервов было принято решение покупать иностранную валюту на валютном рынке. Операции по покупке иностранной валюты не направлены на поддержание курса рубля на определенном уровне и проводятся таким образом, чтобы минимизировать их влияние на динамику курса национальной валюты. Банк России планирует постепенно нарастить объем международных резервов до уровня 500 млрд долларов США в течение 5–7 лет.

В условиях укрепления рубля в феврале-мае 2015 г., ускорения и усиления эффекта переноса курсовой динамики на цены годовая инфляция достигла пика раньше, чем ожидалось, и уже в апреле – начале июня наблюдалось ее снижение. В мае годовой темп прироста потребительских цен составил 15,8% после 16,9% в марте. Замедлению инфляции также способствовало значительное сокращение потребительского спроса, снижение инфляционных ожиданий и низкие темпы роста денежной массы. По прогнозу Банка России, указанные факторы продолжат оказывать сдерживающее влияние на цены. При этом при отсутствии новых шоков замедление инфляции будет происходить быстрее, чем ожидалось ранее. Годовые темпы роста потребительских цен составят менее 7% через год и достигнут целевого уровня 4% в 2017 году. Учитывая ослабление инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики, Банк России в апреле-июне 2015 г. снижал ключевую ставку в совокупности на 2,5 процентного пункта до 11,50% годовых. По мере дальнейшего замедления инфляции в соответствии с прогнозом Банк России будет готов продолжить снижение ключевой ставки, но при этом потенциал смягчения денежно-кредитной политики в ближайшие месяцы ограничен инфляционными рисками.

По итогам I квартала 2015 г. ВВП снизился на 1,9% в годовом выражении, что соответствовало прогнозу Банка России. В апреле охлаждение экономической активности продолжилось. Уменьшение числа новых заказов, ухудшение потребительских настроений, рост безработицы, снижение загрузки факторов производства указывает на то, что спад в экономике имеет в том числе циклический характер. При этом происходит характерная для российской экономики подстройка рынка труда к ухудшению экономической ситуации за счет снижения реальных заработных плат и роста неполной занятости. Падение реальных заработных плат за прошедший период оказалось даже более значительным, чем в 2009 г., что повлекло за собой резкое сжатие потребительского

спроса. Высокий финансовый результат компаний в I квартале и реализация ряда государственных антикризисных мер способствовали менее существенному сокращению инвестиции в основной капитала, чем ожидалось. Основными факторами снижения инвестиционного спроса оставались высокая экономическая неопределенность, ужесточение внутренних условий кредитования, а также ограниченные возможности замещения внешних источников финансирования внутренними. Снижение потребительской и инвестиционной активности оказывало сдерживающее влияние на импорт. При этом в условиях плавающего валютного курса снижение экспорта было менее значительным. В результате чистый экспорт оставался единственным компонентом, вносящим положительный вклад в темпы роста выпуска. Ожидается, что данные экономические тенденции сохранятся до конца текущего года, и в 2015 г. ВВП сократится на 3,2%.

В дальнейшем в зависимости от динамики цены на нефть и способности экономики адаптироваться к произошедшим внешним шокам изменение экономической ситуации может происходить по двум равновероятным сценариям. В сценарий 1 предполагается постепенное увеличение цены на нефть – до уровня около 80 долл. США за баррель в 2018 году. В этих условиях восстановление инвестиций в основной капитал прогнозируется уже в 2016 году. Оживление инвестиционной активности будет происходить на фоне ожиданий роста потребительского спроса, снижения долговой нагрузки, постепенной диверсификация источников финансирования и смягчения внутренних условий кредитования. Потребительский спрос будет оставаться низким в течение более длительного времени, учитывая умеренные темпы индексации заработной платы и снижение благосостояния домашних хозяйств. В положительную область годовые темпы роста потребительских расходов выйдут только в 2017 году. По мере восстановления внутреннего спроса будет наблюдаться увеличение темпов роста импорта. В результате положительный вклад чистого экспорта в темпы роста выпуска будет постепенно уменьшаться и станет отрицательным в 2017 году. По прогнозу Банка России, в 2016 г. ожидается околонулевой темп прироста ВВП с его последующим увеличением до 2,4% в 2017 г. и 1,7% в 2018 году.

Согласно сценарию 2 цена на нефть сохранится вблизи текущего уровня 60 долл США за баррель на всем прогнозном горизонте, что приведет к более медленному восстановлению экономической активности. В 2016 г. прогнозируется снижение выпуска на 1,2%, в 2017 г. темпы роста ВВП будут близки к нулю. Для восстановления экономической активности в данном сценарии потребуются структурные изменения в экономике, условия для которых в том числе будут создавать курсовая динамика и постепенное смягчение внутренних условий кредитования. Темпы роста ВВП выйдут в положительную область в 2018 г. и составят 1,7%. В данном сценарии для обеспечения замедления инфляции до целевого уровня 4% Банк России будет медленнее смягчать денежно-кредитную политику по сравнению со сценарием 1, учитывая меньший разрыв выпуска из-за снижения потенциала экономического роста.

Основными источниками рисков для данных сценариев являются сохранение цен на нефть на более низком уровне на всем прогнозном горизонте, смягчение бюджетной политики, пересмотр запланированных на 2016–2017 гг. темпов увеличения регулируемых цен и тарифов, а также закрепление инфляционных ожиданий на повышенном уровне. В случае реализации указанных рисков Банк России будет принимать меры, направленные на снижение их инфляционных последствий с учетом возможностей российской экономики.

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

1.1. Внешнеэкономические условия

Внешние экономические условия в целом остаются неблагоприятными – рост ВВП в основных странах – торговых партнерах по-прежнему слабый, а специфические факторы (прежде всего закрытые рынки внешнего финансирования) продолжают оказывать негативное влияние на российскую экономику. Тем не менее в последнее время ряд факторов способствует улучшению внешнеэкономических условий. В первую очередь это растущие цены на нефть. Кроме того, наблюдается улучшение экономической ситуации в еврозоне – крупнейшем торговом партнере России. Все это окажет поддержку российскому экспорту.

Мягкая денежно-кредитная политика, проводимая большинством мировых центральных банков на фоне невысокого уровня деловой активности и отсутствия инфляционного давления, способствует повышению активности краткосрочных инвесторов и росту спроса на рискованные активы на развивающихся рынках, в том числе на рубль. Действие этих факторов уже находит отражение в значительном сокращении в феврале-мае 2015 г. сформировавшихся ранее отклонений курса рубля и премии за риск на российские активы от средних по развивающимся странам уровней. Равновесный реальный эффективный курс рубля вырос в апреле-мае, а фактический уровень реального эффективного курса оказался несколько выше равновесного.

Банк России ожидает дальнейшего медленного улучшения внешних экономических условий – темпы прироста агрегированного ВВП

стран – торговых партнеров России¹ во втором полугодии 2015 г. будут выше, чем в I–II кварталах. Кроме того, вероятны дальнейшая плавная коррекция премии за риск и постепенное сокращение объема оттока капитала. В то же время риски ухудшения ситуации, связанные с неблагоприятной внешней конъюнктурой и действием структурных ограничений, сохраняются на высоком уровне.

Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах

Темпы роста мировой экономики остаются невысокими, при этом сохраняется неравномерность в изменении экономической активности как среди развитых экономик, так и среди стран с формирующимися рынками (рис. 1.1.1 и 1.1.2). Лидеры среди развитых экономик – США и Соединенное Королевство – в I квартале 2015 г. показали сравнительно низкие темпы роста, в Японии, которая по итогам 2014 г. едва избежала рецессии, темпы прироста ВВП оставались близкими к нулевым, в то время как в еврозоне наблюдалось ускорение экономического роста².

Снижение ВВП США в I квартале 2015 г. носило временный характер и было связано с такими факторами, как сложные погодные условия, забастовки в портах и укрепление доллара, что обусловило сокращение чистого экспорта и объемов строительства. Однако продолжал-

¹ Агрегированный показатель прироста ВВП по 23 зарубежным странам – торговым партнерам, на долю которых приходится наибольшая часть российского экспорта (страны, доля которых в структуре экспорта товаров из России в 2008–2012 гг. составляла ежегодно не менее 0,9%; удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры).

² Здесь и далее в разделе 1.1 речь идет о темпах роста показателей к предыдущему периоду с исключением сезонности, если не указано иное.

Рисунок 1.1.1

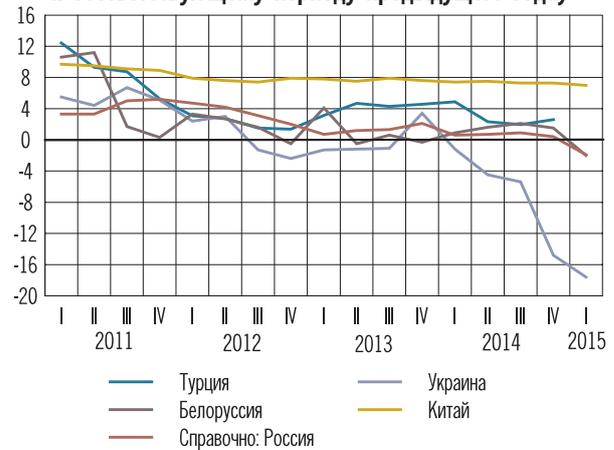
Темпы прироста ВВП стран – торговых партнеров России: развитые экономики (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Рисунок 1.1.2

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



Источники: национальные органы государственной статистики.

ся рост занятости и восстанавливались показатели потребительской уверенности. Кроме того, нефтедобывающие компании, снижавшие инвестиции на фоне падения цен на нефть, отмечают повышение эффективности, что будет способствовать росту корпоративных прибылей.

Меры Европейского центрального банка (ЕЦБ) и ослабление евро способствовали повышению темпов роста ВВП еврозоны в I квартале 2015 года. Причем впервые с 2010 г. ускорение экономического роста наблюдалось не только в Германии, но и во Франции, Италии и Испании, что указывает на расширение основы восстановления экономики региона. Однако сохраняются проблемы, ограничивающие экономический рост в еврозоне, в частности высокие уровни безработицы и государственного долга.

Во II–III кварталах 2015 г. Банк России ожидает ускорения экономического роста в развитых странах. На это указывает в том числе динамика краткосрочных опережающих индикаторов³ (прежде всего в Германии, Италии, Испании, США и Японии) (рис. 1.1.3).

Экономический рост в большинстве стран с формирующимися рынками в I кварта-

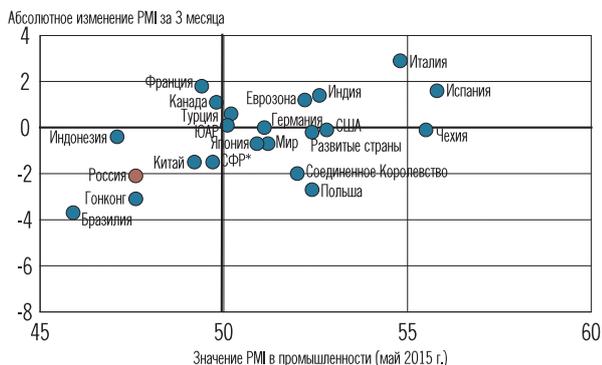
ле 2015 г. продолжал замедляться, несмотря на стимулирующие меры, принимаемые центральными банками этих стран. В Китае замедление экономического роста было обусловлено снижением объема инвестиций. Кроме того, понизились темпы роста таких показателей, как промышленное производство, розничные продажи и электропотребление, сократились объем кредитования и экспорт. Уменьшение спроса со стороны Китая, в свою очередь, привело к замедлению роста других экономик стран Азии (за исключением Индии). Сокращение темпов роста ВВП экспортно ориентированных развивающихся стран, в том числе Бразилии и Индонезии, было связано с низкими ценами на сырье.

Краткосрочные опережающие индикаторы указывают на дальнейшее сокращение экономической активности в большинстве стран с формирующимися рынками во II квартале 2015 года. Среди крупных развивающихся экономик значение PMI в промышленности выше критической отметки в 50 пунктов наблюдается только в Индии. В ряде сырьевых экономик продолжается снижение деловой активности, связанное с низкими ценами на экспортируемые товары.

В целом тенденции, наблюдаемые в развитых и развивающихся экономиках, характерны и для стран – торговых партнеров России. Темпы роста агрегированного ВВП этих стран в I квартале 2015 г. оказались минимальны-

³ Индексы PMI – индикаторы деловой активности, определяемые на основе опросов компаний. Значения выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже 50 – ее снижение.

Рисунок 1.1.3
Изменение индикаторов деловой активности



* СФР – страны с формирующейся рыночной экономикой.

Примечание: индикаторы PMI в обрабатывающей промышленности, по Китаю – PMI банка HSBC. Данные по миру в целом рассчитаны J.P.Morgan на основе данных по США, Японии, Германии, Испании, Италии, Франции, странам БРИК, Австралии, Мексике и другим странам. Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

ми за последние три года (значительно ниже, чем прогнозировалось в предыдущем Докладе) (рис. 1.1.4). Наибольшее сдерживающее влияние на динамику агрегированного показателя оказывали темпы экономического роста в странах СНГ (прежде всего на Украине и в Белоруссии), которые в I квартале 2015 г. были существенно ниже ожиданий Банка России. В то же время ускорение роста ВВП в европейских странах отчасти компенсировало негативный вклад стран СНГ. Вместе с тем темпы роста агрегированного ВВП останутся невысокими по сравнению с историческими значениями: как ожидается, прирост агрегированного выпуска в 2015 г. сохранится на уровне 2014 г., что ниже предыдущего прогноза Банка России. В ближайшие кварталы экономическая активность в странах – торговых партнерах России будет постепенно повышаться⁴, что окажет положительное влияние на динамику российского экспорта, прежде всего «нефтяного». Однако позитивное влияние внешнего спроса на российскую экономику будет сдерживаться специфическими для страны факторами, такими как финансовые и торговые санкции в отношении ряда российских компаний. При этом риски ухудшения ситуации, связанные с неблагоприятной внешней конъюнктурой и действи-

⁴ Более подробная информация о прогнозах Банка России по темпам роста ВВП стран – торговых партнеров приведена в приложении.

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



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

Рисунок 1.1.5
Динамика мировых продовольственных цен (%)*



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

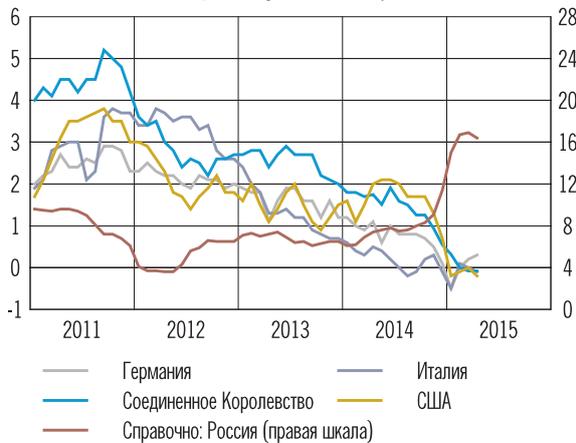
ем структурных ограничений, сохранятся на высоком уровне.

Слабый спрос в условиях невысоких темпов роста мировой экономики обеспечивает сохранение низких цен на мировых товарных рынках. Мировые цены на продовольствие в марте-мае 2015 г. в среднем были ниже, чем в декабре-феврале 2014 года. Индекс продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (FAO) за март-май уменьшился на 5,1%. Наиболее значительно снизились цены на сахар, тогда как растительные масла подешевели менее всего (рис. 1.1.5).

На фоне роста глобального предложения и ожидания большинством участников рын-

Рисунок 1.1.6

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



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

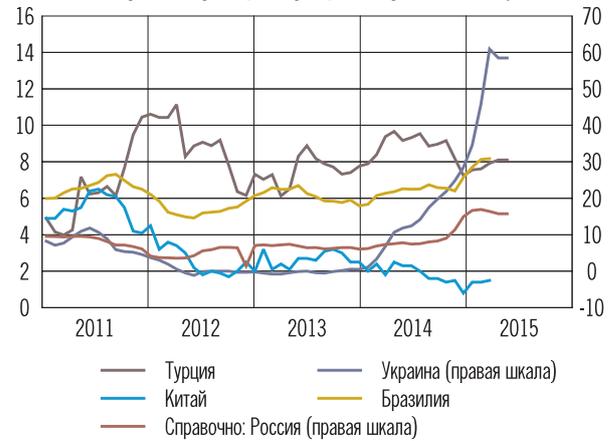
ка высоких урожаев зерновых снижение цен на мировом рынке продовольствия в ближайшие кварталы, вероятно, продолжится. При этом, согласно оценкам FAO, стоимостный объем импорта продовольствия в мире сократится в 2015 г. до пятилетнего минимума на фоне сохранения существенных запасов продовольствия.

В условиях низких цен на энергоносители и продовольствие в большинстве развитых стран в феврале-апреле 2015 г. инфляция в годовом выражении оставалась близкой к нулю. Однако в апреле-мае в ряде стран наблюдалось умеренное повышение уровня потребительских цен. Так, число европейских стран, в которых наблюдалась инфляция, возросло, а в еврозоне в целом цены перестали снижаться после четырех месяцев дефляции (рис. 1.1.6). Банк России ожидает, что повышение цен на нефть, ускорение экономического роста и стимулирующие меры центральных банков (ЕЦБ, Банка Японии) будут способствовать росту потребительских цен в развитых странах в ближайшие кварталы.

Инфляция в странах с формирующимися рынками в феврале-апреле 2015 г. в целом была существенно ниже средних исторических значений. Для большинства этих стран сокращение цен на энергоносители привело к снижению инфляционного давления, однако в отдельных регионах, включая Латинскую Америку

Рисунок 1.1.7

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



Источники: национальные органы государственной статистики.

и СНГ, рост потребительских цен ускорился, что во многом было обусловлено девальвацией национальной валюты на фоне ухудшения условий торговли, укрепления доллара США и слабого спроса на экспорт со стороны развитых стран. Инфляция выше 60% наблюдалась на Украине, заметный рост цен – в Бразилии, Турции, Белоруссии (рис. 1.1.7).

Ускорение инфляции в СНГ обусловило более высокие темпы роста цен в странах – торговых партнерах России по сравнению с общим уровнем инфляции в мире, что, согласно прогнозу Банка России, в 2015 г. обеспечит превышение агрегированным показателем инфляции⁵ значения, наблюдавшегося годом ранее. При этом темпы роста цен в развитых странах – торговых партнерах будут несколько ниже, чем в 2014 году.

При снижении цен на продовольствие и металлы, умеренном росте цен на энергоносители и постепенном восстановлении экономической активности в странах – торговых партнерах Банк России ожидает незначительного повы-

⁵ Агрегированный показатель прироста инфляции по 23 зарубежным странам – торговым партнерам, на долю которых приходится наибольшая часть российского импорта (страны, доля которых в структуре импорта товаров в Россию в 2008–2012 гг. составляла ежегодно не менее 0,9%; удельный вес каждой страны определен исходя из структуры ввоза товаров в Россию из стран – основных торговых партнеров).

шения внешнего инфляционного давления в ближайшие кварталы, при этом оно останется низким по сравнению со средними историческими значениями. Влияние внешней инфляции на внутренние цены сдерживается наличием специфических для России факторов, однако их действие начинает ослабевать, что вместе с укреплением рубля уже привело к снижению внутренних цен на продовольственные товары.

Внешние финансовые условия

В условиях относительно низкой инфляции центральные банки продолжают проводить мягкую денежно-кредитную политику в целях стимулирования экономического роста. Европейский центральный банк с 9 марта 2015 г. приступил к реализации расширенной программы покупки активов, в рамках которой размер баланса банка должен быть увеличен как минимум на 1,1 трлн евро. Замедление экономического роста в Китае обусловило дальнейшее снижение Народным банком Китая ключевых ставок, а также нормы обязательного резервирования, которая не изменялась с 2012 года. Снизил ставки в марте-мае и другие центральные банки развитых и развивающихся стран – Австралии, Венгрии, Индии, Турции, Швеции (рис. 1.1.8).

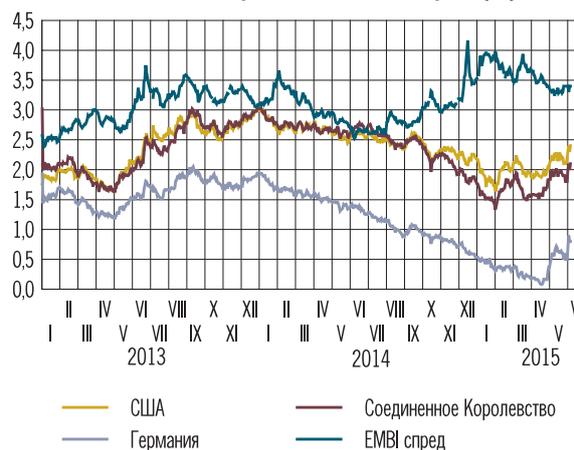
Мягкая денежно-кредитная политика в развитых странах способствовала сохранению доходностей государственных облигаций на низком уровне (рис. 1.1.9). Однако в конце апреля – начале мая наблюдался резкий рост ставок по суверенному долгу европейских стран, прежде всего Германии. Доходность 10-летних государственных облигаций страны, находившаяся вблизи нулевой отметки, в конце апреля возросла до 0,37%. По мере публикации статистики и под влиянием высказываний представителей ЕЦБ участниками рынка пересматривались чрезмерно низкие инфляционные ожидания, заложенные в цены в начале года, а также корректировались ожидания относительно продолжительности программы количественного смягчения ЕЦБ в сторону более раннего ее завершения. При этом рост доходностей европейских государственных облига-

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



Примечание: в качестве весов для расчета средней ставки использованы величины активов центральных банков. Данные за июнь – по состоянию на 8.06.2015.
Источники: Bloomberg, МВФ, центральные банки, расчеты Банка России.

Рисунок 1.1.9
Доходности 10-летних государственных облигаций развитых стран и спред EMBI доходностей государственных облигаций развивающихся стран (%)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.1.10
Мировые фондовые индексы MSCI (1.01.2013 = 100)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.1.11

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



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

ций вызвал пересмотр цен этого класса активов в целом, в том числе суверенных облигаций США.

Доллар США, существенно укрепившийся с середины 2014 г., в марте-мае ослаблялся относительно мировых валют. Ослабление было связано прежде всего с тем, что часть опубликованной в I квартале 2015 г. статистической информации отразила более медленное, чем ожидалось, восстановление экономического роста в США. В свою очередь это привело к корректировке ожиданий участников рынка в сторону более позднего повышения целевой ставки по федеральным фондам – наиболее вероятно, что оно произойдет в октябре-декабре 2015 года.

Ожидается, что в ближайшие кварталы ставки по суверенному долгу европейских стран и США останутся низкими, а повышение курса доллара США возобновится по мере ускорения экономического роста в стране.

Сохранение низких процентных ставок на мировых финансовых рынках способствует притоку краткосрочных инвестиций на рынки развивающихся стран и повышению спроса на рискованные активы, в том числе на рубль. Мировые фондовые индексы выросли в марте-мае (рис. 1.1.10) преимущественно за счет роста фондовых индексов развивающихся стран, при этом рост индекса MSCI для России был наиболее существенным. Индикаторы восприятия риска глобальными инвесторами за рассматри-

Рисунок 1.1.12

Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков



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

ваемый период немного снизились, тем не менее волатильность на мировых рынках остается выше, чем в 2014 году.

Таким образом, в марте-мае наблюдалось некоторое улучшение внешних финансовых условий для России, в том числе повышение интереса иностранных инвесторов к российскому финансовому рынку, что привело к притоку капитала в фонды, инвестирующие в Россию. Главными факторами восстановления спроса на российские активы в рассматриваемом периоде были рост мировых цен на нефть и возросшие вслед за повышением ключевой ставки Банка России процентные ставки. Восстановлению спроса также способствовала относительная стабилизация ситуации на Украине после принятия минских соглашений. Кроме того, высокий уровень накопленных ранее отклонений премии за риск и курса российского рубля от средних по развивающимся странам уровней обусловил их коррекцию (рис. 1.1.11 и 1.1.13). С марта по май 2015 г. спреды по 5-летним CDS на российские государственные облигации снизились с 454 до 309 б.п., доходности по еврооблигациям российских эмитентов снизились примерно на 250 б.п. (рис. 1.1.12), а курс рубля относительно доллара США вырос на 15,7%. Согласно оценкам Банка России, равновесный реальный эффективный курс рубля повысился в апреле-мае на фоне роста цен на нефть и увеличения спроса со стороны глобальных инвесторов, а также геополитических факто-

Рисунок 1.1.13
Индексы курсов валют к доллару США
(1.01.2013 = 100)



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

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

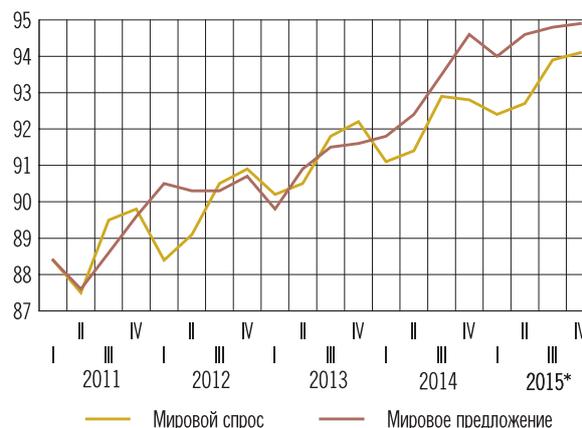
ров. При этом фактический уровень реального эффективного курса оказался несколько выше равновесного.

Тем не менее внешние рынки капитала остаются практически закрытыми для российских заемщиков – объемы размещения еврооблигаций остаются близкими к нулю (рис. 1.1.12). В результате в настоящее время сохраняется существенный чистый вывоз капитала частным сектором, обусловленный преимущественно вынужденным погашением банками и компаниями обязательств перед нерезидентами (подробнее см. Приложение, раздел «Платежный баланс»).

Условия торговли

Цена на нефть марки «Юралс» возросла с 55,1 долл. США за баррель в среднем за декабрь 2014 – февраль 2015 г. до 58,8 долл. США за баррель в среднем за март-май 2015 года. Положительное влияние на динамику цен оказали такие факторы, как высокий спрос со стороны Китая и Индии, связанный прежде всего с пополнением стратегических запасов; ожидания сокращения добычи странами, не входящими в Организацию стран – экспортеров нефти (ОПЕК), по мере снижения числа действующих буровых установок на сланцевых месторождениях и инвестиций в нефтяную отрасль, а также ослабление доллара США. Поддержку ценам на нефть также оказывала геополитическая на-

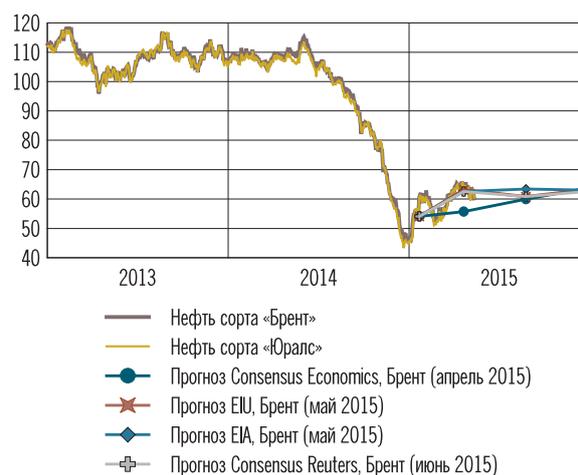
Рисунок 1.1.14
Соотношение мирового спроса и предложения нефти
(млн баррелей в день)



* Прогноз построен с учетом предполагаемого объема добычи ОПЕК в течение прогнозного периода в 30 млн б/д.

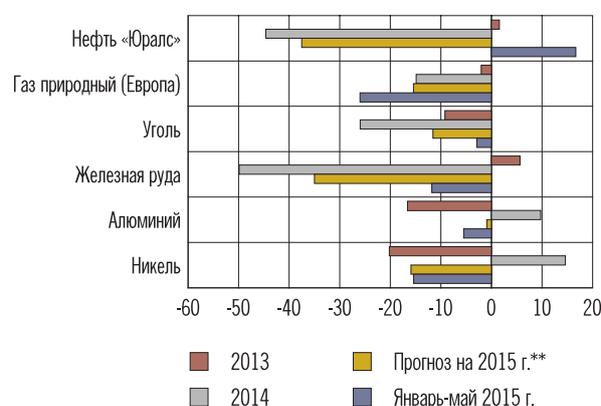
Источник: Международное энергетическое агентство.

Рисунок 1.1.15
Динамика мировых цен на нефть
(долл. США за баррель)



Источники: Thomson Reuters, EIU, EIA, Consensus Economics.

Рисунок 1.1.16
Динамика мировых цен на основные товары
российского экспорта (%)*



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

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

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

пряженность на Ближнем Востоке и в Северной Африке, в частности в Ливии и Йемене, недалеко от которого располагается Баб-эль-Мандебский пролив – важная транспортная артерия.

Тем не менее сохраняются факторы, которые в перспективе будут оказывать понижающее давление на мировые цены на нефть, в частности высокий уровень запасов в развитых странах, наращивание добычи нефти в странах – членах ОПЕК и слабый рост мирового спроса, в том числе из-за замедления экономики Китая. Так, согласно прогнозу Управления по информации в области энергетики США (EIA) во II квартале 2015 г. избыток предложения нефти на мировом рынке повысится по сравнению с I кварталом 2015 года. В дальнейшем благодаря ускорению роста спроса по мере восстановления мировой экономики и сокращению добычи вне ОПЕК в условиях низких мировых цен ситуация нормализуется (рис. 1.1.14).

Банк России ожидает, что мировая цена на нефть в ближайшие кварталы останется вблизи текущего уровня, то есть немного выше, чем прогнозировалось в предыдущем Докладе (рис. 1.1.15).

Цены на другие основные экспортные товары России в марте-мае снизились (рис. 1.1.16). Цена на природный газ на европейском рынке упала на фоне окончания отопительного сезона и снижения спроса со стороны Украины. Цены на уголь и металлы также снизились в условиях избытка предложения, слабого спроса со стороны крупнейшего в мире потребителя – Китая – и высокого уровня запасов в развитых странах. Банк России ожидает, что цены на природный газ будут стабильны, а уголь и металлы продолжат дешеветь до конца 2015 года.

Снижение цен на товарных рынках привело к уменьшению стоимостного объема российского экспорта в I квартале 2015 г., которое лишь отчасти было компенсировано ослаблением рубля. Тем не менее, учитывая, что фактическая цена на нефть превысила прогноз Банка России, снижение экспорта было не таким сильным, как ожидалось. В ближайшие кварталы сравнительно низкий уровень цен на товарных рынках обусловит сокращение стоимостного объема российского экспорта по сравнению с 2013–2014 гг. (подробнее см. Приложение, раздел «Платежный баланс»).

Факторы сокращения российского импорта в 2014-2015 годах

По данным Федеральной таможенной службы совокупный объем импорта товаров в Россию в 2014 г. и в I квартале 2015 г. по сравнению с 2013 г. и I кварталом 2014 г. сократился на 9,2 и 38,2% соответственно. Падение импорта значительно ускорилось во второй половине 2014 – начале 2015 г.: годовые темпы снижения импорта выросли в 5,5 раза в I квартале 2015 г. по сравнению с I кварталом 2014 года.

Рисунок 1

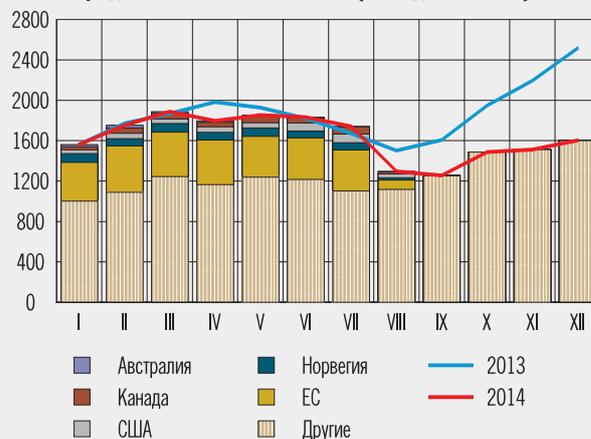
Товарная структура прироста импорта по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (млрд долл. США)



Примечание: товарные группы 1901 и 2106 не учитываются в качестве запрещенных, так как часть из них не попадает под эмбарго.
Источник: расчет на основе данных Федеральной таможенной службы.

Рисунок 2

Импорт попавшего под эмбарго продовольствия в 2014 г. (млн долл. США)



Примечание: товарные группы 1901 и 2106 не учитываются в качестве запрещенных, так как часть из них не попадает под эмбарго.
Источник: расчет на основе данных Федеральной таможенной службы.

Импорт в I квартале 2015 г. снизился на 25,8 млрд долл. США по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, причем наибольший вклад в уменьшение импорта пришелся на машины, оборудование и транспортные средства. Продовольственное эмбарго, введенное Россией в августе 2014 г., не было основным фактором резкого сокращения импорта: снижение импорта попавшего под эмбарго продовольствия составило лишь 7,2% от совокупного сокращения импорта (рис. 1).

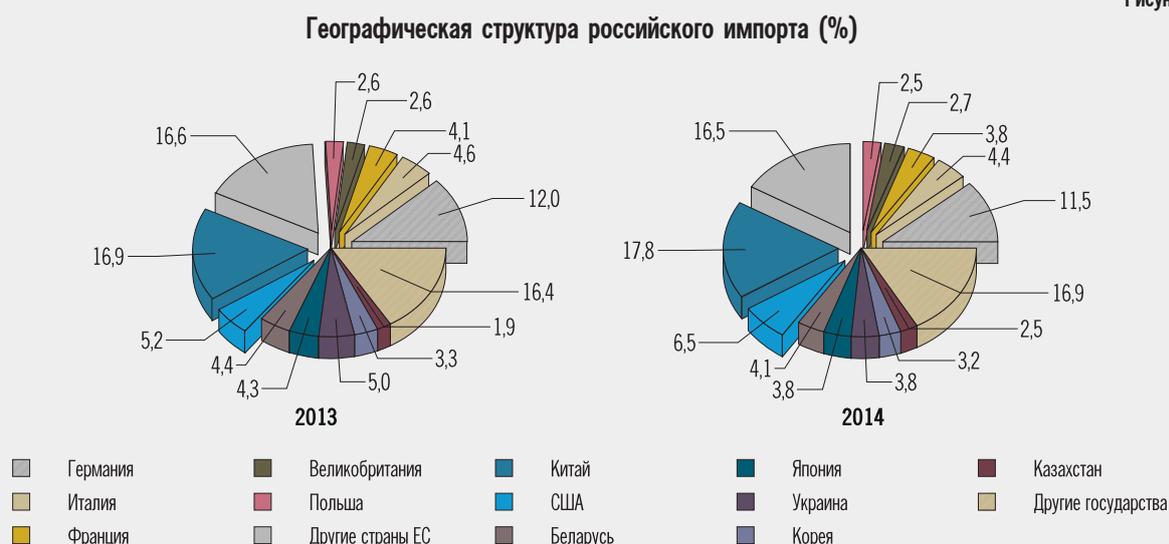
Ввоз продовольствия и сельскохозяйственного сырья снизился на 7,8% в 2014 г. и на 42,0% в I квартале 2015 года. Вместе с тем доля данной категории в суммарном объеме российского импорта значительно не изменилась и в I квартале 2015 г. составила 14,1%, поскольку ввоз в Россию других категорий товаров сокращался схожими темпами.

В то же время введенные ограничения оказали ощутимое влияние на географическую структуру импорта продовольственных товаров. В связи с тем, что эмбарго распространяется на США, страны ЕС, Канаду, Австралию и Норвегию, весьма значительным оказалось снижение импорта из стран дальнего зарубежья (рис. 2). В I квартале 2015 г. российский импорт продовольственных товаров и сырья для их производства из стран дальнего зарубежья сократился на 40,8%, а в апреле – на 39,5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Однако приостановка импорта продовольствия из стран, попавших под эмбарго, компенсировалась ростом поставок из других регионов, прежде всего из Латинской Америки. В результате доля импорта товаров, попавших под ограничения, в общем импорте продовольствия в I квартале 2015 г. составила 42,1% по сравнению с 50,5% в I квартале 2014 г. до введения эмбарго.

Таким образом, товарная структура совокупного российского импорта значительно не изменилась. В географической структуре импорта в 2014 г. по сравнению с 2013 г. немного снизилась доля стран ЕС (с 42,6 до 41,4%) и государств – членов СНГ (с 12,2 до 11,2%), в основном за счет снижения импорта с Украины (рис. 3).

Для оценки значимости влияния санкций и ответных мер на динамику импорта были оценены модели «канонической коинтеграционной регрессии» (Canonical cointegrating regression, CCR¹), в которых исследовалось влияние макроэкономических переменных на различные категории импорта. В качестве регрессоров, помимо лага зависимой переменной, использовались индекс реального эффективного курса рубля (REER), индекс деловой активности PMI, а также фиктивные переменные, отвечающие за кризис 2008 г. (CRISIS) и за период действия продовольственного эмбарго, введенного в августе 2014 г. (SANCTIONS)².

Рисунок 3



Источник: Федеральная таможенная служба.

¹ Park J.Y., 1992. Canonical Cointegrating Regressions // *Econometrica*. Vol. 60. No. 1. 119-143.

² Модель оценивалась в логарифмах.

Количественный анализ подтверждает, что влияние эмбарго на импорт в целом было незначительным – по получившимся оценкам, снижение импорта, произошедшее с августа 2014 г., обусловлено не санкциями против России и ответным запретом на ввоз ряда продовольственных товаров, а ослаблением рубля и снижением деловой активности в стране. Более того, вывод о незначимости товарных санкций в отношении России и продовольственного эмбарго подтверждается для всех рассматриваемых категорий импортных товаров, в том числе и для продовольствия. Санкции не оказали существенного влияния даже на импорт тех категорий товаров, которые попали под эмбарго. По всей видимости, процесс замещения импорта из стран, на которые распространяется эмбарго, произошел достаточно быстро, и в результате для группы запрещенных товаров произошло лишь изменение географической структуры импорта, а не его значимое сокращение. Снижение доли попавших под эмбарго товаров в импорте продовольствия объясняется большей чувствительностью этих категорий импорта к изменениям валютного курса – снижение реального эффективного курса рубля на 1% приводит при прочих равных к снижению импорта товаров из попавших под эмбарго категорий на 0,29%, в то время как для импорта продовольствия в целом снижение составило бы 0,19%. Несомненно значимым фактором эмбарго является лишь для запрещенных к импорту товаров из попавших под эмбарго стран. Более полные результаты регрессионного анализа приведены в таблице 1.

Таблица 1

**Регрессионные оценки влияния различных показателей
на российский импорт***

Зависимая переменная – категория товаров (Y)	Константа	Y(-1)	PMI	REER	CRISIS	SANCTIONS
Импорт в целом	-1,96	0,964	0,366	0,181	0,004	-0,011
	[0,000]*	[0,000]	[0,000]	[0,011]	[0,830]	[0,487]
Машины и оборудование	-2,466	0,957	0,438	0,233	-0,005	-0,006
	[0,000]	[0,000]	[0,000]	[0,002]	[0,811]	[0,711]
Металлы и изделия из них	-2,273	0,945	0,338	0,275	-0,034	-0,015
	[0,001]	[0,000]	[0,009]	[0,041]	[0,369]	[0,604]
Продовольственные товары	-1,171	0,952	0,165	0,185	0,004	-0,017
	[0,005]	[0,000]	[0,085]	[0,067]	[0,874]	[0,406]
Продовольственные товары запрещенных категорий	-1,374	0,935	0,111	0,287	0,003	-0,016
	[0,010]	[0,000]	[0,324]	[0,022]	[0,922]	[0,506]
Продовольственные товары запрещенных категорий из стран, попавших под эмбарго	-1,795	0,898	0,073	0,441	-0,027	-0,969
	[0,006]	[0,000]	[0,610]	[0,001]	[0,499]	[0,000]

* В квадратных скобках приведены p-values для χ^2 -статистики теста Вальда на значимость соответствующего коэффициента (в модели CCR применяется χ^2 -ассимптотика).

1.2. Финансовые условия

В большинстве сегментов внутреннего финансового рынка в марте-мае 2015 г. наблюдалось некоторое смягчение финансовых условий. При этом в целом они по-прежнему являются достаточно жесткими. Несмотря на наметившееся вслед за снижением ключевой ставки Банка России снижение кредитных ставок, их уровень остается относительно высоким, а неценовые условия кредитования продолжают ужесточаться, хотя и менее активно, чем в предыдущие кварталы. На этом фоне годовые темпы роста кредитных и денежных агрегатов остаются низкими, что в сочетании с произошедшим укреплением рубля является одним из факторов формирования условий для дальнейшего замедления инфляции.

Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора

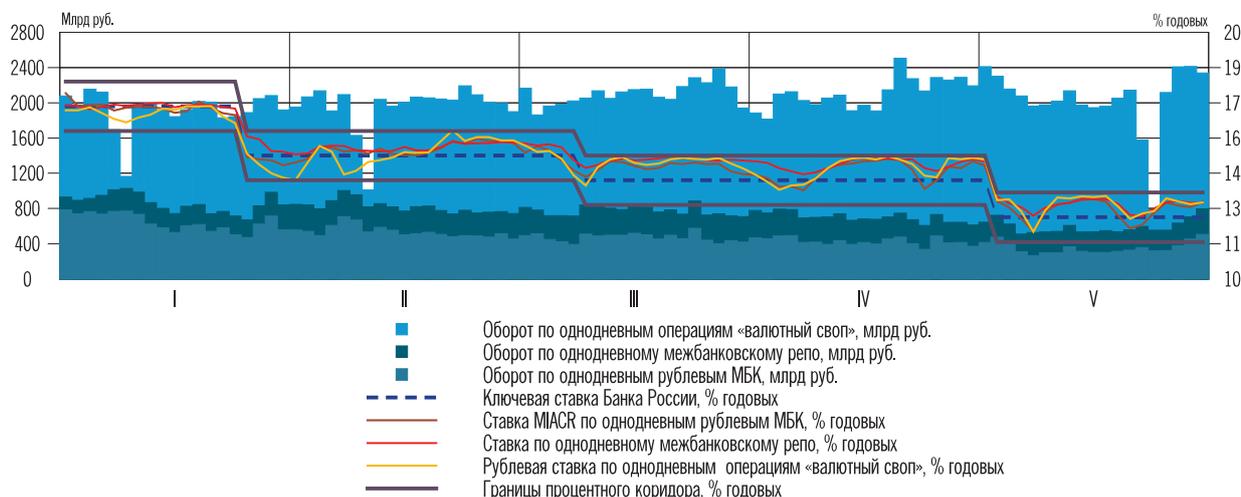
Динамика ставок денежного рынка в марте-мае 2015 г. определялась прежде всего изменениями ключевой ставки Банка России: вслед за ее снижением на сопоставимую величину снижались ставки межбанковского кредито-

вания (МБК). При этом спред ставок МБК к ключевой ставке Банка России в рассматриваемый период преимущественно был положительным – около 40 базисных пунктов (рис. 1.2.1). Одним из основных факторов, определивших указанную динамику спреда, была ситуация с рублевой ликвидностью (рис. 1.2.2). Существенное финансирование государственных расходов в январе – первой половине февраля 2015 г. способствовало значительному притоку ликвидности в банковский сектор и формированию ее текущего профицита (см. термин «Текущий дефицит ликвидности» в Глоссарии). Однако уже в марте-апреле 2015 г. динамика факторов формирования ликвидности приблизилась к более традиционной траектории. В результате текущий профицит ликвидности был близок к нулю и ставки МБК вернулись в верхнюю половину процентного коридора Банка России.

Дополнительным фактором нахождения спреда краткосрочных ставок МБК к ключевой ставке Банка России в положительной области в рассматриваемый период являлось повышение вмененных рублевых ставок по однодневным операциям «валютный своп». Причиной этого стали нормализация ситуации с валютной ликвидностью у российских банков и одновременно возросший спрос с их стороны на привлечение рублей за счет данных операций. В этих условиях доля оборотов по одноднев-

Процентные ставки и обороты на денежном рынке в 2015 г.

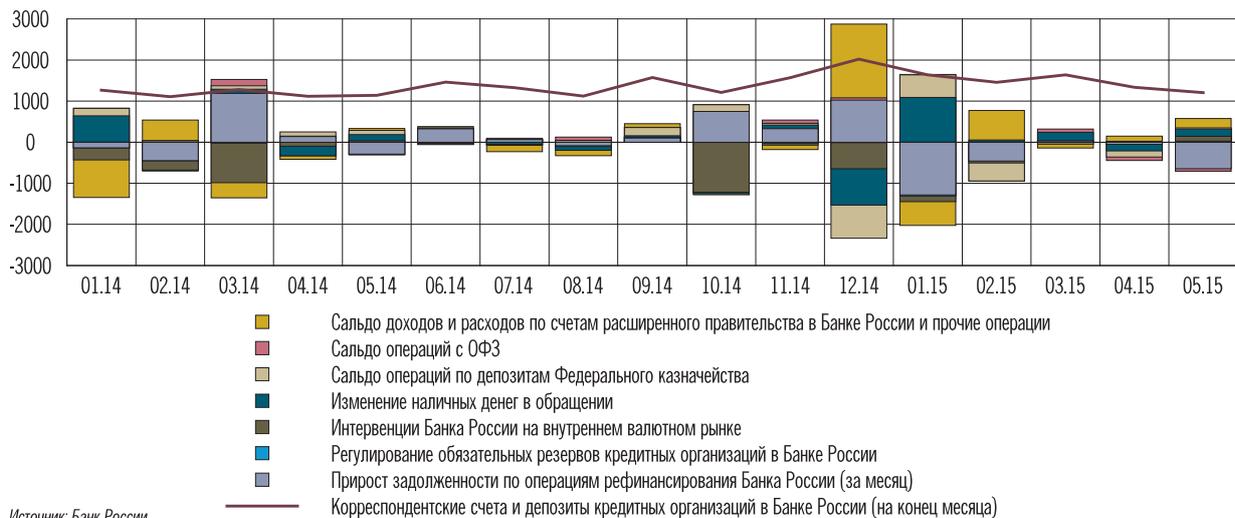
Рисунок 1.2.1



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.2

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



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.3

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



* Без учета депозитов Федерального казначейства в кредитных организациях, операций с ОФЗ и ряда разовых платежей.

Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.4

Структура операций рефинансирования Банка России (на конец месяца, млрд руб.)



Источник: Банк России.

ным операциям «валютный своп» в марте-мае 2015 г. в общем объеме рублевого денежного рынка несколько возросла.

В соответствии с оценками, представленными в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике, с марта 2015 г. предполагалось возобновление роста потребности кредитных организаций в рефинансировании. Однако повышенный по сравнению с аналогичными периодами предыдущих лет уровень расходования бюджетных средств компенсировал изъятие ликвидности в результате проведения налоговых платежей и сокращения задолженности кредитных организаций по депозитам Федерального казначейства (рис. 1.2.3). Кроме того,

в конце апреля 2015 г. были перечислены средства пенсионных накоплений в негосударственные пенсионные фонды, что также привело к увеличению уровня ликвидности банковского сектора. Снижению потребности в рефинансировании способствовало и продолжившееся сокращение объема наличных денег в обращении, а также приток средств за счет операций Банка России по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке для пополнения международных резервов. В результате действия факторов формирования ликвидности объем задолженности банков по операциям рефинансирования к концу мая 2015 г. сократился на 0,6 трлн руб., до 4,9 трлн рублей.

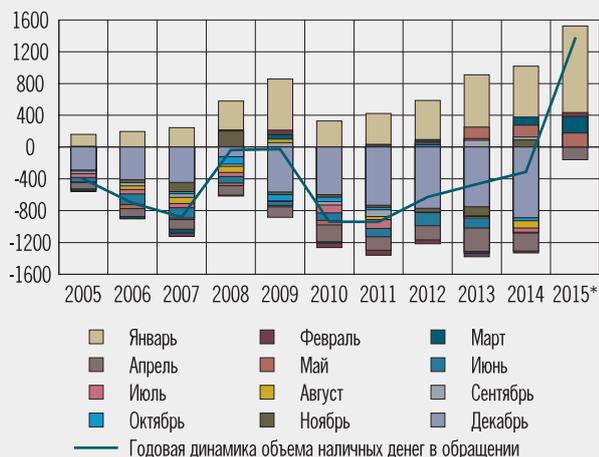
Изменение динамики наличных средств в обращении в конце 2014 – 2015 года

На протяжении последних 10 лет наблюдался рост наличных денег в обращении. Для банковского сектора это означало ежегодный отток денежных средств в диапазоне от 0,02 трлн руб. в 2009 г. до 0,9 трлн руб. в 2010 и 2011 гг. (рис. 1). Между тем по итогам первых пяти месяцев 2015 г. наблюдался приток ликвидности по данному каналу, сопоставимый по объему с концом 2008 – началом 2009 г. (рис. 2).

Внутригодовая динамика наличных средств в обращении в значительной мере обусловлена влиянием сезонных факторов. Нарушение сложившихся тенденций произошло в конце 2014 года. Повышенный спрос на наличные деньги, в том числе активное снятие физическими лицами средств с рублевых депозитов в период с 18 по 22 декабря 2014 г., стал основным фактором крупного оттока наличных денег из банковского сектора, объем которого превысил 0,8 трлн рублей. Такое поведение вкладчиков было вызвано рядом причин, в частности ростом напряженности на валютном рынке и опасениями населения относительно стабильного функционирования российского банковского сектора. Ответной реакцией коммерческих банков на указанные события стало наращивание объема наличных денег в кассах за последнюю декаду декабря на 0,7 трлн руб., что на 0,4 трлн руб. больше, чем годом ранее (рис. 3). Однако значительная часть этих средств оказалась невостребованной клиентами и в первой половине января 2015 г. вернулась на счета кредитных организаций в Банке России. Наряду с традиционным поступлением на банковские счета выручки розничных продавцов, полученной ими в новогодние праздники, это способствовало притоку наличных денег в банковский сектор в объеме 1,1 трлн руб. по итогам января 2015 года.

Рисунок 1

Изменение наличных денег в обращении («+» снижение, «-» увеличение, млрд руб.)



* За 2015 год представлены фактические данные с января по май.
Источник: Банк России.

Возврат наличных средств в банковский сектор продолжился и в феврале-мае 2015 года. Повышение Банком России ключевой ставки в декабре 2014 г. и последовавший рост процентных ставок по банковским вкладам способствовали увеличению интереса населения к рублевым депозитам в начале 2015 года. Несмотря на последующие снижения Банком России ключевой ставки, склонность населения к сбережению в первом полугодии оставалась высокой на фоне все еще привлекательных ставок

Рисунок 2

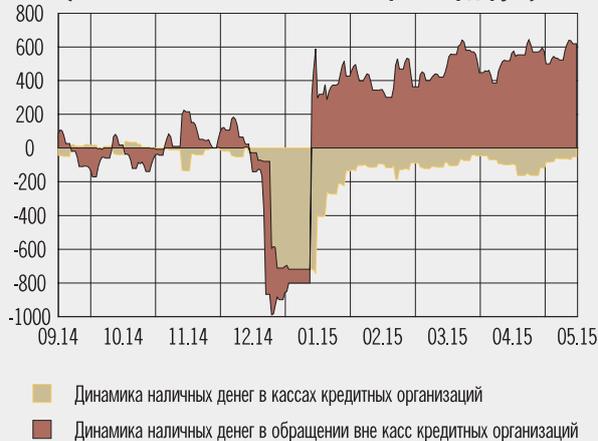
Изменение наличных денег в обращении («+» снижение, «-» увеличение) (накопленным итогом с сентября, млрд руб.)



Источник: Банк России.

Рисунок 3

Структура динамики наличных денег в обращении («+» снижение, «-» увеличение) (накопленным итогом с сентября, млрд руб.)



Источник: Банк России.

по банковским депозитам и ожиданий их снижения в будущем. Сокращение спроса на наличные деньги также является следствием общего снижения экономической активности – в частности, потребительского спроса (см. раздел 1.3).

По прогнозам Банка России, при сохранении сложившихся в настоящий момент тенденций по итогам 2015 г. ожидается приток ликвидности в банковский сектор за счет снижения объема наличных денег в обращении в размере до 0,3 трлн рублей.

В долгосрочной перспективе по мере роста доли безналичных платежей в экономике и снижения объема операций с наличными деньгами их влияние на ликвидность банковского сектора будет снижаться.

Таблица 1.2.1

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

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

¹ Январь-май 2015 г. – факт, июль-декабрь 2015 г. – прогноз.

² Включая процентные платежи по операциям рефинансирования Банка России.

³ В предыдущих версиях Доклада данные операции относились к изменению остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочим операциям.

⁴ Спрос на свободные банковские резервы в течение прогнозного периода определяется исходя из остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России (с учетом усредняемой величины обязательных резервов и потребности кредитных организаций в средствах для осуществления расчетов и в связи с мотивами предосторожности) и уровня депозитов кредитных организаций в Банке России.

⁵ За исключением субординированных кредитов Сбербанку России и облигаций отдельных кредитных организаций в портфеле Банка России.

Источник: расчеты Банка России.

Значительные изменения произошли в структуре данной задолженности (рис. 1.2.4). Приток ликвидности в банковский сектор в начале года, а также сохранение Банком России политики по предоставлению банковскому сектору необходимого объема ликвидности в рамках операций на аукционной основе привели к снижению задолженности кредитных организаций по инструментам постоянного действия, возросшей в декабре 2014 года. В итоге снижение доли этих операций и увеличение доли средств, предоставленных Банком России на аукционной основе, будут способствовать формированию ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

Дальнейшая динамика потребности банковского сектора в операциях рефинансирования в 2015 г. будет зависеть от объемов использования средств Резервного фонда для финансирования дефицита федерального бюджета, а также инвестирования средств Фонда национального благосостояния. В зависимости от этих параметров по итогам года потребность в ликвидности может сформироваться в диапазоне от 3,8 до 5,8 трлн рублей. При этом покупка Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке для пополнения международных резервов будет способствовать притоку ликвидности в банковский сектор. Банк России рассматривает различные сцена-

Рисунок 1.2.5
Спред между ставкой Mosprime (3 месяца) и форвардным контрактом на ставку Mosprime (FRA 3х6) в 2015 г.



Источник: Банк России.

рии и в случае изменения потребности банковского сектора в ликвидности будет корректировать объем предоставления средств в рамках операций на аукционной основе¹. При этом ключевую роль в управлении ликвидностью банковского сектора продолжают играть операции репо Банка России, тогда как среднесрочная потребность в ликвидности будет регулироваться предоставлением кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на аукционной основе. В целом проведение операций по управлению ликвидностью Банком России по-прежнему будет направлено на создание условий для формирования ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

Форма кривых доходностей и динамика котировок процентных деривативов на рублевом сегменте денежного рынка свидетельствуют о сохранении у участников рынка ожиданий дальнейшего снижения краткосрочных ставок МБК и, следовательно, ключевой ставки Банка России. Так, уровень трехмесячных процентных свопов (OIS) в марте-мае 2015 г. в среднем находился на 20 базисных пунктов ниже ключевой ставки, а спред между ставкой Mosprime на срок 3 месяца и форвардным контрактом

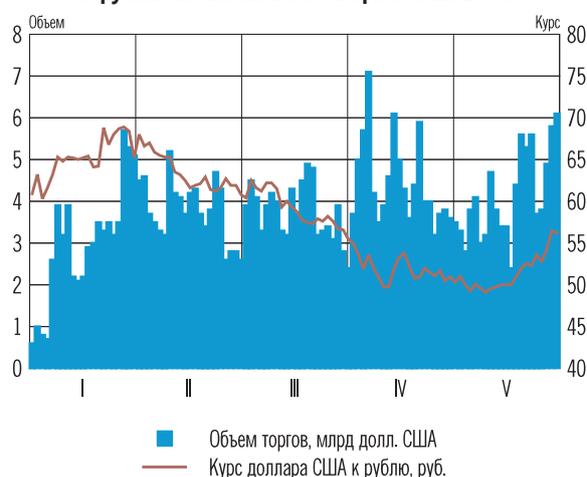
¹ См. термин «Задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России» в Глоссарии, а также материал «Об установлении лимитов по рыночным операциям Банка России по предоставлению (абсорбированию) ликвидности» на сайте Банка России: http://www.cbr.ru/DKP/standart_system/DKP_limit.pdf.

на нее (FRA 3х6) на протяжении большей части рассматриваемого периода превышал 100 базисных пунктов (рис. 1.2.5). В целом текущая срочная структура ставок на денежном рынке предполагает наличие ожиданий у участников рынка снижения Банком России ключевой ставки на 100–200 базисных пунктов на горизонте одного квартала.

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

В условиях увеличения задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте и прохождения российскими организациями пика выплат по внешнему долгу (февраль-март 2015 г.) ситуация с валютной ликвидностью российских банков существенно улучшилась. Наряду со снижением спроса на иностранную валюту со стороны корпоративного сектора и населения это способствовало укреплению рубля в марте-мае 2015 г. и снижению его волатильности (рис. 1.2.6). Существенную поддержку российской валюте в рассматриваемый период оказывало увеличение цены на нефть, а также ослабление доллара США к корзине основных мировых валют на фоне смещения

Рисунок 1.2.6
Динамика объема торгов и курса доллара США к рублю на Московской Бирже в 2015 г.



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 1.2.7

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



Источник: Банк России.

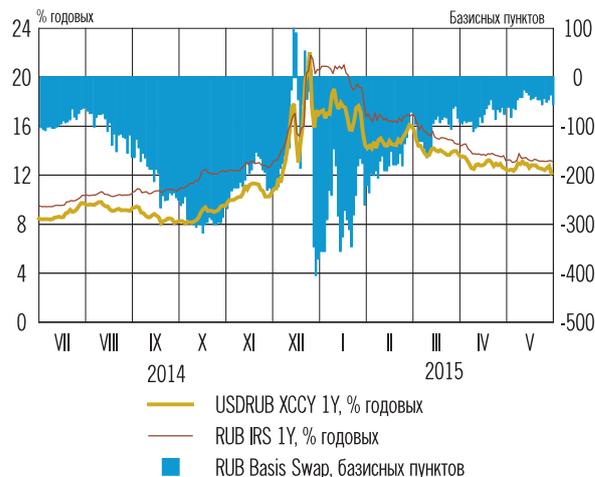
ожиданий участников рынка относительно сроков ужесточения политики ФРС США (см. раздел 1.1). Кроме того, укреплению рубля способствовало и сохранение высокого процентного дифференциала между рублевыми и номинированными в иностранной валюте финансовыми инструментами.

Об улучшении ситуации с валютной ликвидностью у кредитных организаций свидетельствует, в частности, возвращение в начале мая 2015 г. величины чистого кредита российских банков банкам-нерезидентам по операциям на денежном рынке² в положительную область, что соответствует уровням середины июля 2014 г. (период до введения секторальных санкций) (рис. 1.2.7). Кроме того, произошло значительное сужение спреда между руб-

² Чистый кредит российских банков банкам-нерезидентам по операциям на денежном рынке позволяет косвенно судить об имеющемся объеме доступной валютной ликвидности у российских банков. Чистый кредит банкам-нерезидентам, на пике достигавший 40 млрд долл. США, с июня 2014 г. начал снижаться и в августе перешел в отрицательную область, отражая ситуацию формирования дефицита валютной ликвидности в российском банковском секторе. При этом его стабилизация в конце декабря 2014 г. и последующий рост в значительной степени обусловлены операциями Банка России по предоставлению ликвидности в иностранной валюте. Таким образом, динамика чистого кредита банкам-нерезидентам в целом отражает изменение ситуации с долларовой ликвидностью во втором полугодии 2014 г. и в 2015 году.

Рисунок 1.2.8

Ставки по валютным и процентным деривативам



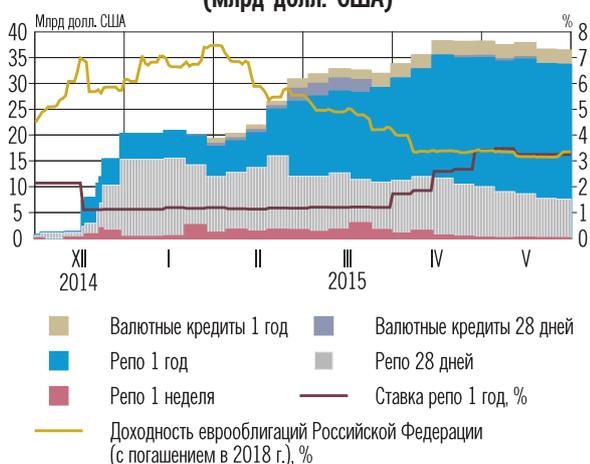
Источник: Thomson Reuters.

левыми процентными и процентно-валютными свопами на срок 1 год³ (рис. 1.2.8).

В этих условиях, а также по мере нормализации ситуации на внутреннем валютном рынке и снижения рисков для финансовой стабильности в марте-апреле 2015 г. Банк России трижды повышал минимальные процентные ставки по инструментам предоставления ликвидности в иностранной валюте. Данные решения были направлены на сближение процентных ставок по операциям валютного рефинансирования с рыночными процентными ставками (рис. 1.2.9) и призваны стимулировать банки более активно искать альтернативные источники финансовых ресурсов в иностранной валюте как на внутреннем рынке, так и за рубежом. При этом потребность в наращивании объема задолженности по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте снизилась, в связи с чем в июне 2015 г. Банк России приостановил проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 364 дня, а также снижал лимиты по данным операциям на сроки 7 и 28 дней. В дальнейшем в случае изменения потребности кредитных организаций в иностранной валюте

³ Спред между рублевыми процентными свопами (IRS) и процентно-валютными свопами (fix/float USDRUB XCCY) на срок 1 год представляет собой премию к ставке LIBOR, которую участники рынка платят за привлечение валютной ликвидности на соответствующий срок. Сужение данного спреда говорит об уменьшении стоимости заимствования долларовой ликвидности на денежном рынке.

Рисунок 1.2.9
Задолженность кредитных организаций перед Банком России по валютным инструментам рефинансирования (млрд долл. США)



Источники: Банк России, Bloomberg.

Банк России готов оперативно принимать решения об изменении лимитов на аукционах валютного репо.

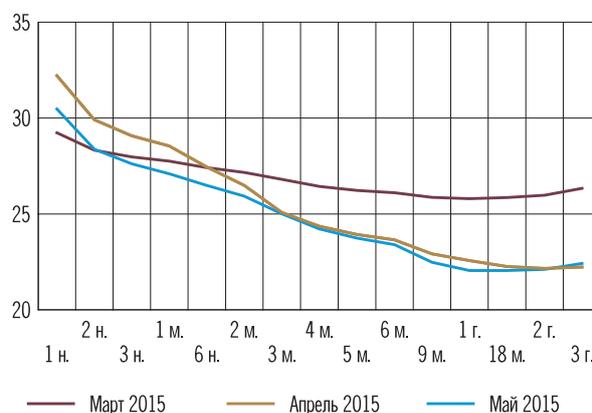
Учитывая стабилизацию ситуации на валютном рынке и значительное снижение международных резервов за последний год Банк России в целях их пополнения принял решение о проведении с 13 мая 2015 г. операций по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Указанные операции не направлены на поддержание курса рубля на определенном уровне: они проводятся в небольших объемах (100–200 млн долл. США) равномерно в течение дня, что обеспечивает минимизацию их влияния на динамику курса рубля и его волатильность. На фоне сохраняющегося действия внешних факторов, ограничивающих доступ российских компаний на международные рынки капитала, наличие значительного объема международных резервов обеспечит в среднесрочной перспективе условия для бесперебойного обслуживания иностранных обязательств и стабильного функционирования российской финансовой системы в случае возникновения продолжительных негативных шоков. С учетом этого Банк России планирует постепенно нарастить объем международных резервов до 500 млрд долл. США. При этом в случае существенных изменений ситуации на валютном рынке дневной объем указанных операций может быть скорректирован, в частности при возникновении повышенной волатильности на валютном рынке покупки иностранной валюты

со стороны Банка России могут быть приостановлены. Кроме того, Банк России по-прежнему готов проводить валютные интервенции при появлении угроз для финансовой стабильности.

Укрепление национальной валюты, произошедшее в рассматриваемый период, внесло вклад в замедление инфляции с апреля 2015 г. и будет способствовать дальнейшему снижению инфляционного давления со стороны курсовой динамики в ближайшей перспективе, что в том числе учитывалось Банком России при принятии решений о снижении ключевой ставки. В то же время динамика курса рубля принимается во внимание Банком России лишь в той мере, в какой она оказывает влияние на перспективы достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе и изменение баланса рисков для ценовой динамики и экономического роста.

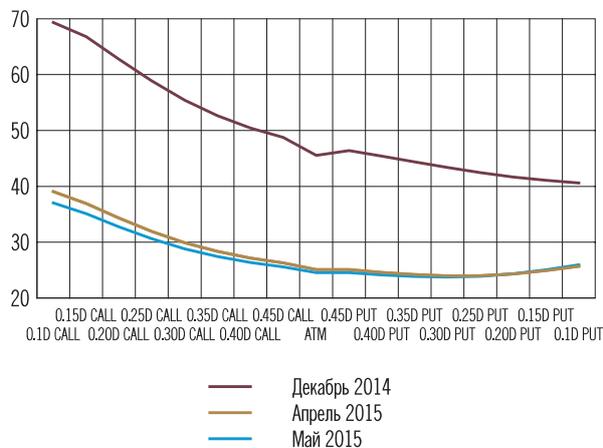
Укрепление рубля в марте-мае 2015 г. сопровождалось снижением и последующей стабилизацией его волатильности и отражалось на ценообразовании валютных опционов. Так, историческая и вмененная волатильность для колл-опционов (at-the-money) по паре USD/RUB на срок 1 месяц в этот период находились в диапазоне 20–35 процентных пунктов в годовом выражении (тогда как в пике, в декабре 2014 г., реализованная волатильность достигала уровня 90 процентных пунктов). При этом текущая форма временной структуры вмененной волатильности предполагает ее сохранение в указанном диапазоне в среднесрочной перспекти-

Рисунок 1.2.10
Срочная структура вмененной волатильности по валютным опционам (at-the-money)* (среднемесячные значения, процентных пунктов)



* Цена исполнения (страйк) опциона равна текущей цене базового актива.
Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 1.2.11
«Улыбка» волатильности по опционам at-the-money
сроком исполнения через 3 месяца (среднемесячные
значения, процентных пунктов)



Источник: Thomson Reuters.

ве (рис. 1.2.10). Кроме того, асимметричность распределения курса рубля к доллару США относительно риск-нейтральной меры в мае 2015 г. уменьшилась по сравнению с предыдущим месяцем, что следует из изменения формы «улыбки» волатильности⁴ (рис. 1.2.11). Это свидетельствует об ожидании участниками рынка валютных опционов снижения рисков значительного ослабления рубля на горизонте ближайшего квартала.

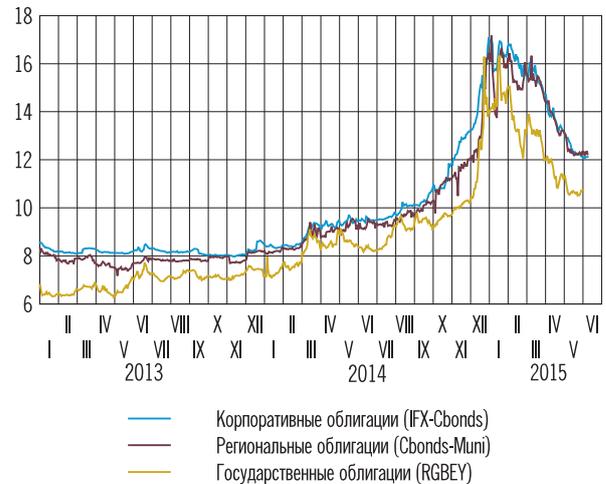
Цены активов и долгового рынок

Поэтапное снижение Банком России ключевой ставки и нормализация ситуации на внутреннем валютном рынке в сочетании с сохранением у участников российского финансового рынка ожиданий дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики способствовали росту цен и снижению доходности рублевых финансовых активов в марте-мае 2015 г. (рис. 1.2.12, 1.2.13).

В условиях сравнительно благоприятной конъюнктуры внутреннего долгового рынка компании реального сектора экономики и банки активно анонсировали и осуществляли в марте-мае 2015 г. новые эмиссии корпоративных облигаций (рис. 1.2.14). Благодаря высокому интересу инвесторов к размещаемым выпускам корпоративных облигаций эмитен-

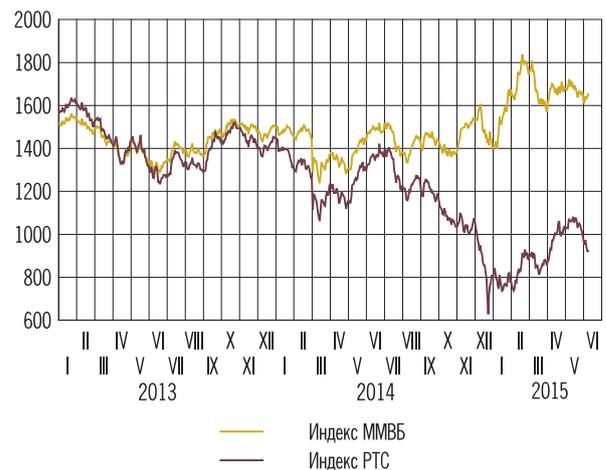
⁴ См. Глоссарий.

Рисунок 1.2.12
Доходность облигаций (% годовых)



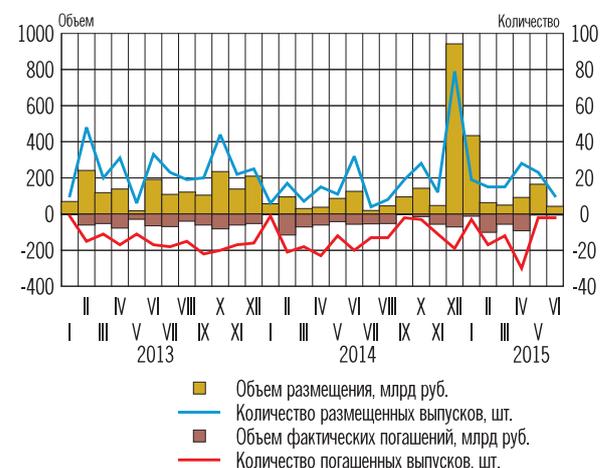
Источники: ФБ ММВБ, информационное агентство «Сбондс.ру».

Рисунок 1.2.13
Индексы акций
(пунктов)



Источник: ФБ ММВБ.

Рисунок 1.2.14
Размещение на ФБ ММВБ
и погашение корпоративных облигаций



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

ты в основном снижали стоимость своих первичных заимствований. Поддержанию высокой эмиссионной активности в корпоративном сегменте рынка облигаций способствовали и сохраняющиеся ограничения доступа к внешнему фондированию.

Аукционы Минфина России по размещению облигаций федерального займа (ОФЗ) на первичном рынке также проходили весьма успешно при высоком спросе, что позволило эмитенту реализовать в рассматриваемый период 89% предложенного объема ОФЗ (рис. 1.2.15). Характер спроса на рынке ОФЗ во многом определяли ожидания снижения процентных ставок. Повышенным интересом у инвесторов пользовались длинные выпуски ОФЗ с постоянным доходом (ОФЗ-ПД), позволяющие зафиксировать привлекательный уровень доходности на длительный срок, а также короткие выпуски ОФЗ с переменным купоном (ОФЗ-ПК), привязанным к ставке денежного рынка RUONIA. В то же время по мере реализации рыночных ожиданий относительно динамики краткосрочных ставок вследствие поэтапного снижения Банком России ключевой ставки инверсия на длинном участке кривой доходности ОФЗ уменьшалась (рис. 1.2.16).

Благодаря существенным объемам размещения корпоративных облигаций и ОФЗ совокупный портфель обращающихся на внутреннем рынке облигаций к концу мая 2015 г. увеличился по сравнению с концом февраля 2015 г. на 2,9%, до 11,6 трлн руб.⁵ (рис. 1.2.17).

Расширению рынка ценных бумаг, в частности, способствовало сохранение высокого интереса к нему со стороны кредитных организаций. Внутренний долговой рынок является для банков основным источником рыночного обеспечения, используемого в том числе в операциях рефинансирования Банка России. В марте-мае 2015 г. на долю российских банков приходилось две трети объема сделок с корпоративными облигациями и более 80% объема сделок с ОФЗ на первичном и вторичном рынках ФБ ММВБ. Вместе с тем наблюдавшееся в рассматриваемом

⁵ Без учета выпусков ОФЗ (суммарным номинальным объемом 1 трлн руб.), переданных Минфином России государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ).

Рисунок 1.2.15

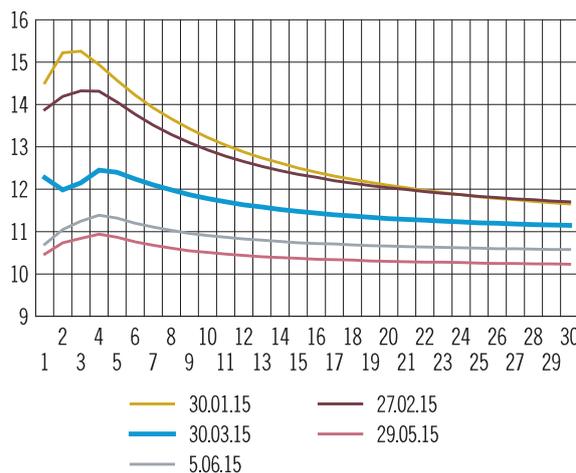
Аукционы Минфина России по размещению/доразмещению ОФЗ



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

Рисунок 1.2.16

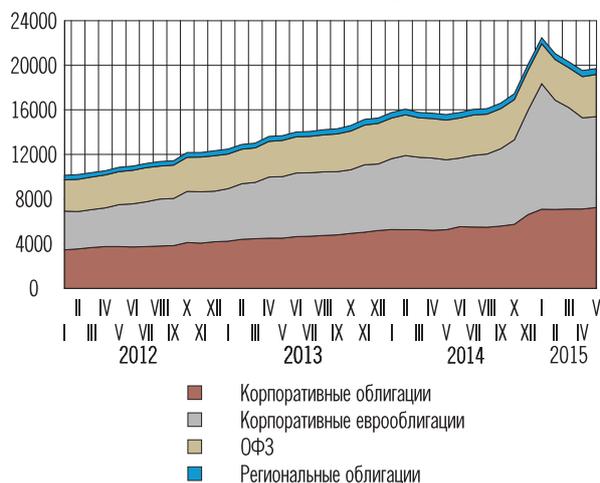
Срочная структура бескупонной доходности ОФЗ (% годовых)



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

Рисунок 1.2.17

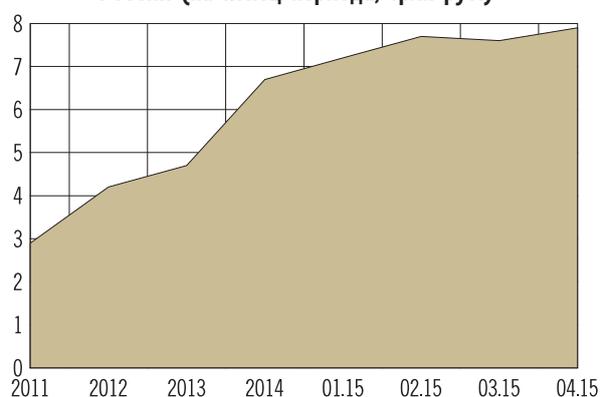
Объем российских облигаций в обращении (млрд руб.)



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

Рисунок 1.2.18

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



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

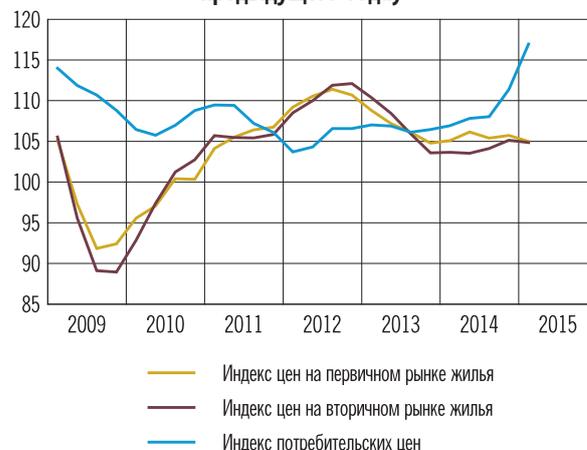
мый период некоторое увеличение инвестиций иностранных фондов в рублевые финансовые активы не оказало заметного влияния на объемы операций нерезидентов с российскими корпоративными облигациями и ОФЗ и их долю в структуре держателей российских долговых ценных бумаг. Рост спроса на долговые инструменты со стороны банков в сочетании с реализуемой в настоящее время программой докапитализации банков через механизм ОФЗ⁶ и мерами Банка России по расширению Ломбардного списка будут способствовать увеличению рыночного обеспечения кредитных организаций к концу года до 8,5 трлн руб. с 6,7 трлн руб. на 1 января 2015 г. (рис. 1.2.18).

При отсутствии ухудшения внешних условий и сохранении текущих тенденций на валютном и денежном рынках восстановление цен финансовых активов продолжится и эмиссионная активность останется высокой. Дополнительным

⁶ В соответствии с Федеральным законом от 20 апреля 2015 г. № 98-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» АСВ вправе осуществлять меры по повышению капитализации банков путем передачи банкам ОФЗ в обмен на привилегированные акции банков или их субординированные обязательства. Всего на докапитализацию банков, допущенных к участию в этой программе, выделено свыше 0,8 трлн рублей. В мае 2015 г. АСВ передало ОАО Банк «Петрокоммерц», ПАО Банк «ФК Открытие» и ПАО «Совкомбанк» государственные облигации суммарным объемом 71,5 млрд руб. по номиналу.

Рисунок 1.2.19

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

фактором роста спроса на внутреннем долговом рынке, в частности в сегменте корпоративных облигаций, станет реализация решения Правительства Российской Федерации о перечислении пенсионных накоплений в негосударственные пенсионные фонды⁷, значительную долю в портфеле которых занимают корпоративные облигации. В то же время сдерживающее влияние на динамику количественных показателей фондового рынка будет оказывать охлаждение экономической активности.

В I квартале 2015 г. темпы роста индексов цен на первичном и вторичном рынках жилья были сопоставимы с соответствующими показателями IV квартала 2014 г. и при этом были ниже уровня инфляции (рис. 1.2.19). Темпы роста жилищного строительства остаются высокими. В январе-марте 2015 г. ввод в действие жилых домов увеличился на 32,8% по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года (в I квартале 2014 г. – на 30,6%). Сохранению положительных темпов роста цен на жилье отчасти способствовала программа субсидирования процентной ставки по ипотечным

⁷ В управляющие компании (УК) и негосударственные пенсионные фонды (НПФ) переданы средства страховых взносов на накопительную пенсию за вторую половину 2013 г., пенсионные накопления граждан, принявших решение о переходе из государственной УК в НПФ, взносы граждан в рамках программы софинансирования накопительной части пенсии, средства материнского капитала и др. суммарным объемом около 0,5 трлн рублей.

кредитам⁸. Расширение ипотечного кредитования является одним из основных драйверов роста цен на жилье в последние годы. Однако на фоне прогнозируемого охлаждения экономики и снижения реальных располагаемых доходов населения ожидается, что темпы роста цен на жилую недвижимость в ближайшие кварталы останутся существенно ниже инфляции. В то же время с учетом снижения в предыдущие месяцы ключевой ставки Банка России и ожидаемого замедления инфляции прогнозируется постепенное снижение ставок по ипотечным кредитам, что окажет поддержку рынку жилой недвижимости.

Кредитные и депозитные операции банков

Снижение ключевой ставки Банком России с начала 2015 г. в сочетании с ожиданиями дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики способствовало снижению ставок на большинстве сегментов кредитного и депозитного рынка (рис. 1.2.20).

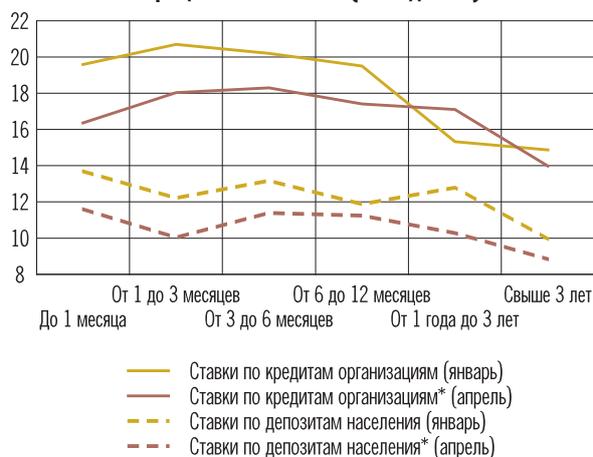
Несмотря на снижение депозитных ставок, их уровень оставался относительно высоким, и наметившаяся в январе нормализация ситуации с притоком средств населения на банковские депозиты продолжилась и в рассматриваемый период. На фоне сокращения наличных средств в обращении прирост депозитов населения за февраль-апрель 2015 г. (с исключением валютной переоценки) составил 5,9%, достигнув максимального значения показателя⁹ с начала 2014 года.

Приток средств на депозиты населения сопровождался дальнейшими сдвигами в их структуре (рис. 1.2.21). Во-первых, вкладчики продолжали замещать долгосрочные депозиты краткосрочными, что может объясняться как сохранением инвертированной срочной

⁸ В рамках программы субсидирования процентной ставки по ипотечным кредитам на приобретение строящегося жилья или жилья в новостройке из бюджета будет выделено 20 млрд руб., что позволит обеспечить выдачу ипотечных кредитов на сумму около 400 млрд руб. по ставке до 12% годовых.

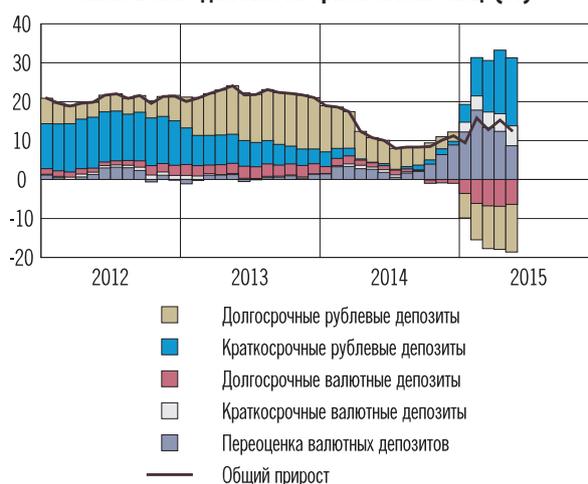
⁹ Прирост депозитов населения за скользящие три месяца, предшествующих отчетной дате.

Рисунок 1.2.20
Срочная структура ставок по рублевым банковским операциям в 2015 г. (% годовых)



* Предварительная оценка.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.21
Вклад отдельных элементов в годовой прирост банковских депозитов физических лиц (%)

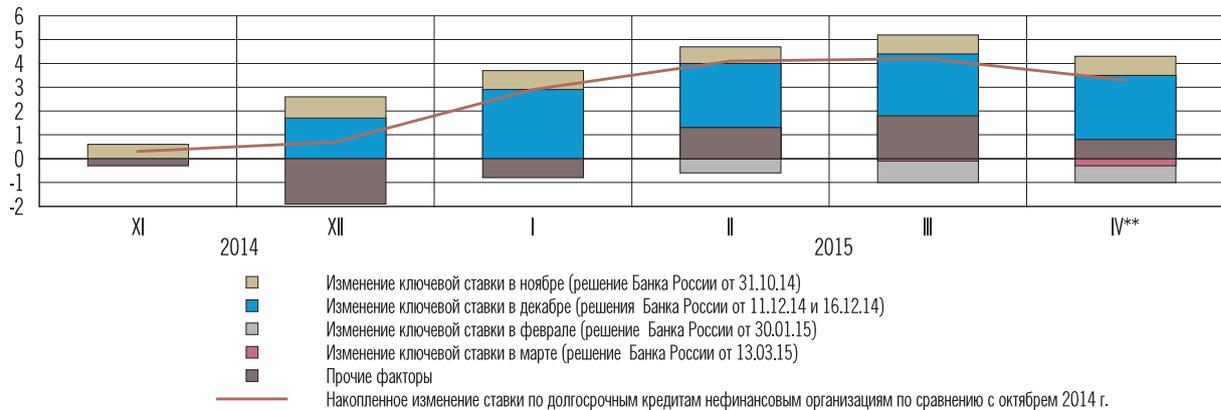


Источник: Банк России.

структуры ставок по депозитам, так и макроэкономической неопределенностью, снижающей привлекательность долгосрочных вложений. Во-вторых, хотя в апреле 2015 г. восстановился приток средств населения на валютные депозиты, темпы роста валютных депозитов населения отставали от аналогичного показателя для рублевых депозитов, что в сочетании с укреплением рубля привело к снижению долларизации депозитов. Тем не менее, уровень долларизации по-прежнему превышает значение на начало прошлого года, когда наметилась тенденция роста долларизации розничных вкладов. Это связано с тем, что курс рубля к основным иностранным валютам оста-

Рисунок 1.2.22

Оценка* влияния динамики ключевой ставки Банка России на ставку по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям (процентных пунктов)



* Оценка получена на основе факторной модели векторной авторегрессии с изменяющимися параметрами (TVP FAVAR), построенной с использованием широкого круга макроэкономических и финансовых индикаторов (48 статистических показателей), включая денежно-кредитные показатели и показатели реального сектора экономики.
 ** Предварительная оценка.

Источник: Банк России.

ется ниже, чем в начале 2014 г. и, соответственно, сохраняется положительная переоценка валютных депозитов.

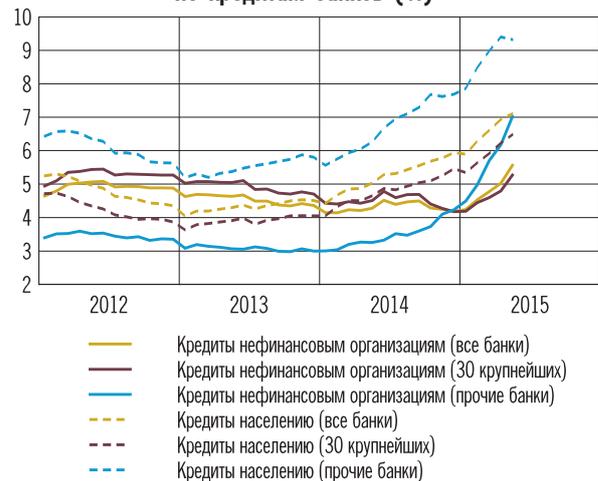
По мере адаптации банков и вкладчиков к изменившейся ситуации в экономике и финансовом секторе можно ожидать опережающего снижения ставок по краткосрочным депозитам, что будет способствовать восстановлению притока средств на долгосрочные депозиты и повышению средней срочности банковских пассивов. Кроме того, в условиях стабилизации ситуации на валютном рынке и ожиданий снижения инфляции в среднесрочной перспективе можно ожидать сохранения тенденции к снижению долларизации депозитов населения, наблюдавшейся на протяжении последних лет (темпы роста рублевых депозитов систематически превышали аналогичный показатель для валютных депозитов даже в периоды значительного номинального ослабления рубля).

Возросший в конце 2014 г. разброс ставок на депозитном рынке сохранялся и в феврале-апреле 2015 года. Относительно высокий уровень ставок по депозитам банков «второго эшелона» способствовал тому, что переток депозитов из малых и средних банков в крупные, наблюдавшийся в предшествующие месяцы, в феврале-апреле 2015 г. прекратился. Доля 30 крупнейших банков в общем объеме привлеченных российскими банками депозитов в рассматриваемый период почти не изменилась.

На конъюнктуре кредитного рынка решения Банка России отражались с умеренным ла-

Рисунок 1.2.23

Просроченная задолженность по кредитам банков (%)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.24

Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (пунктов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.25

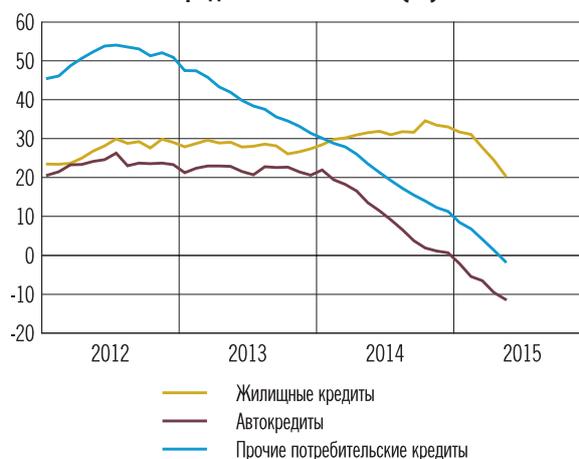
Годовые темпы прироста задолженности по кредитам организациям и индивидуальным предпринимателям (%)*



* По данным отчетности по форме 0409302, с исключением валютной переоценки.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.26

Годовые темпы прироста задолженности по кредитам населению (%)*



* По данным разделов 1 и 3 формы отчетности 0409115.
Источник: Банк России.

гом, и в первые месяцы 2015 г. кредитные ставки продолжали расти под влиянием повышения ключевой ставки в конце прошлого года. Однако в марте-апреле 2015 г. на большинстве сегментов рынка наметилась понижающаяся динамика ставок. По предварительным оценкам, вклад снижения Банком России ключевой ставки в январе-апреле 2015 г. в понижение кредитных ставок составил 1,0–1,5 процентного пункта (рис. 1.2.22). При этом потенциал снижения кредитных ставок вслед за произошедшим снижением ключевой ставки еще не исчерпан.

Одним из факторов, определявших конъюнктуру кредитного рынка в феврале-апреле 2015 г., оставались возросшие кредитные риски. В условиях снижения экономической активности доля просроченной задолженности в кредитных портфелях банков продолжала расти. В корпоративном кредитном портфеле малых и средних банков доля просроченной задолженности вплотную приблизилась к пиковым значениям конца 2009 года. Однако у 30 крупнейших банков сохранялся более низкий уровень кредитных рисков, что сдерживало рост просроченной задолженности по банковской системе в целом (рис. 1.2.23).

В условиях возросших кредитных рисков банки продолжали в I квартале 2015 г. ужесточать неценовые условия кредитования, прежде всего требования к финансовому положению заемщика и качеству обеспечения по кредитам, хотя и в меньшей степени, чем в предшествующие кварталы (рис. 1.2.24). В результате

продолжалось «бегство в качество» — замещение направлений кредитования, характеризующихся более высоким кредитным риском, менее рискованными направлениями. В сегменте корпоративного кредитования продолжалось сокращение кредитования малого и среднего бизнеса и замещение его кредитованием крупных корпоративных заемщиков (рис. 1.2.25). На розничном сегменте рынка наблюдалось сокращение потребительского и автокредитования при слабом росте ипотечного кредитования (рис. 1.2.26). В целом темпы роста менее рискованного корпоративного кредитования устойчиво превышали аналогичный показатель для розничного кредитования. Как на корпоративном, так и на розничном сегменте рынка возросла доля долгосрочных кредитов, для которых характерен более жесткий отбор заемщиков. Наряду с возросшими кредитными рисками изменению структуры кредитного портфеля банков способствовал рост спроса со стороны крупнейших корпоративных заемщиков, ранее активно привлекавших средства на международных рынках.

Замещение более рискованных направлений кредитования менее рискованными происходило и в период экономического кризиса 2008–2009 годов. Если в среднесрочной перспективе темпы восстановления структуры кредитного портфеля будут такими же, как и в 2009–2010 гг., то наблюдаемые в настоящее время сдвиги в структуре кредитного портфеля не окажут существенного влияния на эконо-

Рисунок 1.2.27

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



* С исключением валютной переоценки.
 Источник: Банк России.

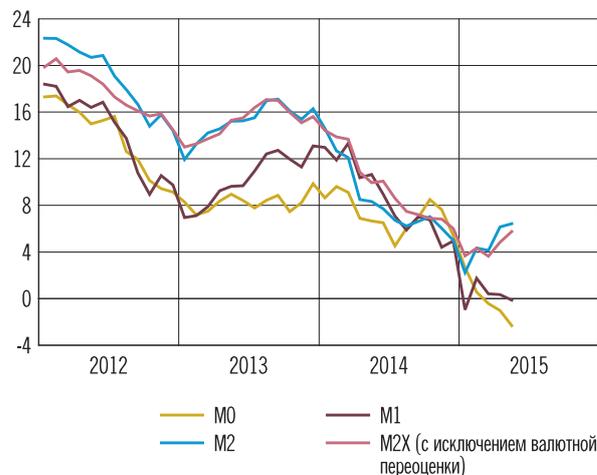
мику. Однако если тенденции в структуре банковского кредитования, связанные с «бегством в качество», сохранятся на более длительный срок, могут возрасти риски снижения доли малых и средних компаний в структуре реального сектора и, соответственно, ослабления конкуренции на рынках товаров и услуг.

В целом в марте-апреле 2015 г., как и ожидалось, снижение годовых темпов роста общего кредитного портфеля банков продолжилось (рис. 1.2.27), что было обусловлено ужесточением неценовых условий банковского кредитования в I квартале 2015 г. в сочетании с сохраняющейся макроэкономической неопределенностью и связанным с этим снижением спроса на кредиты, а также высокой долговой нагрузкой компаний и населения¹⁰ (в том числе за счет переоценки валютной задолженности). Несмотря на наметившееся в марте-апреле снижение кредитных ставок, их уровень по-прежнему оставался относительно высоким, что также сдерживало кредитную активность. Таким образом, общие условия банковского кредитования в рассматриваемый период все еще оставались достаточно жесткими, хотя и появились признаки их смягчения. По состоянию на 1 мая 2015 г. годовой темп прироста кредитного портфеля (с исключением валютной переоценки) снизился и составил менее 5%, до-

¹⁰ См. врезку «Индикаторы долговой нагрузки в российской экономике» в разделе 1.3.

Рисунок 1.2.28

Денежные агрегаты (годовой темп прироста, %)



Источник: Банк России.

стигнув минимального значения с конца 2010 года. Положительный темп роста в годовом выражении был связан в основном с увеличением объемов кредитования во второй половине 2014 года. За январь-апрель 2015 г. корпоративный кредитный портфель российских банков сократился на 0,9%, розничный кредитный портфель – на 4,7%.

По оценкам банков¹¹, во II–III кварталах 2015 г. ужесточение условий кредитования приостановится, при этом в отдельных сегментах рынка (в частности, в сегментах кредитования населения, а также малых и средних предприятий) сменится смягчением. Банки ожидают, что это будет сопровождаться частичным восстановлением спроса на кредиты.

Тем не менее, в краткосрочной перспективе отсутствуют предпосылки существенной активизации участников кредитного рынка. В условиях прогнозируемого снижения экономической активности и связанного с ним увеличения кредитных рисков по-прежнему можно ожидать сохранения в ближайшие кварталы относительно низких годовых темпов роста общего кредитного портфеля банков. По итогам 2015 г. его рост может составить 2–7%. По сравнению с предыдущим Докладом прогноз несколько снижен на фоне большего, чем ожидалось, снижения кредитной активности в начале текущего года.

¹¹ По результатам ежеквартального обследования условий банковского кредитования за I квартал 2015 г. (http://www.cbr.ru/DKP/iubk/iubk_15-1.pdf).

Низкие темпы роста кредитования сдерживают рост денежной массы. Тем не менее, в условиях увеличения бюджетных расходов в начале 2015 г. годовые темпы прироста денежных агрегатов прекратили снижение, стабилизировавшись около 5-летнего минимума (рис. 1.2.28). При этом на фоне ожидаемого замедления роста кредитования, на протяжении последних лет являвшегося основным источником роста денежной массы, можно ожидать сохранения низких темпов роста денежных агрегатов. В то же время планируемое использование средств Резервного фонда для покрытия бюджетного дефицита может поддержать рост денежной массы: при прочих равных условиях при увеличении бюджетных расходов на 1 трлн руб.

вклад данного источника в годовые темпы прироста широкой денежной массы может составить около 2,5 процентных пунктов. Однако значительные бюджетные расходы могут снизить спрос на кредиты, что будет сдерживать влияние бюджетных расходов на рост денежной массы. В целом по итогам 2015 г. рост рублевой денежной массы, как и в предыдущем Докладе, прогнозируется в диапазоне 2–7%.

Низкие темпы роста денежного предложения наряду с другими факторами создают предпосылки для снижения инфляции в среднесрочной перспективе (см. главу 2), что в том числе учитывалось Банком России при принятии решений о снижении ключевой ставки.

1.3. Внутренние экономические условия

Объем ВВП в I квартале 2015 г. сократился на 1,9%. Умеренное снижение выпуска соответствовало оценкам Банка России. В апреле сжатие совокупного спроса продолжилось. При этом сокращение потребительских расходов оказалось более значительным, чем ожидалось. В то же время динамика инвестиций в основной капитал демонстрировала более умеренные темпы снижения, чем прогнозировалось. Хотя факторы структурного характера продолжают оказывать сдерживающее влияние на развитие российской экономики, сокращение выпуска в текущем году в том числе носит циклический характер, о чем свидетельствуют рост безработицы, снижение загрузки факторов производства, сокращение новых заказов, ухудшение потребительских настроений, ухудшение ситуации на рынке недвижимости.

Несмотря на сохранение отрицательных годовых темпов прироста ВВП до конца 2015 г., во втором полугодии предполагается начало восстановительных процессов в экономике. По оценкам, в результате некоторого улучшения условий торговли и адаптации экономики к последствиям негативных внешних шоков рост ВВП (с исключением сезонности) возобновится. В целом оценка темпов роста ВВП на 2015 г. повышена по сравнению с прогнозом, опубликованным в Докладе о денежно-кредитной политике в марте текущего года.

Инфляция оказалась ниже сделанных ранее оценок: достигнув пика в марте текущего года, с апреля она начала снижаться. Основными факторами замедления роста потребительских цен стали укрепление рубля и его возвращение к фундаментально обоснованным значениям, снижение инфляционных ожиданий, а также ограничения со стороны спроса. Прогноз инфляции на 2015 г. пересмотрен вниз.

Спрос

Годовой темп снижения ВВП в I квартале 2015 г. составил 1,9%, что соответствовало оценке Банка России. Хотя факторы структурного характера продолжают оказывать сдер-

Рисунок 1.3.1

Оценки разрыва выпуска (% от потенциального выпуска)



Источник: расчеты Банка России.

живающее влияние на развитие российской экономики, сокращение выпуска товаров и услуг в текущем году имеет в том числе циклический характер. Разрыв выпуска в I квартале 2015 г., как и ранее, оценивается отрицательным на уровне 2–4%¹ (рис. 1.3.1). По оценкам, во II–III кварталах он может незначительно увеличиться, а с IV квартала начнет сокращаться.

Вышедшая статистика в целом соответствовала представлениям Банка России о динамике совокупного спроса (рис. 1.3.2). В то же время наблюдавшееся резкое сжатие потребительского спроса оказалось более существенным, чем ожидалось (рис. 1.3.3). С исключением сезонного фактора оборот розничной торговли сокращался в этот период в среднем за месяц на 0,3–0,4%. Снижение продаж отмечалось как в сегменте продуктов питания, так и непродовольственных товаров (рис. 1.3.4). При этом годовые темпы снижения продаж непродовольственных товаров опережали темпы сокращения продаж продуктов питания, что отражает процесс перераспределения предпочтений потребителей к более необходимым товарам в условиях снижения благосостояния населения.

Данные опросов также свидетельствуют об изменении потребительского поведения населения из-за снижения покупательной способности. По данным Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ),

¹ По мере поступления новой информации оценки разрыва выпуска могут пересматриваться.

Рисунок 1.3.2

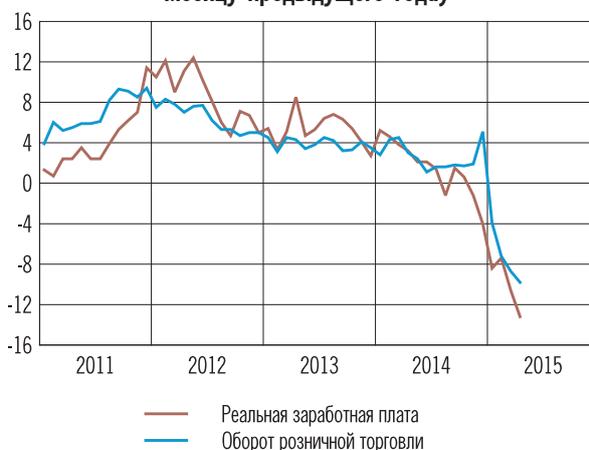
Структура прироста ВВП по элементам использования (к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.3

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



Источник: Росстат.

в апреле по сравнению с началом 2015 г. увеличилось число респондентов, перешедших на покупку более дешевых продуктов питания (с 16 до 24%) или вовсе отказавшихся от приобретения некоторых из них (с 18 до 26%). Среди других способов адаптации к новым экономическим условиям населением указываются покупка товаров впрок, выращивание собственных овощей и фруктов, трата сбережений на повседневные расходы.

Заметные изменения, отражающие снижение уровня жизни населения, произошли в структуре продаж отдельных продуктов питания. По данным Росстата в 2014 г. по сравнению с предыдущим годом в общем объеме продаж мяса снизилась доля говядины (с 8,9 до 7,3%), при этом возросли доли более дешевого мяса домашней птицы (с 64,4 до 66,3%) и свинины (с 16,4 до 16,9%). Сократилась также доля покупок животных масел с высокой долей жира (и, следовательно, более дорогих) при росте покупок более дешевых видов данной продукции (с 32,6 до 41,7%). Вероятно, до конца 2015 г. указанные тенденции сохранятся.

Факторами, сдерживающими потребительский спрос, являются сокращение реальной заработной платы (как в частном, так и в государственном секторе), замедление темпов роста потребительского кредитования (см. раздел 1.2), а также повышение склонности населения к сбережениям.

Рисунок 1.3.4

Динамика оборота розничной торговли



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В условиях ограничений на индексацию заработной платы работников бюджетной сферы реальная зарплата в этом сегменте будет снижаться до конца 2015 года. В частном секторе экономики также ожидается сокращение реальной заработной платы, хотя и меньшими темпами. С одной стороны, компании стремятся оптимизировать расходы на персонал и снизить издержки за счет сокращения размера заработной платы, дополнительных выплат, расширения неполной занятости. С другой стороны, ограниченное предложение трудовых ресурсов будет оказывать повышательное давление на динамику заработной платы. В целом сниже-

Рисунок 1.3.5



Источники: Росстат, Банк России.

ние реальной заработной платы в 2015 г. оценивается на уровне 9–10% (см. подраздел «Рынок труда»).

Динамика кредитования домашних хозяйств также продолжит оказывать сдерживающее влияние на потребительский спрос до конца года. Относительно высокие процентные ставки (подробнее см. раздел 1.2), а также повышенные требования к финансовому положению заемщика и качеству обеспечения по кредитам ограничивают спрос на кредитные ресурсы. Кроме того, необходимость обслуживать полученные ранее кредиты при снижающемся уровне дохода является дополнительной финансовой нагрузкой для населения и оказывает негативное влияние на динамику располагаемых доходов.

Отмечаемый в I квартале текущего года рост нормы сбережений в первую очередь был обусловлен увеличением вложений в нефинансовые активы (ключевой компонент – недвижимость), надежность которых могла в этот период расцениваться населением как наиболее высокая (рис. 1.3.5). Кроме того, повышение ставок по депозитам физических лиц вслед за повышением ключевой ставки Банка России способствовало росту в I квартале объемов средств населения, размещенных на рублевых счетах в коммерческих банках.

С учетом наблюдаемой стабилизации инфляционных ожиданий и при сохранении реальных ставок и обменного курса рубля вблизи те-

Рисунок 1.3.6

Инвестиции в основной капитал и объем строительных работ (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

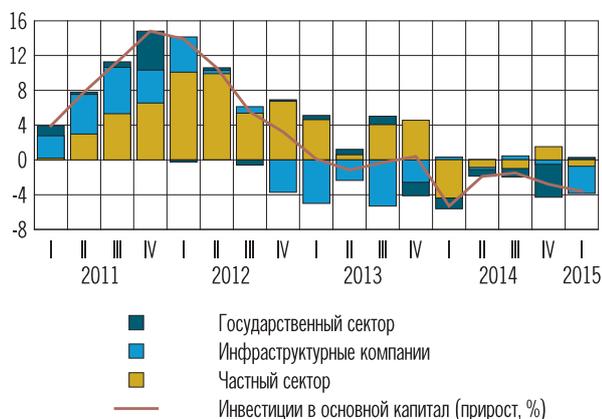
кущих уровней в ближайшие кварталы можно ожидать сохранения нормы сбережения на том же уровне.

Таким образом, с учетом прогнозируемой динамики факторов, оказывающих воздействие на динамику потребительского спроса, ожидается, что до конца 2015 г. сохранится тенденция к сокращению конечного потребления домашних хозяйств. Снижение уровня товарных запасов в организациях розничной торговли также свидетельствует об ожиданиях этими организациями сохранения низкого спроса в ближайшей перспективе. В целом, по оценкам, годовые темпы снижения расходов на конечное потребление во II–IV кварталах будут находиться в диапазоне 5–7%.

Годовой темп снижения инвестиций в основной капитал в I квартале текущего года составил 3,6%, что превышает среднеквартальные темпы сокращения этого показателя в 2014 году (рис.1.3.6). Основными факторами, сдерживающими инвестиционный спрос, оставались негативные ожидания экономических агентов относительно перспектив развития российской экономики, ограничение доступа российских компаний к международным финансовым рынкам, ужесточение внутренних условий заимствования (в результате повышения кредитных ставок и требований со стороны банков к качеству кредитного портфеля), а также необходимость погашения внешнего долга в условиях повышения рублевой долговой нагрузки.

Рисунок 1.3.7

Инвестиции в основной капитал государственного, частного секторов и инфраструктурных компаний (к соответствующему кварталу предыдущего года, вклад в процентных пунктах)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

По предварительным оценкам, в наиболее значительной степени снижение инвестиций проявилось в строительстве. Объем строительных работ в январе-апреле текущего года сократился на 4,8% к аналогичному периоду 2014 года.

По оценкам, в I квартале 2015 г. небольшой рост продемонстрировали государственные инвестиции, в остальных секторах наблюдалось снижение инвестиционной активности. Значительный негативный вклад в динамику капиталовложений внесли компании инфраструктурного сектора (рис.1.3.7).

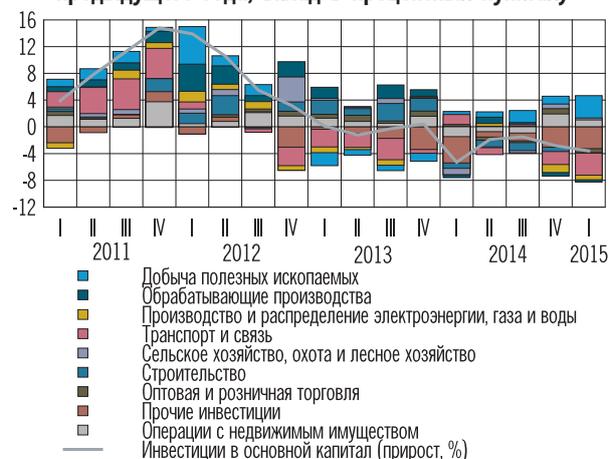
На фоне общего снижения инвестиций в основной капитал в I квартале текущего года сохранилась позитивная динамика капитальных вложений в развитие добывающих отраслей (рис.1.3.8). Благодаря процессам импортозамещения незначительную поддержку инвестиционной активности оказало сельское хозяйство. Рост капиталовложений в указанные виды деятельности составил 14,8 и 8,6% по отношению к соответствующему периоду предыдущего года соответственно.

Значительный негативный вклад в динамику инвестиционной активности внесли оптовая и розничная торговля, транспорт и связь, производство и распределение электроэнергии, газа и воды.

Динамика вложений в основной капитал оказалась заметно лучше, чем предполагалось ранее. Меньшее, чем ожидалось, снижение

Рисунок 1.3.8

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

инвестиций может быть связано с ростом положительного финансового результата, сложившегося в I квартале 2015 г. в целом по экономике (см. врезку к подразделу «Предложение»). Дополнительными факторами поддержки инвестиционной активности могли стать опережающее исполнение расходов федерального бюджета и реализация государственных антикризисных мер, таких как программа льготного ипотечного кредитования, отказ от повышения налоговой нагрузки до 2018 года. Кроме того, поддержку инвестициям в марте оказало начало строительства газопровода «Сила Сибири».

Однако в апреле 2015 г. годовые темпы снижения инвестиций в основной капитал ускорились до 4,8%. По оценке, под воздействием указанных выше факторов во II–IV кварталах 2015 г. сокращение объема вложений в основной капитал в большинстве видов экономической деятельности в частном и в государственном секторах может усилиться. Основной причиной указанной динамики станет недостаток источников финансирования. В частном секторе негативное влияние окажет рост стоимости обслуживания долга (внутреннего – за счет пересмотра ставок кредитования и внешнего – из-за ослабления рубля), в государственном – секвестр и проблемы региональных бюджетов.

Годовые темпы снижения валового накопления основного капитала оцениваются в 4,5–6% до конца 2015 года.

Снижение совокупного спроса и низкий уровень предпринимательской уверенности, как ожидается, приведут к дальнейшему сокращению запасов материальных оборотных средств. В целом во II–IV кварталах 2015 г. тенденция к снижению валового накопления, сформировавшаяся в последние несколько кварталов, сохранится.

Единственным компонентом, внесшим положительный вклад в прирост ВВП в I квартале 2015 г., был чистый экспорт. Рост этого показателя обусловлен более быстрыми темпами сокращения физических объемов импорта товаров и услуг по сравнению со снижением объемов экспорта. В ближайшей перспективе ожидается продолжение сокращения импорта под влиянием произошедшего ослабления рубля и низкого внутреннего спроса. При этом повышение нефтяных котировок и рост экономик

стран – торговых партнеров России будут способствовать постепенному возвращению темпов прироста экспорта в область околонулевых значений. По оценкам, вклад чистого экспорта в прирост ВВП во II–IV кварталах 2015 г. останется положительным.

Таким образом, с учетом прогнозируемой динамики компонентов спроса до конца 2015 г. ожидается дальнейшее снижение выпуска товаров и услуг по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года при значительно более умеренных темпах сокращения ВВП к предыдущему кварталу во II квартале и небольшом росте в III–IV кварталах (с учетом коррекции на сезонность), что обусловлено в первую очередь произошедшим улучшением условий торговли, а также постепенной адаптацией экономики к негативным внешним шокам.

Бюджетная политика

В соответствии с данными Федерального казначейства в I квартале 2015 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 39,1% ВВП, что выше аналогичных показателей за I квартал 2014 г. на 3,9 процентного пункта (рис. 1). Причиной роста расходов является опережающее исполнение расходов, установленных в проекте бюджета на 2015 г., в том числе на национальную оборону.

В условиях сокращения бюджетных доходов по отношению к ВВП, вызванного падением нефтегазовых поступлений на фоне снижения цен на нефть, дефицит бюджета составил 2,7% ВВП в I квартале 2015 г. (в I квартале 2014 г. – профицит 3,4% ВВП). При этом нефтегазовый дефицит увеличился на 3,6 процентного пункта и составил 12% ВВП.

По оценкам, в 2015 г. доходы бюджетной системы Российской Федерации по отношению к ВВП снизятся относительно 2014 г. на 1,6 процентного пункта ВВП, что обусловлено значительным сокращением нефтегазовых поступлений в связи со снижением цены на нефть при стабильной динамике нефтегазовых доходов в отношении к ВВП. Расходы бюджета могут вырасти на 0,9 процентного пункта ВВП, что приведет к увеличению дефицита на 2,5 процентного пункта, до 3,7% ВВП. С учетом этого в 2015 г., по оценкам Банка России, расходование средств Резервного фонда может составить около 2,0 трлн рублей.

Рисунок 1
Доходы и расходы бюджетной системы Российской Федерации (скользящие за четыре квартала, в % к ВВП)*



* Сплошная линия – факт и прогноз по ОНБП, пунктирная – базовый прогноз ДДКП.
Источники: Министерство финансов Российской Федерации, расчеты Банка России.

Индикаторы долговой нагрузки в российской экономике

Анализ динамики уровня долговой нагрузки в экономике несет в себе важную информацию для центрального банка как с точки зрения мониторинга рисков для финансовой стабильности, так и в рамках оценки действия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Стандартным показателем, используемым для измерения долговой нагрузки, является показатель отношения кредита частного сектора к ВВП. Уровень данного показателя в России на конец 2014 г. составил около 60% для внутреннего кредита и 90% с учетом внешнего кредита¹, что ниже, чем в развитых странах (для большинства – более 100%, в среднем по выборке – около 150%). В то же время отношение кредита к ВВП в России остается выше показателей большинства стран с формирующимися рынками Европы, Азии и Латинской Америки. При этом в 2014 г. данный показатель продемонстрировал наиболее быстрый рост за последние 6 лет (более 6%), в первую очередь за счет роста задолженности по кредитам в иностранной валюте, который произошел вследствие ослабления рубля.

Для оценки сбалансированности изменений долговой нагрузки может быть использовано несколько подходов. Во-первых, определение равновесного уровня долговой нагрузки может быть основано на оценке устойчивого соотношения уровня кредита к ВВП и фундаментальных факторов (динамики реального ВВП и темпов роста уровня цен) для России². Из расчетов, сделанных в рамках этого подхода, следует, что отношение долга к ВВП несколько превышало равновесный уровень уже по итогам 2013 г., а в 2014 г. превышение фактическим уровнем долга равновесного значения стало наибольшим за рассматриваемый период (с 2004 г.) (рис. 1, синяя линия).

С учетом того, что для стран с формирующимся рынком может быть характерен временный «догоняющий» рост кредитования в переходный период, оценки оптимальных темпов изменения соотношения кредита к ВВП для них могут быть завышены. Ввиду этого для таких стран может использоваться альтернативный подход, который предполагает параметризацию равновесного соотношения между кредитами и основными макроэкономическими переменными на основе данных по развитым странам, с дальнейшим ее применением для отдельно взятой страны с формирующимся рынком³. Результаты применения данного метода демонстрируют, что после заметного роста в последние годы отношение кредита к ВВП в России в 2014 г. вышло на уровни, соответствующие медианной оценке равновесного уровня, определенного с учетом опыта развитых стран и динамики фундаментальных показателей российской экономики (рис. 1, красная линия). Это говорит о том, что в дальнейшем рост кредита к ВВП в России уже не должен иметь догоняющей природы. Следовательно, сбалансированная, не создающая рисков для финансовой стабильности траектория его изменения должна определяться в соотношении с темпами роста экономической активности и характеризоваться более умеренными темпами изменения.

Помимо отношения кредита к ВВП в качестве показателя долговой нагрузки в экономике может ис-

Рисунок 1
Оценка отклонения отношения кредита к ВВП для России от равновесного уровня



Источник: расчеты Банка России.

¹ В качестве показателя внутреннего кредита используются требования банков к частному сектору экономики, внешний кредит определен как внешний долг прочих секторов экономики в соответствии с показателями платежного баланса России (по РПБб).

² Дерюгина Е., Коваленко О., Пантина И., Пономаренко А. Идентификация факторов спроса и предложения кредитов в России // Банк России. 2015. Серия докладов об экономических исследованиях № 3.

³ Egert B., Backé P., Zumer T. Credit growth in central and eastern Europe: new (over) shooting stars? // ECB Working Paper Series. 2006. № 687.

пользоваться коэффициент обслуживания долга⁴ (далее – КОД), который определяется как отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов. Он может быть оценен по формуле:

$$\text{КОД}_t = \frac{i_t * D_t}{(1 - (1 + i_t)^{-s_t}) * Y_t},$$

где D – величина совокупной задолженности по кредиту,
i – средний уровень процентных ставок по выданным кредитам,
s – средний срок до погашения,
Y – текущий доход.

Данный показатель демонстрирует значительно меньший разброс в широкой выборке стран, чем отношение кредита к ВВП, так как учитывает прямое влияние на текущую кредитную нагрузку различий в уровне процентных ставок и сроков кредитования. Первые – ниже, вторые – длиннее для стран с развитыми рынками, в том числе в силу длительного сохранения устойчиво низкой инфляции и наличия развитой финансовой системы, что делает нормальным поддержание в них более высокого уровня кредита к ВВП при сопоставимых уровнях КОД. При этом исследования показывают, что КОД может являться информативным индикатором рисков для финансовой стабильности, на изменение которых может указывать как уровень, так и темпы прироста КОД⁵.

Динамика КОД для российской экономики (рис. 2) в большой мере сопоставима с показателями выборки сопоставимых стран с развивающимися рынками, в том числе в эпизоде предкризисного бума в 2007–2008 гг. и коррекции после него. В 2014 г. показатель КОД для России продемонстрировал значительный рост, объясняющийся в первую очередь курсовой переоценкой кредитов в иностранной валюте на фоне ослабления рубля. В результате достигнутые им к концу года уровни и темпы изменения указывают на повышение рисков для финансовой стабильности.

Проведенный анализ показателей кредитной нагрузки позволяет заключить, что в ближайшей перспективе динамика кредитования будет сдерживаться объективными факторами как со стороны спроса, так и предложения, и замедление темпов роста кредитных агрегатов даже в условиях смягчения денежно-кредитной политики может рассматриваться как естественное явление. По прогнозу Банка России, в 2015–2016 гг. будет наблюдаться постепенное снижение долговой нагрузки и возвращение основных ее показателей к среднесрочным трендам в дальнейшем.

Рисунок 2
Динамика показателя КОД для России



⁴ Drehmann M., Juselius M. Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? // BIS Quarterly Review, September 2012. P. 21–35.

⁵ В работе Drehmann, Juselius (2012) сделан вывод о том, что на повышение рисков для финансовой стабильности указывает превышение КОД уровня 20–25%, а также его резкое повышение на 4–6 п.п. относительно долгосрочной средней.

Предложение

Сжатие совокупного спроса нашло отражение в динамике выпуска товаров и услуг по видам экономической деятельности. Основной вклад в снижение ВВП внесли такие виды деятельности, как строительство, оптовая и розничная торговля, а также обрабатывающие производства, продукция которых ориентирована в основном на обслуживание внутреннего рынка.

Промышленное производство в целом в феврале-марте 2015 г. демонстрировало умеренное снижение. Поддержку выпуску оказывали экспортно ориентированные производства (добыча полезных ископаемых, производство кокса и нефтепродуктов, металлургии, химической промышленности). В апреле темпы снижения промышленного производства ускорились (до 4,5%) главным образом из-за падения выпуска в производствах, ориентированных на внутренний инвестиционный спрос (производство машин и оборудования, электрооборудования), и низкоконкурентных производствах непродовольственных потребительских товаров (текстильная и швейная промышленность).

Развитие инвестиционных и в целом высокотехнологичных секторов экономики сдерживается рядом дополнительных ограничений, к которым в первую очередь относятся технологическая отсталость отдельных производств, высокая материал- и энергоемкость производства, введение секторальных санкций, ограничивающих доступ к отдельным зарубежным технологиям и капиталам, недостаток финансовых ресурсов (в том числе на проведение НИОКР), высокая зависимость от поставок импортных комплектующих.

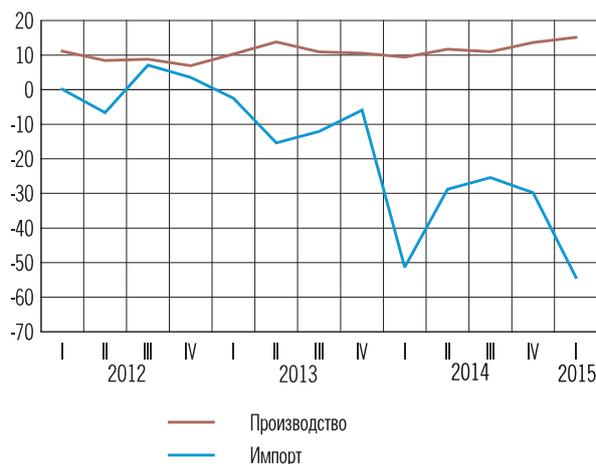
В то же время на выпуск в ряде видов экономической деятельности позитивное влияние оказало развитие процессов импортозамещения. Так, положительные темпы роста наблюдались в пищевой промышленности: увеличивался объем выпуска продовольственных товаров, в отношении которых были введены санкции (мясо и мясопродукты, сыры, корма для животных), при снижении доли импорта в товарных ресурсах розничной торговли (рис. 1.3.9, 1.3.10, 1.3.11). Импортозамещение положительно от-

Рисунок 1.3.9
Структура товарных ресурсов розничной торговли (%)



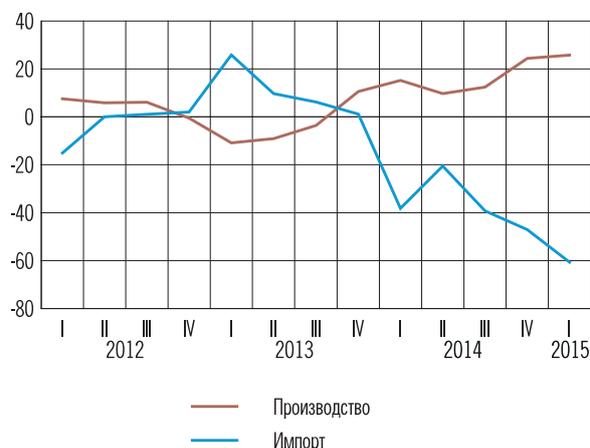
Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.10
Импорт и производство мяса и мясопродуктов (прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



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

Рисунок 1.3.11
Импорт и производство сыров (прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



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

Финансовое положение предприятий реального сектора

На формирование финансового результата деятельности организаций в I квартале 2015 г. положительное влияние оказывали развитие импортозамещения в отдельных рыночных сегментах, рост доходности экспортных операций и меры, предпринимаемые организациями для адаптации к ослаблению внутреннего спроса. Сальдо прибылей и убытков крупных и средних организаций на 88,9% превысило уровень I квартала 2014 г.; доля убыточных организаций снизилась на 2,5 процентного пункта до 34,2% (рис. 1).

Впервые после кризиса 2008–2009 гг. обрабатывающие производства стали лидером по величине сальдированной прибыли, полученной в I квартале, обогнав добычу полезных ископаемых и оптовую и розничную торговлю. По итогам I квартала 2015 г. ее объемы выросли в 12,7 раза по сравнению с сопоставимым периодом 2014 г. и составили 32,4% в величине сальдо прибылей и убытков в целом в экономике (в I квартале 2014 г. – 6,4%).

По итогам января-марта улучшение финансовых результатов деятельности отмечалось во всех основных видах обрабатывающей промышленности, особенно заметное – в металлургии, производстве нефте-

Рисунок 1
Сальдированный финансовый результат*
в I квартале 2013-2015 гг. по крупным
и средним российским организациям (млрд руб.)



* Прибыль (убыток) до налогообложения.
Источник: Росстат.

продуктов, химическом производстве, машиностроении, пищевой промышленности. Позитивное влияние на производственные и финансовые показатели в этих видах деятельности оказывали импортозамещение, создавшее условия для опережающего роста цен на конечную продукцию по сравнению с ростом затрат, а также повышение доходов от экспорта.

Вероятно, те же факторы обусловили заметное увеличение (в 2,8 раза) положительного сальдо прибылей и убытков в сельском хозяйстве. В повышении сальдированной прибыли в оптовой и розничной торговле (на 28,2%), видимо, основную роль сыграл ценовой фактор.

В добыче полезных ископаемых рост прибыли был умеренным (на 13,3%), что отражало разнонаправленное влияние ослабления рубля и снижения мировых цен на энергоносители.

разилось и на динамике производства сельскохозяйственной продукции.

Вместе с тем возможности импортозамещения сдерживаются ростом расходов на приобретение импортных ресурсов и ограниченным доступом к кредитованию. В дальнейшем развитие производства продукции сельского хозяйства и пищевой промышленности будет зависеть от возможности более полного использования потенциала замещения выпадающих объемов импорта собственной продукцией.

Рынок труда

Фактическая динамика основных показателей рынка труда соответствовала ожидани-

ям Банка России. В начале 2015 г. происходила подстройка рынка труда к охлаждению экономики. Уровень безработицы увеличился с 5,2% в январе до 5,6% в апреле (с учетом коррекции на сезонность) (рис. 1.3.12). Несмотря на то, что рост безработицы сдерживался долгосрочной тенденцией к сокращению предложения трудовых ресурсов, обусловленной демографическими факторами, фактический уровень безработицы превысил нейтральный, который в настоящее время оценивается на уровне 5,2–5,3% (рис. 1.3.13).

Альтернативные индикаторы также свидетельствовали о снижении спроса на рабочую силу. В частности, загрузка рабочей силы в промышленности в январе-марте была существенно ниже среднего уровня 2014 года. От-

Рисунок 1.3.12

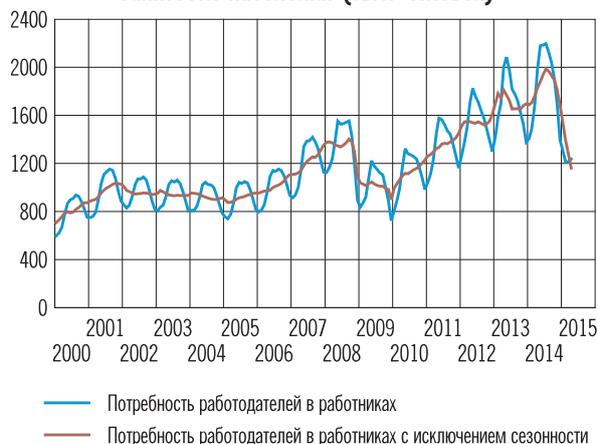
Уровень безработицы и загрузка рабочей силы



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

Рисунок 1.3.14

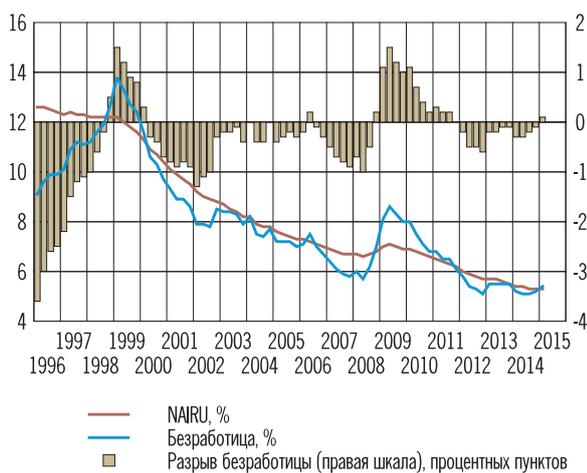
Потребность работодателей в работниках, заявленная в государственные учреждения службы занятости населения (тыс. человек)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.13

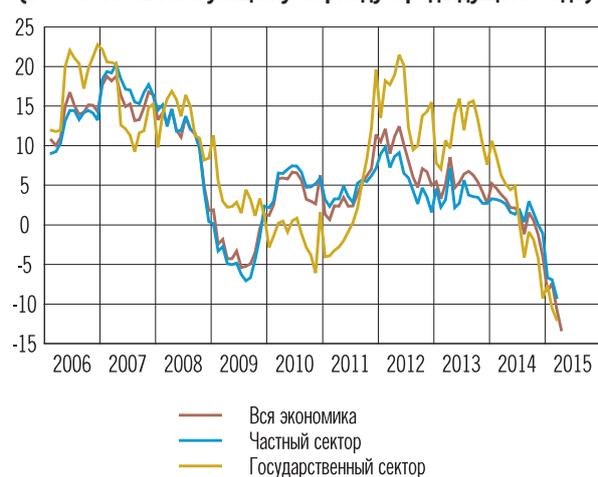
Инфляционно-нейтральный уровень безработицы (NAIRU) и разрыв безработицы



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.15

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

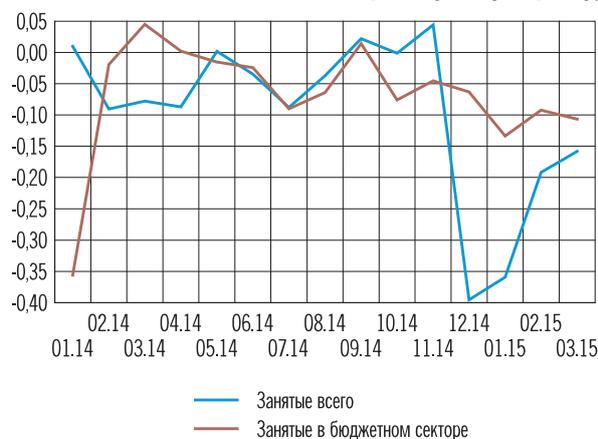
мечалось сокращение количества вакансий, заявленных работодателями в государственные учреждения службы занятости населения (рис. 1.3.14). При этом масштаб сокращения количества открытых вакансий, наблюдаемый в настоящее время, сопоставим с периодом кризиса 2008–2009 годов.

Подстройка рынка труда к новым экономическим условиям в значительной степени происходила посредством коррекции заработной платы (рис. 1.3.15). В апреле 2015 г. ее снижение в реальном выражении составило 13,2% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, что является максимальным значением за период с 2000 года. При этом падение зара-

ботной платы в государственном секторе происходит опережающими темпами, что, помимо высокой инфляции, обусловлено принятием решения об отмене индексации заработных плат в секторах, финансируемых из федерального бюджета в 2015 году. В частности, в секторе «Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное страхование», который почти полностью финансируется из бюджета, темп прироста номинальной заработной платы в марте составил 0,5% к соответствующему периоду предыдущего года. В то же время численность занятых (по данным за январь-март) наиболее быстро сокращалась

Рисунок 1.3.16

Темп прироста численности занятых по полному кругу организаций без учета внешних совместителей (с исключением сезонности, в % к предыдущему периоду)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

в частном секторе при небольшом снижении в государственном (рис. 1.3.16).

Рост просроченной задолженности по заработной плате (в апреле 2015 г. по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года она возросла на 11,5%) свидетельствует о воз-

Рисунок 1.3.17

Просроченная задолженность по заработной плате



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

можности дальнейшей корректировки компаниями затрат на рабочую силу (рис. 1.3.17).

По оценке, в 2015 г. снижение реальной заработной платы будет сопровождаться умеренным повышением уровня безработицы (до 6,5% к концу 2015 г.).

Закон Оукена на российском рынке труда

Наблюдающийся спад деловой активности делает особо актуальной оценку влияния динамики ВВП на уровень безработицы. Эмпирическая зависимость между указанными параметрами описывается законом Оукена (Окин, 1962). Две основные формы связи между безработицей и ВВП обычно представляют в следующем виде:

$$u_t - u_t^* = \beta \frac{Y_t - Y_t^*}{Y_t^*} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

$$u_t - u_{t-1} = a + b g_t + \varepsilon_t, \quad (2)$$

где u_t, u_t^* – фактический и естественный уровень безработицы (NAIRU) соответственно, Y_t, Y_t^* – фактический и потенциальный объемы производства, g_t – темп роста ВВП, ε_t – случайная ошибка.

Для определения зависимости циклической безработицы от разрыва выпуска было оценено уравнение Оукена (1) на квартальных данных за I квартал 2003 г. – IV квартал 2014 года. Ряды разрывов выпуска и безработицы являются нестационарными и коинтегрированными. Автокорреляция остатков исправлялась добавлением MA-части в оцениваемое уравнение.

$$\widehat{u_t - u_t^*} = -0.15^{**} \frac{Y_t - Y_t^*}{Y_t^*}.$$

(Здесь и далее ** над коэффициентом отражает значимость оценки на уровне 0.01).

Исходя из полученной оценки можно сделать вывод, что снижение разрыва выпуска на 1 процентный пункт увеличивает циклическую безработицу примерно на 0,15 процентного пункта.

Результаты оценки уравнения Оукена (2) на квартальных данных за II квартал 2000 г. – IV квартал 2014 г. также свидетельствуют о наличии значимой отрицательной взаимосвязи безработицы с темпами роста производства:

$$\Delta \hat{u}_t = 0.04 - 0.15^{**} g_t, \quad R^2 = 0.21, \quad DW = 1.79$$

Таким образом, краткосрочная реакция динамики безработицы на изменение темпа экономического роста на 1 процентный пункт составляет примерно 0,15 процентного пункта. Стоит отметить, что оценки коэффициента Оукена в обеих моделях совпадают. Об устойчивости полученной оценки также свидетельствует то, что с помощью аналогичных эконометрических методов в работе Гурвич, Вакуленко¹ (2015) были получены сопоставимые результаты (коэффициент Оукена, равный –0,103) для периода 1995–2013 гг.

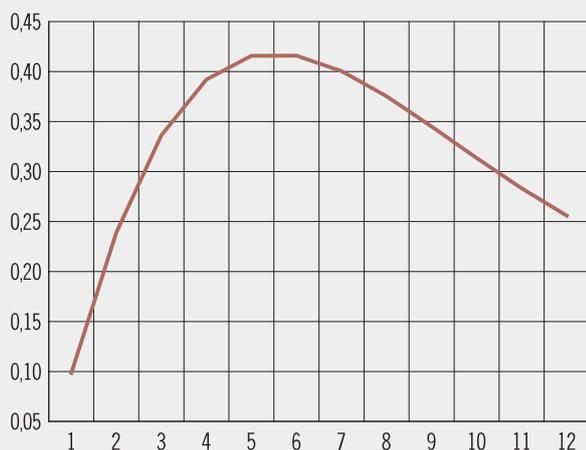
Важным является тот факт, что в полной мере закон Оукена (в формулировке (2)) проявляется именно в периоды спадов деловой активности. Эконометрический анализ модели, предполагающей асимметричную реакцию безработицы на положительные и отрицательные изменения ВВП, показал, что снижение темпа прироста ВВП на 1 процентный пункт влечет за собой рост уровня безработицы на 0,35 процентного пункта, в то время как рост экономики не оказывает значительного влияния на уровень безработицы в краткосрочном периоде.

Для того чтобы оценить долгосрочную связь между показателями и краткосрочную подстройку после отклонений от равновесия, была построена векторная модель коррекции ошибками (VECM²). Тест Йохансена позволяет сделать вывод о коинтеграции рядов безработицы и реального ВВП. Оцененное уравнение для безработицы выглядит следующим образом:

$$\Delta \hat{u}_t = -0.22^{**} (u_{t-1} + 0.06^{**} \ln Y_{t-1} - 0.58) + 0.09 \Delta u_{t-1} - 0.14^{**} \Delta \ln Y_{t-1} \quad (3)$$

Рисунок 1

Реакция уровня безработицы на экзогенный шок выпуска



Источники: расчеты Банка России.

Оценка коинтеграционного соотношения в уравнении (3) свидетельствует о том, что в долгосрочном периоде увеличение ВВП на 1% связано со снижением безработицы на 0,06 процентных пункта (рис.1). Скорость подстройки безработицы после отклонения от долгосрочного равновесия равна примерно пяти кварталам. Вместе с тем анализ на основе векторных моделей коррекции ошибками с переключением (TVECM и MTVECM³) позволил сделать вывод, что скорость подстройки к долгосрочному равновесию различается статистически незначимо в случае отрицательного и положительного отклонения от него. Более подробно исследовать динамику безработицы после экзогенного шока выпуска позволяет функция импульсного отклика⁴.

Вид функции импульсного отклика позволяет сделать вывод, что влияние однопроцентного отрица-

¹ Вакуленко Е. С., Гурвич Е. Т. (2015). Взаимосвязь ВВП, безработицы и занятости: углубленный анализ закона Оукена для России // Вопросы экономики. 2015. №3. С. 5–27.

² Vector Error Correction Model.

³ Threshold Vector Error Correction Model и Momentum Threshold Vector Error Correction Model соответственно.

⁴ Проводилась ортогонализация шоков методом Холецкого. Размер шока ВВП задавался равным –1% от ВВП IV квартала 2014 года.

тельного экзогенного шока выпуска проявляется на безработице не сразу (рис. 1). Мгновенный эффект составляет 0,1 процентного пункта, однако с течением времени влияние шока увеличивается, достигая своего максимума через полтора года. Стоит отметить, что данная зависимость показывает влияние единовременного шока выпуска и не учитывает возможные отрицательные или положительные шоки в будущем.

Сопоставление полученных результатов с оценками коэффициентов Оукена для других стран свидетельствует о том, что с точки зрения подстройки уровня безработицы к динамике ВВП российский рынок труда схож с рынками труда развивающихся стран и что закон Оукена выполняется для российской экономики. Исследование различных эконометрических моделей показало, что существует как связь между уровнем безработицы и ВВП в долгосрочном периоде, так и между их изменениями в краткосрочном периоде. Однако стоит учитывать, что рост безработицы в России ограничен долгосрочной тенденцией сокращения предложения рабочей силы, обусловленного демографическими факторами.

Инфляция и инфляционные ожидания

Фактический уровень потребительской инфляции в марте-апреле текущего года оказался ниже прогнозов Банка России. Достигнув пика в марте (16,9%), годовые темпы прироста потребительских цен начали снижаться, составив 16,4% в апреле и 15,8% в мае (рис. 1.3.18).

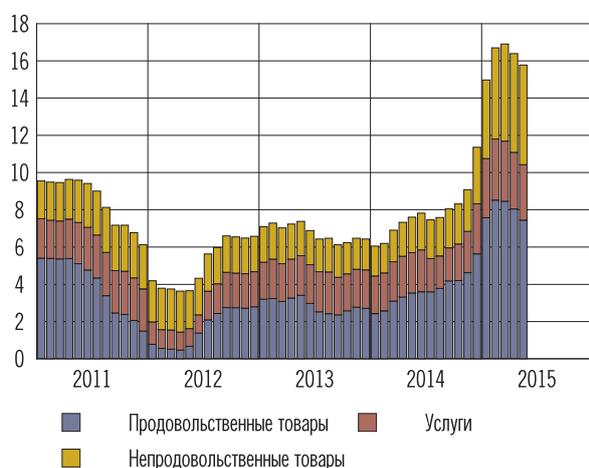
Заметное снижение инфляции в апреле-мае 2015 г. было обусловлено в первую очередь существенным укреплением рубля, начавшимся во второй половине февраля 2015 года. По оценкам Банка России, в текущем году наблюдалось усиление реакции темпов роста потребительских цен как на укрепление, так и на ослабление рубля. Более слабый, чем ожидалось, потребительский спрос формиро-

вал дополнительное понижательное давление на инфляцию.

Наиболее чувствительными к курсовым колебаниям оказались цены на продовольственные товары (рис 1.3.19) их годовой прирост в феврале достиг максимума с июля 2001 г. (23,3%), а в мае снизился до 20,2%.

Снижение темпов роста цен производителей в пищевой промышленности, а также цен производителей сельскохозяйственной продукции, наблюдаемое с марта 2015 г., стало дополнительным фактором замедления продовольственной инфляции. Понижательное давление на цены продовольствия, в частности, формировали меры по нормализации ситуации на внутреннем зерновом рынке (в первую очередь введение с 1 февраля пошлины на экспорт пшеницы, действовавшей до 14 мая), затормозив-

Рисунок 1.3.18
Вклад в инфляцию (к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.19
Динамика цен на потребительские товары и услуги (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

шие удорожание продуктов переработки зерна. Определенное стабилизирующее влияние оказали также предпринятые крупными поставщиками и ритейлерами меры по контролю за ценами на социально значимые продукты.

Среди продовольственных товаров особенно заметно в марте-мае снизился годовой темп прироста цен на плодоовощную продукцию (на 12,3 процентного пункта). В частности, в апреле-мае наблюдалось ее удешевление (на 3,9 и 5,2%, с исключением сезонности, соответственно), что может быть обусловлено жесткими ограничениями со стороны спроса. В марте-мае вклад динамики цен на плодоовощную продукцию в понижение скользящей годовой инфляции (которое составило 0,9 процентного пункта) оценивается на уровне 0,6 процентного пункта.

Анализ динамики цен на продовольственные товары, в отношении которых был введен запрет в 2014 г., показывает, что процесс адаптации производителей и торговых организаций к работе в условиях введенных ответных ограничений в целом завершился, и эмбарго уже не оказывало заметного дополнительного влияния на цены на продовольствие (в марте-мае оно не изменилось и оценивается на уровне около 4 процентных пунктов из расчета месяц к соответствующему месяцу предыдущего года).

В условиях сжатия потребительского спроса и укрепления рубля в марте текущего года началось также и снижение годового темпа прироста цен на платные услуги (до 11,6% в мае). Особенно быстрой была реакция цен на услуги зарубежного туризма. В мае их вклад в скользящую годовую инфляцию был на 0,3 процентного пункта меньше, чем в январе.

Заметную роль в сдерживании инфляции сыграл меньший размер индексации тарифов в коммунальном хозяйстве. Несмотря на ускоренное удорожание жилищных услуг, связанное главным образом с изменением порядка финансирования капитального ремонта и имеющее временный характер, повышение цен на услуги жилищно-коммунального хозяйства было небольшим относительно роста цен на остальные потребительские товары и услуги (в мае – на 9,7% в скользящем годовом выражении).

Как и в период мирового финансово-экономического кризиса (2008–2009 гг.), цены на непродовольственные товары демонстрировали более медленную реакцию на снижение спроса и курсовую динамику, чем цены на продовольственные товары и услуги. Лаговое влияние ослабления рубля конца 2014 – начала 2015 г. продолжало сказываться на непродовольственной инфляции и в марте-мае 2015 года. Годовой темп прироста цен на непродовольственные товары составил в мае 14,3% (максимум с сентября 2001 г.). Хотя помесечные сезонно сглаженные темпы их удорожания заметно снизились, интенсивность инфляционных процессов оставалась более высокой, чем в сопоставимые периоды 2014 года.

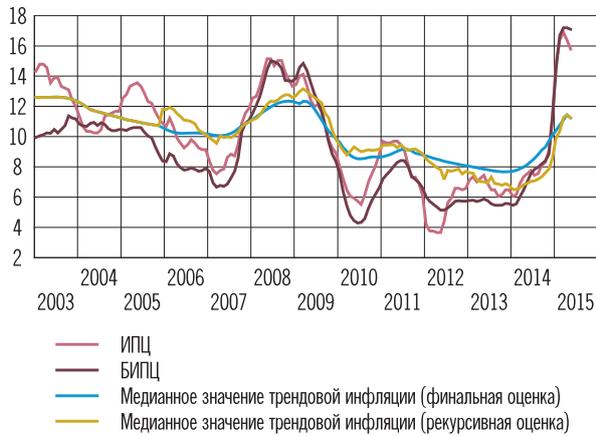
В мае 2015 г. базовая инфляция составила 17,1% по отношению к сопоставимому месяцу предыдущего года и осталась выше общей инфляции, на уровень которой заметное влияние оказывали пониженные темпы роста цен на коммунальные услуги и бензин. Тем не менее, в мае произошло снижение базовой инфляции (на 0,4 процентного пункта), после повышения с февраля 2014 года. Оно было меньшим, чем замедление инфляции в целом, которое складывается под влиянием заметного снижения скользящих годовых темпов роста цен на группы товаров, резко подорожавших в конце 2014 – начале 2015 г. (в первую очередь – плодоовощной продукции). Произшедшее в марте-мае укрепление рубля и увеличение разрыва выпуска будут оказывать все большее сдерживающее воздействие на базовую инфляцию.

На постепенное затухание проинфляционных шоков указывают различные показатели инфляции с исключением товаров и услуг, цены на которые наиболее волатильны, в том числе базовая инфляция с исключением продовольственных товаров. Они стабилизировались в апреле-мае на уровне 12–15% по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года.

Годовые темпы трендовой инфляции² остаются относительно стабильными (рис. 1.3.20). Это свидетельствует о том, что инфляционное

² Доклад о денежно-кредитной политике № 1 (март 2015 г.), с. 45, врезка «Оценка свойств показателей трендовой инфляции для России».

Рисунок 1.3.20
Динамика ИПЦ, БИПЦ и трендовой инфляции*
(к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



* Оценка Банка России.
Источник: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.21
Инфляция по федеральным округам и в целом
по России, апрель 2015 г. (к соответствующему месяцу
предыдущего года, %)



Источник: Росстат.

давление в начале 2015 г. не привело к формированию долгосрочной тенденции к ускорению темпов роста цен на широкий спектр товаров и услуг. В то же время текущий уровень трендовой инфляции по-прежнему заметно превышает значения, соответствующие среднесрочной цели по инфляции Банка России.

Исчерпание влияния шоков со стороны предложения сопровождается усилением влияния на ценовые процессы ограничений со стороны спроса, что находит отражение в динамике цен не только на потребительские товары, но и на другие активы, например недвижимость (подробнее см. раздел 1.2).

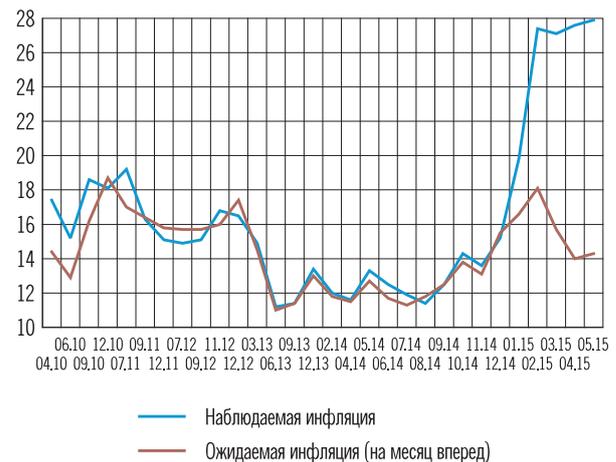
Наблюдаемое замедление роста цен, а также меры, предпринятые Банком России по ста-

Рисунок 1.3.22
Прирост цен на продовольственные товары в апреле
в федеральных округах (к соответствующему месяцу
предыдущего года, %)



Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.23
Прямые оценки инфляции:
медианные значения (%)

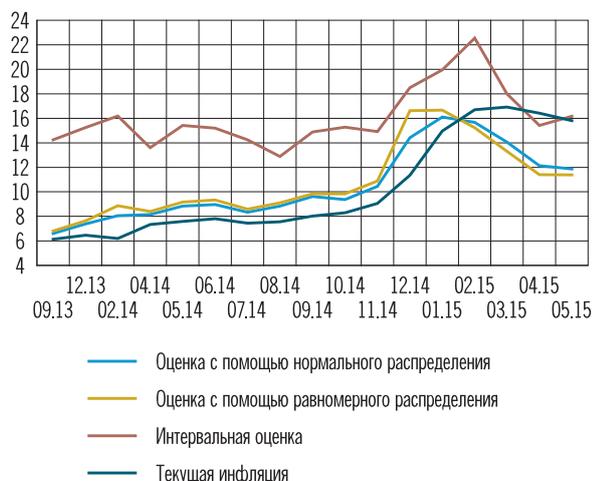


Источник: данные опроса ФОМ.

билизации ситуации на финансовом рынке и в банковской системе, позитивно повлияли на ожидания экономических агентов (таблица 1). По данным опросов ООО «инФОМ»³, в апреле-мае 2015 г. медианные оценки инфляции, ожидаемой населением через год, были ниже мартовских значений (рис. 1.3.23). Схожую динамику демонстрировали и инфляционные ожидания населения, оцененные с помощью вероятностных методов квантификации

³ Обзор «Измерение инфляционных ожиданий и потребительских настроений на основе опросов населения» размещен на сайте Банка России в разделе «Денежно-кредитная политика».

Рисунок 1.3.24
Квантифицированные инфляционные ожидания (%)



Источники: данные опроса ФОМ, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.25
Диффузный индекс цен на промышленную продукцию, ожидаемые изменения (доля предприятий с растущим за три месяца показателем, %)



Источник: данные опроса РЭБ.

Таблица 1.3.1

Инфляционные ожидания экономических агентов

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

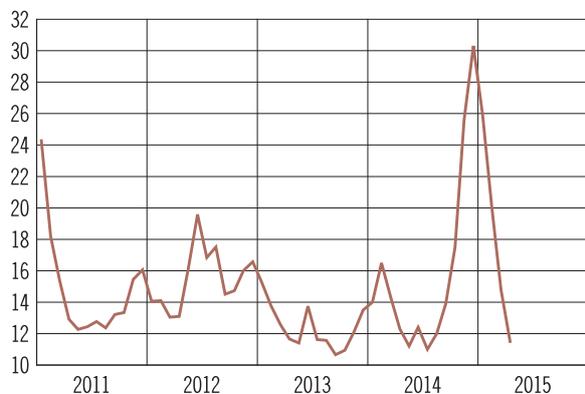
- инфляционные ожидания улучшились
- инфляционные ожидания не изменились
- инфляционные ожидания ухудшились

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

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

Рисунок 1.3.26

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



Источник: Банк России.

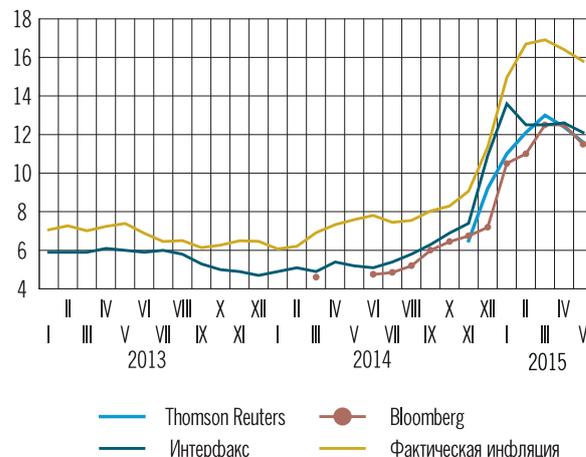
на основании ответов респондентов на «качественные» вопросы (рис. 1.3.24).

Данные опросов предприятий, проводимых РЭБ и Банком России в апреле 2015 г. в различных сегментах экономической деятельности, в целом указывали на снижение ожиданий дальнейшего повышения цен на выпускаемую и покупаемую продукцию (рис. 1.3.25, 1.3.26).

Майские консенсус-прогнозы профессиональных аналитиков относительно инфляции в декабре 2015 г. снижаются (рис. 1.3.27).

Рисунок 1.3.27

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



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Thomson Reuters.

Медианное значение ожидаемой инфляции в 2015 г., рассчитанное с учетом точности прогнозов участников опроса, проводимых компанией Bloomberg, в мае составило 12,1%.

До конца 2015 г. прогнозируется дальнейшее замедление инфляции. Дальнейшее ослабление инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики позволяет Банку России проводить смягчение денежно-кредитной политики.

Влияние снижения мировых цен на нефть на инфляцию в 2014 – январе-мае 2015 года

Снижение мировых цен на нефть оказывало разнонаправленное влияние на ценовые процессы в российской экономике. С одной стороны, нефтяные котировки на мировых рынках влияют на ценообразование на внутреннем рынке сырой нефти. С другой стороны, от изменения конъюнктуры мирового рынка энергоносителей зависит динамика курса рубля, которая, в свою очередь, влияет на широкий спектр цен на товары и услуги в экономике, включая цены производителей нефти.

Падение цены на нефть сорта «Юралс» в долларах США за 2014 г. составило 44,6%. Оно сопровождалось ослаблением рубля, и в результате цена на нефть в рублевом выражении снизилась лишь на 6,7%. По оценкам, внутренние цены на нефть реагируют на изменение мировых цен с лагом в примерно один месяц (рис. 1). В январе 2015 г. по отношению к январю 2014 г. (то есть после падения мировых цен за 2014 г.) цены производителей в добыче сырой нефти снизились на 19,5%, что сдерживало давление со стороны затрат на ценовую динамику в экономике в целом.

Следует отметить, что внутренние цены производителей, как правило, более волатильны, чем мировые цены на нефть в рублевом выражении, однако их временные отклонения от уровня мировых цен с течением времени элиминируются. Избыточная реакция внутренних цен в добыче полезных ископаемых на повышение мировой цены на нефть в рублевом выражении наблюдалась в марте-апреле 2015 года. Учитывая динамику мировых цен в марте-мае 2015 г., в ближайшие месяцы следует ожидать снижения внутренних цен производителей нефти.

Рисунок 1

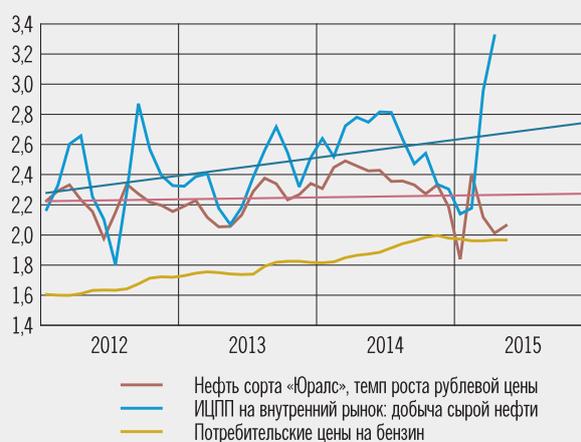
Динамика мировых (лаг = 1 месяц) и внутренних цен на нефть (декабрь 2005 = 1)



Источники: Thomson Reuters, Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 2

Динамика мировых и внутренних цен на нефть, потребительских цен на бензин (декабрь 2005 = 1)



Источники: Thomson Reuters, Росстат, расчеты Банка России.

Изменение внутренней цены производителей на нефть является определяющим фактором динамики цен производителей в нефтепереработке (рис. 2). В свою очередь, динамика цен на бензин на потребительском рынке в большей степени связана с трендом в стоимости углеводородного сырья. Возможно, это обусловлено стремлением вертикально интегрированных компаний, доминирующих в розничной продаже автомобильного бензина, обеспечить сохранение стабильной ситуации в социально значимом сегменте потребительского рынка.

В начале 2015 г. темпы роста цен на бензин сдерживали увеличение общей инфляции. В мае скользящий годовой темп прироста цен на бензин был на 10,3 процентного пункта ниже, чем на прочие непродовольственные товары, составив 4,9%. В случае, если бы удорожание бензина соответствовало повышению цен на другие непродовольственные товары, скользящая годовая инфляция была бы в мае 2015 г. оценочно на 0,5 процентного пункта выше.

Однако влияние ослабления рубля на инфляцию существенно превысило сдерживающий эффект от снижения мировой цены на нефть. Изменение курса влияет на цены большинства товаров и услуг на потребительском рынке, а при его заметных изменениях эффект переноса на инфляцию усиливается. По оценке, вклад ослабления рубля в годовую инфляцию в мае 2015 г. составил до 7,5 процентного пункта, существенно превысив прямое сдерживающее влияние от низких темпов роста цен на бензин.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

2.1. Перспективы развития экономической ситуации

В текущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике Банк России рассмотрел три сценария экономического развития России, основным различием которых являются предположения относительно динамики цен на нефть. Сценарий 1, в котором предполагается постепенный рост цен на нефть марки «Юралс» до 80 долл. США за баррель в 2018 г., и сценарий 2, в который закладывается нахождение цен на нефть на уровне около 60 долл. США за баррель в течение 2015–2018 гг., рассматриваются Банком России как равновероятные. В стрессовом сценарии предполагается снижение цены на нефть марки «Юралс» до 40 долл. США за баррель и сохранение ее на таком уровне в среднесрочном периоде. Глубина и продолжительность снижения ВВП в рассматриваемых сценариях будет во многом определяться траекторией условий торговли.

В сложившихся условиях в сценарии 1 и сценарии 2 прогнозируется снижение инфляции до целевого уровня в 2017 г. при наличии определенного потенциала для смягчения денежно-кредитной политики. В рисковом сценарии прогнозируется снижение инфляции до уровня, близкого к целевому, только к концу 2017 года.

Существенные инфляционные риски могут также создать смягчение бюджетной политики, пересмотр запланированных на 2016–2017 гг. темпов увеличения регулируемых цен и тарифов, а также закрепление инфляционных ожиданий на повышенном уровне. В случае реализации указанных рисков Банк России будет принимать меры, направленные на снижение их инфляционных последствий с учетом возможностей российской экономики.

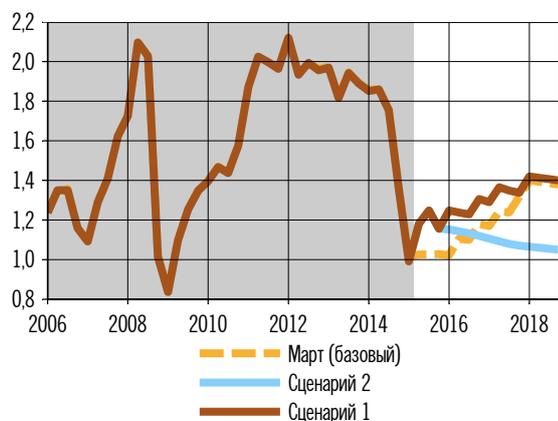
В предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике (март 2015 г.) Банком России в качестве базового был рассмотрен сценарий, в котором предполагалось постепенное восстановление цены на нефть марки «Юралс» с 50–55 долл. США за баррель в 2015 г. до 70–75 долл. США за баррель в 2017 году.

Сложившиеся с начала года уровни цен на нефть свидетельствуют о необходимости пересмотра вверх прогноза по условиям торговли в 2015 году: средняя цена на нефть марки «Юралс» в 2015 г. ожидается на уровне около 60 долл. США за баррель. В дальнейшем с учетом умеренных прогнозируемых темпов восстановления мировой экономики и возросшей гибкости в корректировке предложения на мировом рынке энергоносителей Банк России оценивает как равновероятные следующие варианты развития событий на мировых рынках энергоносителей: (1) постепенное восстановление цен на нефть до уровня около 80 долл. США за баррель к 2018 г. и (2) сохранение цен на нефть вблизи уровня 60 долл. США за баррель в 2016–2018 годах. В связи с этим Банк России рассмотрел два сценария экономического развития на основании каждой из этих предпосылок – сценарий 1 и сценарий 2 соответственно (рис. 2.1.1). Предположения о различных траекториях изменения цен на энергоносители в среднесрочной перспективе обусловят различия в динамике основных макроэкономических показателей начиная с 2016 года.

Внешние финансовые условия в обоих сценариях будут сдерживать рост российской экономики на протяжении всего рассматриваемого периода. В результате введенных в отношении России финансовых санкций доступ компаний и банков на мировые рынки капитала останется ограниченным. В условиях действия международных санкций и снижения спроса на россий-

Рисунок 2.1.1

Условия торговли



Источник: расчеты Банка России.

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

ские активы российские банки и прочие сектора будут вынуждены погашать ранее полученные займы, как это и происходило в IV квартале 2014 г. – I квартале 2015 года. По оценкам, за период со II по IV квартал 2015 г. банкам и прочим секторам предстоит осуществить платежи на сумму около 50 млрд долл. США, за 2016 г. – около 40 млрд долл. США¹.

Сдерживающее влияние внешних финансовых ограничений, по оценкам, будет в 2015 г. меньшим, чем в 2014 г., и в дальнейшем по мере диверсификации источников привлечения финансовых средств с международных рынков будет постепенно уменьшаться. При этом, как и ранее, ожидается, что все больше центральных банков будет переходить в ближайшие годы к нормализации денежно-кредитной политики, что будет способствовать росту процентных ставок на внешних рынках и, как следствие, росту стоимости заимствований для развивающихся стран. Однако значимость данного фактора для российской экономики оценивается как более низкая по сравнению с ограниченным доступом на мировые рынки капитала.

Прогноз экономического роста в странах – торговых партнерах был несколько скорректирован вниз по сравнению с оценками, сделанными в марте, прежде всего из-за ухудшения перспектив развития экономической ситуации

в странах СНГ. В то же время на прогнозном горизонте ожидается постепенное восстановление внешнего спроса, что в 2015–2018 гг. будет оказывать некоторую поддержку темпам роста российского экспорта.

Бюджетная политика, по оценкам Банка России, в двух сценариях будет носить контрциклический характер. В 2015–2016 гг. ожидается положительное влияние на совокупный спрос со стороны сектора государственного управления (в большей степени в 2015 г.) в условиях расширения дефицита бюджета (до уровня около 3,7% в 2015 г.), формирующегося как повышением расходов, так и снижением доходов бюджета (в отношении к ВВП) по сравнению с 2014 годом². Стимулирующий эффект также будет иметь инвестирование части средств Фонда национального благосостояния в реализацию инфраструктурных проектов, объемы которого с учетом установленных нормативных ограничений могут составить 2,0–2,4 трлн. руб. в 2015–2018 годах.

Ухудшение условий торговли по сравнению с 2014 г., влияние которого выражается как непосредственно в сокращении доходов экономики от внешнеторговой деятельности, так и в ухудшении настроений экономических агентов, в совокупности с необходимостью погашения внешнего долга будет ограничивать инвестиционную и потребительскую активность в 2015 году. Основной отрицательный вклад в темпы роста ВВП в 2015 г. внесет валовое накопление (за счет сокращения инвестиций в основной капитал, а так же запасов материальных оборотных средств). Как ожидается, ва-

² Расходы на 2015–2017 гг. установлены в соответствии с «Основными направлениями бюджетной политики на 2015 год и плановый период 2016–2017 годов», при этом в 2015 г. расходы федерального бюджета скорректированы с учетом принятых изменений, а на 2016–2017 гг. предполагается их снижение на 5% в реальном выражении, в соответствии с заявленной Минфином России целью (Пояснительная записка к Федеральному закону от 20.04.2015 №93-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О Федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов»). На 2018 г. предполагается продолжение равномерного снижения расходов федерального бюджета в реальном выражении и сохранение иных бюджетных расходов на уровне 2017 г. в реальном выражении. Доходы федерального бюджета – прогноз Банка России.

¹ Приведенные оценки основываются на предположении о возможности рефинансирования 60% внешней задолженности.

ловое накопление основного капитала снизится в 2015 г. на 4,9%, сокращение валового накопления с учетом запасов достигнет 22%.

Снижение инвестиционной активности в 2015 г. будет происходить на фоне сокращения предприятиями реального сектора экономики накопленной долговой нагрузки, которая существенно возросла в конце 2014 г. из-за валютной переоценки по ранее выданным кредитам. Необходимость снижения долговой нагрузки предприятий реального сектора в совокупности с негативными ожиданиями экономических агентов обусловят низкий спрос на кредитные ресурсы и, как следствие, ограниченную потребность в замещении внешних источников финансирования внутренними. Темп прироста кредитования физических и юридических лиц в 2015 г. прогнозируется в интервале 2–7%.

Погашение внешнего долга при снижении спроса на иностранные активы со стороны резидентов будет являться основным компонентом чистого оттока частного капитала в 2015 г., который, по оценке, составит около 90 млрд. долл. США.

Необходимость оптимизации расходов предприятий на оплату труда в условиях снижения экономической активности обусловит снижение заработной платы в реальном выражении. Этому также будет способствовать принятое решение об отмене индексации заработной платы в секторах, финансируемых из федерального бюджета, в 2015 году. Дополнительным фактором, сдерживающим потребительский спрос, станет охлаждение рынка потребительского кредитования, связанное с ужесточением банками в предыдущие кварталы требований к новым заемщикам в условиях роста просроченной задолженности по розничному кредитному портфелю. Снижение склонности населения к сбережениям, восстановление которой наблюдалось в последние месяцы, не ожидается на фоне повышенной неопределенности и сохранения негативных настроений потребителей. В результате, расходы домашних хозяйств на конечное потребление сократятся на 5,9% в 2015 году.

Чистый экспорт внесет существенный положительный вклад в темп роста ВВП в 2015 году. По оценкам, на фоне прогнозируемых низких

темпов роста мировой экономики темпы роста физических объемов экспорта не превысят 1% в 2015 г., в то время как импорт в реальном выражении сократится более чем на 20% в условиях снижения потребительской и инвестиционной активности.

Существенная коррекция импорта, а также сокращение на фоне снижения внешнего долга суммы уплачиваемых по нему процентов обусловят увеличение положительного сальдо текущего счета платежного баланса в 2015 г. до 93 млрд долл. США. Это обеспечит возможность погашения внешнего долга при нулевом изменении валютных резервов.

Таким образом, в представленных условиях снижение ВВП составит 3,2% в 2015 г. против 3,5–4,0%, прогнозируемых ранее. Корректировка вверх среднего уровня цен на нефть в 2015 г. стала основным фактором повышения прогноза ВВП в текущем году. При сохранении факторов структурного характера, сдерживающих рост российской экономики, таких как неблагоприятная демографическая ситуация, высокий уровень износа основных фондов, отсутствие предпосылок для роста производительности труда, снижение экономической активности в 2015 г. в том числе имеет циклический характер. По оценкам, отрицательный разрыв выпуска составит в 2015 г. 3,5–4,5%. В дальнейшем по мере поступления дополнительной статистической информации оценки разрыва выпуска на 2015 г. будут уточняться.

В сценарии 1 с учетом ожидаемого некоторого улучшения условий торговли оживление инвестиционной активности прогнозируется уже в 2016 году. При этом восстановление запасов материальных оборотных средств будет происходить опережающими темпами в связи с формированием у предприятий реального сектора ожиданий роста потребительского спроса в дальнейшем (исторически запасы являются опережающим индикатором фазы экономического цикла). Дополнительную поддержку инвестиционной активности, как ожидается, окажет динамика кредитования. Обусловленное погашением внешнего долга снижение уровня долговой нагрузки в совокупности со смягчением внутренних кредитных условий создадут предпосылки для восстановления спроса на заемные средства в 2016–2018 годах. Тем-

пы прироста кредитования, как ожидается, увеличатся до 4–9% в 2016 г. и до 10–15% и 8–13% в 2017–2018 гг. соответственно.

Потребительский спрос останется низким с учетом прогнозируемых умеренных темпов индексации заработной платы как в частном, так и в государственном секторе, и снижения общего уровня благосостояния домашних хозяйств. В положительную область годовой темп прироста расходов на конечное потребление выйдет только в 2017 году.

Положительный вклад чистого экспорта в динамику ВВП будет постепенно уменьшаться по мере восстановления темпов роста импорта на фоне повышения внутреннего спроса. При этом годовой темп прироста экспорта в 2016–2018 гг. будет составлять около 2%. С 2017 г. вклад чистого экспорта станет отрицательным.

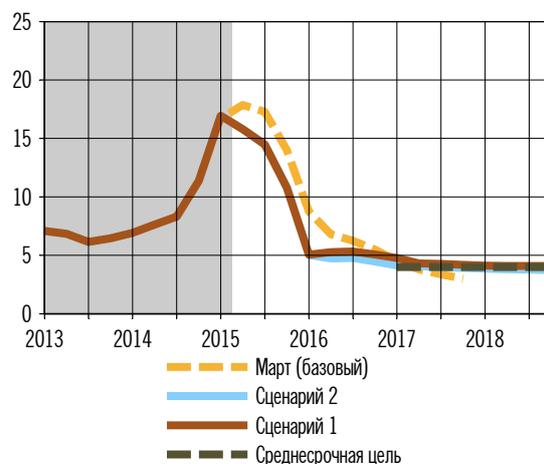
С учетом описанной динамики физических объемов экспорта и импорта, а также в условиях ожидаемого роста цен на нефть прогнозируется постепенное увеличение профицита счета текущих операций до уровня около 120 млрд долл. США в 2018 году. Одновременно ожидается снижение ежегодных объемов чистого оттока капитала, обусловленное уменьшением платежей по внешнему долгу и снижением недоверия международных инвесторов к российским активам.

Если ситуация будет развиваться в соответствии со сценарием 1, Банк России будет проводить политику, направленную на обеспечение снижения кредитными организациями задолженности по инструментам валютного рефинансирования.

В течение прогнозного периода Банк России также планирует постепенно наращивать объем валютных резервов за счет покупок иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в небольших объемах таким образом, чтобы не оказывать воздействия на процессы курсообразования. Комфортный уровень международных резервов, который позволяет стабилизировать платежный баланс в условиях продолжительной стрессовой ситуации, по оценкам Банка России, составляет около 500 млрд долл. США. Это обуславливает необходимость осуществления покупок иностранной валюты Банком России в течение продол-

Рисунок 2.1.2

Инфляция (% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

жительного периода времени, который может составить от 5 до 7 лет.

Таким образом, по оценкам, в условиях некоторого улучшения условий торговли и умеренного восстановления внешнего спроса ВВП в 2016 г. увеличится на 0,7%. В дальнейшем в условиях завершения процессов адаптации экономики к негативному воздействию внешних факторов прогнозируется повышение темпов прироста ВВП в 2017–2018 гг. до 1,7–2,4%. Это обусловит постепенное закрытие отрицательного разрыва выпуска, который, однако, к концу 2018 г. закроется не полностью.

Слабый внутренний спрос будет оказывать сдерживающее воздействие на инфляционные процессы в течение всего прогнозного периода. После прохождения пика в марте текущего года годовая инфляция продолжит снижаться. Кроме того, в течение 2015 г. будет наблюдаться исчерпание временных проинфляционных факторов. В частности, влияние ограничений на импорт на годовую инфляцию полностью реализовалось в I квартале 2015 г. и составило, по оценкам, 1,5 процентного пункта (оно выйдет из базы расчета в IV квартале 2015 г.). Начиная со II квартала 2015 г., вклад курсовой динамики в годовую инфляцию начал уменьшаться. Замедление фактической инфляции наряду со сдержанным темпом индексаций заработной платы как в частном, так и в государственном секторе (в том числе из-за отмены в 2015 г. индексаций зарплат в секторах, финансируемых из федерального бюджета) будут формировать

предпосылки для снижения инфляционных ожиданий.

По оценкам, инфляция замедлится до 10–11% к концу 2015 года. К июню 2016 г. годовая инфляция будет ниже 7% и в 2017 г. достигнет среднесрочного целевого уровня 4% (рис. 2.1.2).

Изменения на рынке труда в ответ на охлаждение экономической активности будут ограниченными. Ожидается, что к концу 2015 г. безработица вырастет до 6,5%, превысив нейтральный уровень, оцениваемый в настоящее время на уровне 5,3%. Рост циклической безработицы будет ограничен неблагоприятными демографическими тенденциями: по прогнозам Росстата, в оптимистичном сценарии численность населения трудоспособного возраста будет снижаться до 2024 года³. При этом, по оценкам Банка России, потенциал компенсации снижения численности населения в трудоспособном возрасте за счет повышения экономической активности населения практически исчерпан. Кроме того, подстройка рынка труда будет происходить и через повышение неполной занятости, которое выражается в переводах сотрудников на неполную рабочую неделю, увеличении количества и продолжительности отпусков без сохранения заработной платы. Последующее восстановление экономической активности будет сопровождаться постепенным снижением безработицы до уровня 5,6–5,8% в 2018 г., что согласуется с прогнозируемым сохранением небольшого отрицательного разрыва выпуска.

Развитие событий в сценарии 2 будет менее благоприятным. В условиях сохранения цен на нефть на сравнительно низком уровне выпуск продолжит снижаться и в 2016 г. (на 1,2%). Отрицательными останутся темпы прироста показателей внутреннего спроса (валовое накопление основного капитала снизится на 1,1%, расходы на конечное потребление – на 2,0%). При отсутствии улучшения условий торговли для возобновления экономического роста будет необходима структурная перестройка экономики. Условия для постепенных структурных

изменений будут создавать динамика реального курса рубля, снижение сдерживающего влияния внешних финансовых условий, а также смягчение денежно-кредитных условий. В результате в сценарии 2 прирост ВВП в 2018 г. прогнозируется на уровне 1,7%. Безработица в данном сценарии, как ожидается, повысится до 6,6–6,7% в 2016–2017 гг., а в 2018 г. – снизится до уровня 6,2–6,4%.

Как и в сценарии 1, ожидается, что на первых этапах восстановление экономического роста будет главным образом обусловлено ростом инвестиционной активности. Темп прироста валового накопления основного капитала составит в 2017 г. 1,3%, в 2018 г. – 3,2%. Восстановление потребительского спроса произойдет несколько позже – после того, как темпы прироста реальной заработной платы выйдут в положительную область по мере увеличения спроса организаций на рабочую силу. Расходы на конечное потребление в 2017 г. сократятся на 0,8%, а в 2018 г. прогнозируется их рост 2,9%. При сопоставимых темпах роста физических объемов экспорта и более слабом внутреннем спросе, приводящем к более медленному восстановлению импорта, положительный вклад чистого экспорта будет в 2016 г. в данном сценарии более значительным, чем в сценарии 1, однако в 2017–2018 гг. он также станет отрицательным.

При этом положительное сальдо текущего счета при реализации сценария 2 в 2016 г., несмотря на более низкие цены на нефть, сложится примерно на том же уровне, что и в сценарии 1, и составит около 100 млрд долл. США. В 2017–2018 гг., напротив, в условиях стабильных цен на нефть, предполагаемых в сценарии 2, положительное сальдо текущего счета будет существенно ниже, чем в сценарии 1.

При указанной динамике текущего счета и приблизительно сопоставимых объемах чистого оттока частного капитала в 2016–2018 гг. при развитии событий по сценарию 2 Банк России также считает возможным осуществление банковским сектором снижения задолженности по операциям рефинансирования в иностранной валюте. При этом потенциал для наращивания валютных резервов Банка России в данном сценарии оценивается как более низкий.

³ В среднем и пессимистичном вариантах прогноза снижение предполагается более продолжительным – до 2028 г. и 2031 г. соответственно.

Таблица 2.1.1

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

	2014 (факт)	2015		2016			2017			2018	
		сценарий 1/ сценарий 2	март (базовый)	сцена- рий 1	сцена- рий 2	март (базовый)	сцена- рий 1	сцена- рий 2	март (базовый)	сцена- рий 1	сцена- рий 2
Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долл. США за баррель	98	60	50-55	70	60	60-65	75	60	70-75	80	60
Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года	11,4	10,8	12,0-14,0	5,1	4,5	5,5-7,5	4,2	4,0	3,0-5,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт, % год к предыдущему году	0,6	-3,2	-(3,5-4,0)	0,7	-1,2	-(1,0-1,6)	2,4	0,0	5,5-6,3	1,7	1,7
Расходы на конечное потребление	0,9	-5,6	-(4,6-4,8)	-0,4	-2,0	-(1,0-1,4)	2,9	-0,8	4,8-5,3	2,4	2,9
– домашних хозяйств	1,3	-5,9	-(5,5-5,7)	-1,2	-2,1	-(1,5-2,0)	3,5	-1,9	6,5-7,0	2,9	3,2
Валовое накопление	-7,3	-22,0	-(35,0-38,0)	4,9	-4,1	-(3,0-4,0)	6,1	4,3	16,0-19,0	0,3	1,5
– валовое накопление основного капитала	-2	-4,9	-(10,0-12,0)	1,1	-1,1	-(0,5-1,5)	6,4	1,3	3,6-4,1	1,6	3,2
Чистый экспорт	29,8	73,3	104,0-109,0	0,9	15,4	4,0-5,5	-13,1	-2,3	-(20,0-24,0)	-2,3	-10,1
– экспорт	-0,1	0,9	-(2,2-2,5)	2,2	1,0	0,5-0,9	2,0	1,3	2,4-2,9	1,6	1,8
– импорт	-7,9	-21,7	-(34,0-36,0)	2,6	-3,5	-1,0-0	6,7	2,4	9,0-11,0	2,8	5,5
Денежная масса в национальном определении, % прирост за год	2,2	2-7	2-7	4-9	0-5	2-7	10-15	2-7	20-25	8-13	7-11
Денежная база в узком определении, % прирост за год	2,7	0-2	0-5	2-4	(-2)-2	1-5	9-11	(-1)-3	16-20	7-9	4-8
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, % прирост за год	25,9	2-7	4-9	4-9	0-5	2-7	10-15	2-7	20-25	8-13	7-11

Таблица 2.1.2

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

	2014 (факт)	2015		2016			2017			2018	
		сценарий 1/ сценарий 2	март (базовый)	сцена- рий 1	сцена- рий 2	март (базовый)	сцена- рий 1	сцена- рий 2	март (базовый)	сцена- рий 1	сцена- рий 2
Счет текущих операций	59	93	64	104	101	90	117	81	119	121	72
Торговый баланс	190	187	141	185	186	159	206	169	186	212	158
Экспорт	498	411	362	440	415	380	490	414	443	538	418
Импорт	-308	-223	-221	-255	-228	-221	-284	-244	-257	-326	-260
Баланс услуг	-55	-43	-18	-36	-40	-18	-39	-41	-16	-38	-43
Экспорт	66	52	57	58	53	58	59	55	65	63	55
Импорт	-121	-96	-75	-94	-93	-76	-98	-96	-82	-101	-98
Баланс первичных и вторичных доходов	-75	-51	-60	-45	-46	-51	-51	-47	-50	-53	-43
Счет операций с капиталом	-42	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	17	93	64	104	101	90	117	81	119	121	72
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-134	-93	-114	-78	-78	-90	-74	-68	-83	-68	-58
Сектор государственного управления и центральный банк	29	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-154	-90	-111	-75	-75	-87	-71	-65	-80	-65	-55
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост)*	108	0	50	-26	-23	0	-43	-13	-36	-53	-14

* Без учета переоценки, за счет операций, отражаемых в платежном балансе.

Долгосрочное ухудшение условий торговли в совокупности с затянувшейся инвестиционной паузой, вероятно, приведет к снижению потенциала экономики, что обусловит менее глубокий отрицательный разрыв выпуска в 2016 г., чем в сценарии 1. Однако, по оценкам, закрыться отрицательный разрыв выпуска будет так же долго, как и в сценарии 1, и к концу 2018 г. так же останется слабоотрицательным. В этих условиях с учетом необходимости снижения инфляции к среднесрочной цели потенциал для смягчения денежно-кредитной политики оценивается как более низкий по сравнению со сценарием 1.

Пересмотр вниз прогноза по инфляции в 2015–2016 гг. в совокупности с сохранением неблагоприятных перспектив экономического роста обусловил принятие Банком России решения об очередном снижении ключевой ставки на 1 процентный пункт 15 июня 2015 года. По мере ослабления инфляционных рисков и дальнейшего замедления инфляции в соответствии с прогнозом Банк России будет готов продолжить снижение ключевой ставки. Однако потенциал для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики в ближайшие месяцы ограничен инфляционными рисками, рассмотренными в разделе II.2.

2.2. Оценка рисков

Основным внешнеэкономическим риском Банк России по-прежнему считает снижение цен на нефть и их сохранение на низком уровне в 2016–2018 годах. В качестве стрессового Банк России продолжает рассматривать сценарий макроэкономического развития, в котором предполагается, что цена на нефть марки «Юралс» снизится до 40 долл. США за баррель в IV квартале 2015 г. и сохранится вблизи указанного уровня до конца 2018 года.

Значительное ухудшение условий торговли наряду с действием иных негативных факторов, описанных в сценариях 1 и 2, приведет к более сильному падению ВВП в 2015 г. – на 5,7%. При этом сохранение цен на нефть на низком уровне продолжительное время может привести к сокращению потенциала экономики. В таком случае отрицательные темпы роста ВВП могут наблюдаться и в 2016–2017 гг. при сохранении повышенного инфляционного фона. Таким образом, инфляционные риски в данном сценарии оцениваются как более высокие. В таких условиях для обеспечения снижения инфляции до уровня среднесрочной цели Банк России будет вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в сценариях 1 и 2. Однако решения по денежно-кредитной политике будут приниматься Банком России с учетом прогнозируемого спада в экономике. По прогнозам, при таком развитии событий инфляция снизится до 8–9% к концу 2016 г., а до уровня, близкого к среднесрочной цели, – только к концу 2017 года.

Существенное падение внутреннего спроса обусловит сокращение импорта, более масштабное по сравнению с экспортом, и, соответ-

ственно, увеличение сальдо текущего счета платежного баланса в 2016–2018 годах. При этом, как ожидается, чистый отток частного капитала превысит его показатели в сценариях 1 и 2 в результате появления дополнительного спроса на иностранные активы со стороны экономических агентов в условиях роста неопределенности. Кроме того, стабилизация цен на нефть на низком уровне будет оказывать влияние на долгосрочный пересмотр нерезидентами инвестиционной привлекательности российской экономики и дальнейшее сокращение иностранных инвестиций.

При реализации данного сценария Банк России считает возможным продление действия инструментов предоставления валютной ликвидности на более длительный срок и при необходимости готов осуществлять продажи иностранной валюты в целях поддержания финансовой стабильности.

В качестве основных инфляционных рисков для сценариев 1 и 2 Банк России видит также возможное сохранение высоких и устойчивых инфляционных ожиданий экономических агентов (что может произойти и в условиях снижения фактической инфляции из-за их высокой инерционности), а также возможное смягчение бюджетной политики и повышение темпов индексации тарифов естественных монополий в 2016–2017 годах. В случае реализации указанных рисков Банк России будет принимать меры, направленные на снижение их инфляционных последствий с учетом возможностей российской экономики. При этом Банк России будет вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем предполагается в сценариях 1 и 2.

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

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

Базисный пункт

Одна сотая процентного пункта.

Бивалютная корзина

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

Валовой кредит Банка России

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

Вмененная волатильность валютного курса (Implied Volatility)

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

Денежная масса

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

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

Денежный агрегат М1

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

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

Задолженность кредитных организаций по кредитам, предоставленным Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям репо, а также сделкам «валютный своп».

Индекс волатильности нефти CBOE

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

Индекс 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 дюраций выпусков облигаций.

Индексы MSCI

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

Индекс ММВБ

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

Индекс РТС

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

Индикатор фискального стресса

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

Ключевая ставка Банка России

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

Контрциклическая валюта

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Направленность денежно-кредитной политики

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

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Операция «валютный своп»

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

Сделка, состоящая из двух частей: изначально одна сторона сделки продает ценные бумаги другой стороне, получая за них денежные средства, а затем по истечении определенного срока выкупает их обратно по заранее установленной цене. Операции репо Банка России используются для предоставления кредитным организациям ликвидности в рублях и иностранной валюте в обмен на обеспечение в виде ценных бумаг.

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Потенциальный выпуск

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

Премия за риск рыночного портфеля акций

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

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Проциклическая валюта

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

Разрыв выпуска

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

Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)

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

Режим плавающего валютного курса

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

Режим таргетирования инфляции

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

Режим управляемого плавания валютного курса

В условиях режима управляемого плавания валютного курса центральный банк не препятствует формированию тенденций в динамике курса национальной валюты, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов. Фиксированные ограничения на уровень кур-

са 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.

Свободные резервы кредитных организаций

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

Спред по CDS

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

Средняя ставка по межбанковским кредитам

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

Средства на счетах расширенного правительства

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

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

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

Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета

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

Текущий дефицит ликвидности

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

«Улыбка» волатильности (Volatility Smile)

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

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

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

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

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

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

Cross-currency Basis Swap

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

FRA (Forward Rate Agreement)

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

OIS (Overnight Index Swap)

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

ПРИЛОЖЕНИЕ

Динамика основных статей платежного баланса в I квартале 2015 года

Прекратившееся в феврале вслед за стабилизацией мировых цен на нефть снижение экспорта, а также более глубокое, чем ожидалось, падение импорта в I квартале 2015 г. привели к тому, что сальдо счета текущих операций сложилось заметно выше прогноза. Вместе с тем профицит текущего счета в I квартале 2015 г. снизился по сравнению с I кварталом 2014 года. Снижение сальдо торгового баланса лишь частично компенсировалось уменьшением отрицательного вклада неторговых компонент и баланса услуг (рис. 1).

Положительное сальдо торгового баланса уменьшилось на 20%¹, несмотря на опережающее по сравнению с экспортом сокращение импорта товаров. Стоимостный объем экспорта сократился на 30% главным образом из-за снижения цен на сырьевые товары. Экспорт сырой нефти и нефтепродуктов, а также природного газа снизился на 37%, прочих товаров – на 13%, в то время как поддержку несырьевому экспорту оказывало ослабление рубля.

В то же время физический объем экспорта как сырой нефти, так и нефтепродуктов увеличился в I квартале 2015 г. по сравнению с I кварталом 2014 г. на 13 и 24% соответственно благодаря снижению экспортных пошлин (и отчасти ослаблению рубля), однако этого было недостаточно, чтобы компенсировать эффект снижения цен. При этом физический объем экспорта российского природного газа сократился на 20% (на 10,7 млрд куб. м) из-за уменьшения поставок в ЕС на 7,2 млрд куб. м и на Украину на 3,5 млрд куб. м, несмотря на некоторый рост

поставок по сравнению с IV кварталом 2014 года.

Европейская комиссия начала антидемпинговое расследование 14 мая 2015 г. в отношении импорта холоднокатаного плоского проката из России и Китая и ввела временные пошлины на импорт трансформаторной стали из России (и ряда других стран – США, Китая, Японии, Южной Кореи). До этого в конце 2014 г. антидемпинговые пошлины вводились США на горячий прокат и в январе 2015 г. – Евросоюзом на импорт стальных труб. По данным за I квартал 2015 г., значимого эффекта на объем экспорта стали это пока не оказало. Потенциальное влияние на совокупный объем экспорта также крайне невелико – доля потенциально попадающей под пошлины и антидемпинговые меры продукции составляет менее 3% от общего объема экспорта.

Сокращение импорта товаров на 36% было связано со снижением уровня потребительской активности (подробнее см. раздел 1.3). Понижающее давление на импорт также оказали значительное ослабление рубля и ограничения на ввоз отдельных видов продукции в Россию.

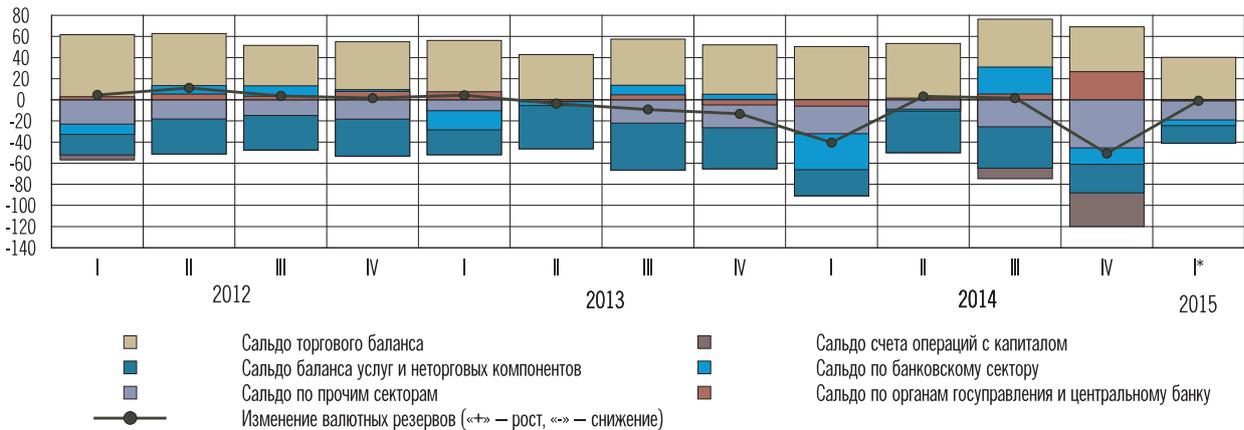
Уменьшение дефицита баланса неторговых компонент произошло главным образом за счет сокращения инвестиционных доходов к выплате. Снижение общего объема обязательств перед нерезидентами по мере погашения долга способствовало снижению объема процентных платежей. Кроме того, значительная часть этих платежей номинирована в рублях, поэтому их эквивалент в долларах США сокращался по мере ослабления рубля.

В свою очередь, сальдо финансового счета сложилось на близком к прогнозируемому уровне, несмотря на весьма волатильную и неоднородную динамику его отдельных компонентов. Чистый вывоз капитала частным сектором в I квартале 2015 г. снизился до 32,6 млрд долл. США, то есть в 1,5 раза по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. (47,7 млрд долл. США)

¹ Здесь и далее в разделе Платежный баланс приведено изменение показателей относительно соответствующего периода предыдущего года.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса (млрд долл. США)



* Оценка.

Примечание: статьи «Сальдо по банковскому сектору» и «Изменение валютных резервов» скорректированы на сумму операций «валютный своп» Банка России с банками-резидентами, операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в банке России; статья «Сальдо по прочим секторам» включает статью «Чистые ошибки и пропуски». В знаках РТБ 5.

Источник: Банк России.

и в 2,4 раза по сравнению с рекордным оттоком в предыдущем квартале (77,4 млрд долл. США). В отличие от предыдущих лет, когда вывоз капитала частным сектором формировался главным образом за счет роста активов, в I квартале 2015 г. он практически полностью сложился как результат снижения внешних обязательств.

Сокращение иностранных обязательств частного сектора на 29,8 млрд долл. США было связано с погашением внешнего долга компаний и банков в условиях сужения возможностей для рефинансирования долга из-за финансовых санкций ЕС и США. В I квартале 2015 г. внешний долг частного сектора уменьшился на 36,0 млрд долл. США, до 509,0 млрд долл. США (рис. 2). Банки сокращали иностранные активы и обязательства быстрее, чем предполагали прогнозы, основанные на графике погашения внешнего долга, тогда как прочие сектора — медленнее. Несмотря на действие негативных внешних факторов, по отдельным компонентам обязательств прочих секторов в I квартале 2015 г. зафиксирован приток капитала. Так, компании смогли обеспечить чистое привлечение прямых инвестиций более чем на 3 млрд долл. США.

Погашение внешнего долга банков обеспечивалось как за счет средств от продажи иностранных активов, которые уменьшились на 9,7 млрд долл. США, так и благодаря ликвидности, предоставленной Банком России на возвратной основе в размере 6,5 млрд долл. США. Прочие секторы в отличие от банков на-

Рисунок 2

Внешний долг Российской Федерации (млрд долл. США)



* На 1.04.2015 — оценка.

Источник: Банк России.

растили иностранные активы на 6,8 млрд долл. США главным образом за счет прямых инвестиций.

Вместе с тем по сравнению с предыдущим кварталом объем выплат по внешнему долгу уменьшился, спрос на иностранную валюту со стороны населения снизился. Иностранные активы прочих секторов в наличной иностранной валюте в I квартале 2015 г. сократились на 4,3 млрд долл. США, тогда как в предыдущем квартале они увеличились на 15,0 млрд долл. США. Все это способствовало сокращению оттока капитала. Чистый вывоз капитала частным сектором с поправкой на объем предоставления ликвидности в иностранной валюте

кредитным организациям на возвратной основе и другие операции Банка России² сократился с 60,8 млрд долл. США в I квартале 2014 г. до 23,4 млрд долл. США в I квартале 2015 года. Банк России ожидает, что и в ближайшие кварталы объем оттока капитала не будет превышать уровни соответствующих периодов 2014 года.

Прогноз на 2015–2018 годы

Банк России рассматривает три сценария макроэкономического развития (сценарии 1 и 2, а также и рисковый), различающиеся предположениями о динамике цен на нефть и других макроэкономических показателей. В рамках первого и второго сценариев в 2015 г. предполагается сохранение цены на нефть на уровне 60 долл. США за баррель в 2015 году. Затем в сценарии 1 цена на нефть плавно растет к уровню в 80 долл. США за баррель в 2018 г., а сценарий 2 предполагает, что цена на нефть в течение всего рассматриваемого периода будет колебаться вокруг уровня 60 долл. США за баррель.

Значительное снижение цены на нефть в 2015 г. по сравнению с 2014 г. окажет сильное понижательное давление на экспорт, при этом влияние динамики курса рубля будет недостаточным, чтобы компенсировать его. Это приведет к падению экспорта в долларовом выражении почти на 20%. В то же время объем импорта будет сокращаться более высокими темпами под влиянием замедления экономического роста и реализовавшегося ослабления рубля, а также в условиях действия международных финансовых и торговых санкций. В результате профицит торгового баланса останется примерно на уровне прошлого года, однако сальдо текущего счета в целом вырастет с 60 до 93 млрд долл. США за счет улучшения баланса услуг и баланса неторговых компонентов, прежде всего сокращения инвестиционных доходов к погашению.

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

В 2016–2018 гг. в рамках сценария 1 повышение цен на нефть и восстановление роста ВВП стран – торговых партнеров будут способствовать увеличению объема экспорта. Импорт будет расти сопоставимыми темпами по мере восстановления внутреннего спроса. Погашение внешнего долга приведет к сокращению платежей по обслуживанию задолженности, в результате чего дефицит баланса неторговых компонентов не будет сильно расти после снижения в 2015–2016 годах. Таким образом, профицит текущего счета будет увеличиваться и после 2015 г., до уровней выше 100 млрд долл. США в 2017–2018 годах. По сравнению с опубликованным базовым сценарием прогноза выросли оценки профицита счета текущих операций в 2015 г., прежде всего в результате пересмотра прогноза цены на нефть на 2015 год.

В рамках сценария 2 в условиях стабильных цен на нефть объем экспорта в 2016–2018 гг. увеличиваться практически не будет, импорт же с 2017 г. начнет расти по мере восстановления внутреннего спроса. В результате после 2016 г. профицит счета текущих операций будет сокращаться, однако все равно останется на высоком уровне – порядка 80 млрд долл. США в 2017 г. и 70 млрд долл. США в 2018 году.

На протяжении всего прогнозного периода Банк России ожидает сохранения довольно значительных по историческим меркам объемов оттока частного капитала, однако в структуре его произойдут заметные изменения. В первой части прогнозного периода основным фактором оттока капитала станет сокращение обязательств перед нерезидентами по мере погашения внешней задолженности в условиях ограниченного доступа на глобальные финансовые рынки. По сравнению с предыдущим прогнозом в рамках обоих сценариев ожидаемый объем оттока капитала в 2015–2016 гг. скорректирован вниз за счет уменьшения прогноза чистого сокращения внешних обязательств и спроса на иностранные активы исходя из мотива предосторожности. В дальнейшем на первый план среди факторов оттока капитала вновь выйдет накопление иностранных активов. В условиях более благоприятной экономической конъюнктуры в 2017–2018 гг. в сценарии 1 объем накопления иностранных активов

в эти годы будет несколько выше, чем в сценарии 2.

Затрудненный доступ к внешним источникам кредитования в рамках обоих сценариев приведет к тому, что в отличие от прошлых лет компании не смогут рефинансировать значительную долю внешней задолженности, подлежащей погашению в 2015–2018 годах. По оценкам, объем платежей частного сектора по внешнему долгу в 2015 г. составит порядка 120 млрд долл. США, с учетом задолженности до востребования – более 150 млрд долл. США. Банк России ожидает, что часть долга может быть успешно рефинансирована на внешних рынках, еще часть придется на обязательства резидентов перед нерезидентами, входящими в одни группы компаний (внутригрупповые кредиты и займы). По оценкам Банка России, непосредственно погашено будет порядка 60% этой суммы. По сравнению с предыдущим прогнозом оценка объема оттока капитала в виде погашения внешних обязательств в 2015 г. несколько понижена – текущие данные показывают, что по отдельным статьям российские компании демонстрируют даже прирост обязательств. Сокращение внешних обязательств по мере «вынужденного» погашения задолженности будет основным фактором оттока капитала и в последующие годы. Данный эффект будет максимальным в 2015–2016 гг., и начнет ослабевать впоследствии, по мере того как компании будут находить не попадающие под санкции источники внешнего финансирования (например, на азиатских рынках). Кроме того, снижение общего уровня долга будет способствовать сокращению объема ежегодных погашений обязательств.

В 2017–2018 гг. на первый план среди факторов оттока капитала вновь выйдет накопление иностранных активов по мере нормализации ситуации в экономике. Спрос на иностранные активы имеет двоякую природу. С одной стороны, в нормальных экономических условиях он колеблется примерно в соответствии с динамикой доходов резидентов – в силу мотива диверсификации часть доходов вкладывается в иностранные активы. С другой стороны, в периоды нестабильности резиденты (в первую очередь население) даже в условиях падения доходов увеличивают вложения в иностранные активы, поскольку эти активы воспринимаются как

более надежные. В условиях повышенной волатильности на валютном рынке спрос на иностранные активы сильно вырос во второй половине 2014 года. В результате стабилизации ситуации на финансовом рынке и по мере возобновления во второй половине 2015 г. экономического роста действие данного канала спроса на иностранные активы ослабнет. Благодаря быстрой нормализации ситуации на валютном рынке в феврале-мае 2015 г. по сравнению с предыдущим прогнозом в рамках обоих сценариев несколько снижена оценка спроса на иностранные активы в 2015 году. В свою очередь, в силу того что темпы восстановления экономики (и доходов экономических агентов) будут сравнительно невысоки, рост спроса на иностранные активы также будет медленным, сопоставимого с 2014 г. уровня он достигнет в рамках обоих сценариев лишь к 2017–2018 годам.

Более высокие цены на нефть и темпы экономического роста в России в 2017–2018 гг. в рамках сценария 1 обусловят более высокие объемы накопления иностранных активов в этот период по сравнению со сценарием 2. В результате чистый отток капитала в рамках обоих сценариев составит порядка 90 млрд долл. США в 2015 г. и будет плавно снижаться в дальнейшем, поскольку сокращение оттока в форме погашения обязательств будет более быстрым, чем рост оттока капитала в форме накопления иностранных активов. В рамках сценария 1 в силу несколько более высокого спроса на иностранные активы в 2017–2018 гг., снижение оттока капитала будет более медленным. В 2018 г. объем оттока капитала в рамках сценария 1 составит 60–70 млрд долл. США, в рамках сценария 2 – 50–60 млрд долл. США.

При таких уровнях оттока капитала размер сальдо текущего счета платежного баланса в 2015 г. обеспечит возможность погашения внешней задолженности и осуществление других платежей нерезидентам без существенного увеличения объема средств Банка России, предоставляемых на возвратной основе (с учетом уже предоставленного объема). Дальнейшее увеличение профицита текущего счета в 2016–2018 гг. позволит Банку России в 2016 г. приступить к сокращению объема предоставления иностранной валюты кредитным организациям по операциям валютного репо,

а также постепенно наращивать объем валютных резервов за счет покупок иностранной валюты на открытом рынке. В рамках сценариев 1 и 2 соотношение текущего и финансового счетов позволит в долгосрочной перспективе (в течение 5–7 лет) нарастить объем международных резервов до комфортного уровня в 500 млрд долл. США.

Риски для прогноза

В рамках стрессового сценария, предполагающего снижение цены на нефть до 40 долл. США к концу 2015 г. и сохранение ее на уровне около 40 долл. США за баррель до конца 2018 г., ожидается более глубокое и продолжительное, чем в базовом сценарии, падение ВВП. Вероятно также существенное снижение реального эффективного курса рубля по сравнению со сценариями 1 и 2. Под влиянием этих факторов сокращение импорта будет более значительным, чем снижение экспорта, даже несмотря на падение цен на нефть. В результате сальдо счета текущих операций будет выше, чем в сценариях 1 и 2. Сальдо текущего счета превысит 100 млрд долл. США уже в 2015 г. и будет расти в последующие годы.

Снижение цены на нефть в 2015 г. до 40 долл. США за баррель будет сопряжено с повышением неопределенности относительно перспектив развития ситуации в экономике, что приведет к росту оттока капитала в 2015 г. (и в меньшей степени в последующие годы) в виде вложений в иностранные активы. Кроме того, стабилизация цен на нефть на низком уровне будет способствовать долгосрочному пересмотру нерезидентами инвестиционной привлекательности российской экономики и дальнейшему сокращению иностранных инвестиций.

В результате отток капитала в 2015 г. оценивается на уровне порядка 110 млрд долл. США, в 2016–2018 гг. он несколько сократится (по мере стабилизации ситуации на валютном рынке и адаптации экономики к новым внешним условиям), однако на всем прогнозном горизонте будет выше, чем в рамках сценариев 1 и 2. При реализации данного сценария Банк России считает возможным продление действия инструментов предоставления валютной ликвидности на более длительный срок и при необходимости готов осуществлять продажи иностранной валюты для поддержания финансовой стабильности.

Изменения в системе инструментов и иные меры Банка России

Таблица 1

Изменения в системе инструментов и иные меры Банка России

Изменение коэффициента усреднения обязательных резервов	Банк России принял решение повысить с 10 сентября 2015 г. коэффициент усреднения, используемый банками для расчета усредненной величины обязательных резервов, с 0,7 до 0,8. Для небанковских кредитных организаций, осуществляющих депозитно-кредитные операции, с указанной даты коэффициент будет повышен с 0,7 до 1,0. Коэффициент усреднения для расчетных небанковских кредитных организаций, небанковских кредитных организаций, имеющих право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций, сохраняется равным 1,0. Данная мера направлена на повышение действенности механизма усреднения обязательных резервов и расширение возможностей кредитных организаций по управлению собственной ликвидностью. Указанное решение приведет к перераспределению средств между счетами кредитных организаций по учету обязательных резервов и их корреспондентскими счетами в Банке России и не окажет существенного влияния на потребность кредитных организаций в операциях рефинансирования Банка России.
Расширение Ломбардного списка Банка России	В целях повышения потенциального объема рыночного обеспечения у кредитных организаций Банк России в марте-мае 2015 г. три раза (с 18 марта, с 15 апреля и с 7 мая) принимал решение о включении в Ломбардный список Банка России новых выпусков ценных бумаг. Всего в Ломбардный список Банка России было включено 40 выпусков облигаций на общую сумму 250,4 млрд рублей. В марте-мае 2015 г. Банк России также снижал дисконты и повышал поправочные коэффициенты для корректировки стоимости активов, принимаемых в обеспечение.
Расширение обеспечения по специализированным инструментам рефинансирования Банка России	В мае 2015 г. Банк России начал принимать в обеспечение по кредитам, предоставляемым АО «МСП Банк» в рамках специализированной программы рефинансирования, права требования по кредитам, предоставленным микрофинансовым организациям, имеющим целевой характер, связанный с кредитованием субъектов малого и среднего предпринимательства.
Повышение минимальных процентных ставок на аукционах по предоставлению иностранной валюты	Учитывая изменение конъюнктуры валютного рынка, Банк России в марте-апреле 2015 г. три раза (с 30 марта, с 13 апреля, с 21 апреля) повышал минимальные процентные ставки на аукционах по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе. В результате с 21 апреля 2015 г. процентные ставки по данным операциям установлены на уровне: <ul style="list-style-type: none"> – минимальные процентные ставки на аукционах репо в иностранной валюте установлены равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах и на сопоставимые сроки, увеличенным на 2,00 процентного пункта на срок 1 неделя и 28 дней (до 30 марта 2015 г. – на 0,5 процентного пункта) и на 2,50 процентного пункта на срок 12 месяцев (до 30 марта 2015 г. – на 0,5 процентного пункта); – минимальные процентные ставки на аукционах по предоставлению кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте, установлены равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах и на сопоставимые сроки, увеличенным на 2,25 процентного пункта на срок 28 дней (до 30 марта 2015 г. – на 0,75 процентного пункта) и на 2,75 процентного пункта на срок 365 дней (до 30 марта – на 0,75 процентного пункта).
Приостановка проведения аукционов репо в иностранной валюте на срок 364 дня	В условиях уменьшения потребности кредитных организаций в иностранной валюте Банк России принял решение с 1 июня 2015 г. приостановить проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 364 дня.
Проведение Банком России операций на внутреннем валютном рынке в целях пополнения международных резервов	Банк России принял решение о проведении с 13 мая 2015 г. регулярных операций по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке с целью пополнения международных резервов. Указанные операции будут проводиться ежедневно в объеме 100–200 млн долл. США. Для минимизации влияния на динамику валютного курса покупки будут осуществляться равномерно в течение торгового дня. При этом в случае существенных изменений ситуации на валютном рынке объем операций может быть скорректирован.
Изменение режима применения антикризисных мер, направленных на поддержание устойчивости российского финансового сектора ¹	Банк России принял решение продлить до 1 октября 2015 г. применение следующих мер в сфере банковского регулирования: <ul style="list-style-type: none"> – возможность для кредитных организаций не ухудшать оценку качества обслуживания долга вне зависимости от оценки финансового положения заемщика по ссудам (в случае изменения валюты, в которой номинирована ссуда, изменения срока погашения ссуды (основного долга и (или) процентов), размера процентной ставки, если изменение финансового положения обусловлено действием санкций); – временное право использовать при расчете пруденциальных требований по операциям в иностранной валюте фиксированные курсы пяти иностранных валют по отношению к рублю; при этом с 1 июля 2015 г. будут действовать следующие значения данных курсов: курс доллара США – 45 руб., курс евро – 52 руб., курс фунта стерлингов Соединенного Королевства – 70 руб., курс швейцарского франка – 47 руб., курс 100 японских иен – 38 рублей. Временный мораторий на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг кредитных организаций и некредитных финансовых организаций предполагается отменить с 1 июля 2015 года.

¹ См. пресс-релизы Банка России от 17.12.2014 «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора» http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17.12.2014_171_432dcp2014-12-17T17_02_49.htm и от 15.05.2015 «Об антикризисных мерах в сфере банковского регулирования» http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=15.05.2015_104_527if2015-05-15T10_43_19.htm.

Статистическое приложение

Таблица 1

Процентные ставки по операциям Банка России (% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	С	С	С	С	С	
				16.12.14	2.02.15	16.03.15	5.05.15	16.06.15	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Кредиты «овернайт»; сделки «валютный своп» (рублевая часть); ломбардные кредиты; репо	1 день	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	
			1 день	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	
		Кредиты, обеспеченные золотом	от 2 до 549 дней ^{1,2}	18,50	16,50	15,50	14,00	13,00	
			1 день	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	от 2 до 549 дней ^{1,2}	18,75	16,75	15,75	14,25	13,25	
			1 день	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	от 1 до 3 недель, 3 месяца ³ , 18 месяцев ^{3,4}	17,25	15,25	14,25	12,75	11,75	
			Ломбардные кредитные аукционы	36 месяцев ³	17,25	15,25	14,25	12,75	11,75
			Аукционы репо	от 1 до 6 дней ⁵ , 1 неделя	17,00	15,00	14,00	12,50	11,50
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней ⁵ , 1 неделя ⁶	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	(ключевая ставка)	
	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Депозитные операции	1 день, до востребования	16,00	14,00	13,00	11,50	10,50	
Справочно									
Ставка рефинансирования				8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	

¹ С 30.06.14 по 15.12.14 кредиты на срок до 90 дней предоставлялись по фиксированной процентной ставке, на срок от 91 до 549 дней – по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России. С 16.12.14 кредиты на срок от 2 до 549 дней предоставляются по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

² До 30.06.14 кредиты предоставлялись на срок от 2 до 365 дней.

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

⁴ До 16.10.14 кредиты предоставлялись на срок 12 месяцев.

⁵ Операции «тонкой настройки».

⁶ В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012_015_154_523if2015-01-19T15_41_11.htm.

Источник: Банк России.

Таблица 2

Операции по предоставлению и изъятию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.				
					1.01.15	1.04.15	1.05.15	1.06.15	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овер-найт»	1 день	ежедневно	0,0	1,2	0,2	0,6	
		Сделки «валютный своп» по покупке долл. США и евро за рубли			121,6	16,6	11,5	0,0	
		Ломбардные кредиты			3,7	11,6	13,7	14,0	
		Репо			96,2	107,0	58,7	43,3	
		Кредиты, обеспеченные золотом			1 день от 2 до 549 дней	1,2	0,6	0,6	0,5
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами			1 день от 2 до 549 дней	2055,9	598,0	654,3	361,0
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	от 1 до 3 недель	нерегулярно	2370,9	2892,0	2612,1	2643,2	
			3 месяца	ежемесячно					
			18 месяцев ¹	нерегулярно					
		Ломбардные кредитные аукционы	36 месяцев	нерегулярно	-	-	-	-	
		Аукционы репо	от 1 до 6 дней ²	нерегулярно	2727,6	1910,8	2133,0	1782,7	
			1 неделя	еженедельно					
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней ² 1 неделя ³	нерегулярно еженедельно	0,0	0,0	0,0	0,0	
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	ежедневно	804,6	292,2	313,9	246,8	

¹ До 16.10.14 кредиты предоставлялись на срок 12 месяцев.

² Операции «тонкой настройки».

³ В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012_015_154_523if2015-01-19T15_41_11.htm.

Источник: Банк России.

Таблица 3

Нормативы обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 4

Коэффициент усреднения обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 5

Операции по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR ¹ , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» ² , % годовых				Требования Банка России, млн долл. США			
			На начало 2015 г.	С 30.03.15	С 13.04.15	С 21.04.15	На 1.01.15	На 1.04.15	На 1.05.15	На 1.06.15
Аукционы репо	1 неделя	еженедельно	0,50	1,00	1,50	2,00	209,7	1565,6	88,8	10,2
	28 дней						15075,1	9298,2	9916,6	7614,5
	12 месяцев						4960,0	18231,0	24886,6	25995,1
Кредитные аукционы	28 дней	ежемесячно	0,75	1,25	1,75	2,25	-	-	451,0	-
	365 дней						-	2766,8	2766,8	2766,8
Сделки «валютный своп» по продаже долл. США за рубли	1 день	ежедневно	1,50	1,50	1,50	1,50	1600,0	0,0	23,4	0,0

¹ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

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

Источник: Банк России.

Таблица 6

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

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

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары ¹	Прирост цен на плодоо- вошную про- дукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2013								
Январь	7,1	5,7	8,6	7,8	16,1	5,1	4,9	7,8
Февраль	7,3	5,7	8,7	7,8	16,8	5,3	5,0	8,2
Март	7,0	5,6	8,3	7,7	13,8	5,2	4,9	7,9
Апрель	7,2	5,7	8,8	7,7	18,3	5,1	4,9	8,1
Май	7,4	5,9	9,2	8,0	19,1	5,0	4,8	8,3
Июнь	6,9	5,8	8,0	7,9	8,2	4,9	4,9	8,1
Июль	6,5	5,6	6,8	7,4	1,3	4,8	4,6	8,4
Август	6,5	5,5	6,5	7,2	0,8	4,9	4,6	8,7
Сентябрь	6,1	5,5	6,3	7,2	-1,4	4,7	4,4	7,8
Октябрь	6,3	5,5	6,9	7,2	4,4	4,5	4,3	7,7
Ноябрь	6,5	5,6	7,5	7,3	8,9	4,5	4,4	7,9
Декабрь	6,5	5,6	7,3	7,1	9,3	4,5	4,4	8,0
2014								
Январь	6,1	5,5	6,5	6,4	7,7	4,3	4,3	7,8
Февраль	6,2	5,6	6,9	6,5	10,1	4,3	4,3	7,9
Март	6,9	6,0	8,4	7,5	15,9	4,6	4,5	8,2
Апрель	7,3	6,5	9,0	8,3	14,4	4,9	4,7	8,5
Май	7,6	7,0	9,5	9,5	10,1	5,1	4,9	8,4
Июнь	7,8	7,5	9,8	10,5	3,9	5,3	5,0	8,7
Июль	7,5	7,8	9,8	11,2	-1,5	5,6	5,2	7,0
Август	7,6	8,0	10,3	11,5	-0,8	5,5	5,3	6,7
Сентябрь	8,0	8,2	11,4	12,0	6,1	5,5	5,3	6,9
Октябрь	8,3	8,4	11,5	12,1	5,3	5,7	5,4	7,6
Ноябрь	9,1	8,9	12,6	12,8	11,1	5,9	5,6	8,7
Декабрь	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
2015								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,2	11,6

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

	Промыш- ленное про- изводство ¹	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузообо- рот транс- порта	Оборот роз- ничной тор- говли	Инвестиции в основной капитал	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД ²	ВВП ³
2013									
Январь	-1,1	1,4	3,1	-1,1	0,4	-1,7	0,4	-0,1	
Февраль	-1,0	-0,1	-1,5	0,1	-0,1	-1,2	0,5	-0,3	
Март	1,0	0,0	1,0	-0,3	0,6	0,5	0,3	0,7	0,2
Апрель	0,3	0,5	-1,9	1,1	0,5	-1,6	0,6	0,0	
Май	-0,3	0,3	2,6	-0,9	0,2	-0,7	0,2	-0,3	
Июнь	1,4	-0,2	-2,9	-0,9	0,6	0,0	0,3	0,8	0,7
Июль	-0,3	0,7	2,3	1,0	0,2	-0,5	0,3	-0,5	
Август	0,4	-0,2	-2,0	1,2	0,1	-0,7	0,1	0,0	
Сентябрь	-0,5	1,2	1,3	1,5	0,1	-0,4	-0,1	-0,6	0,3
Октябрь	0,2	1,1	-2,7	1,4	0,2	-0,5	0,1	1,1	
Ноябрь	1,9	-0,4	2,3	-3,1	0,5	2,7	0,0	0,3	
Декабрь	-2,1	-1,6	-2,0	2,1	-0,5	-3,3	-0,2	-1,3	0,7
2014									
Январь	0,4	1,3	-2,0	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	
Февраль	1,2	-0,2	0,9	-1,9	1,1	0,7	2,4	1,3	
Март	-0,2	-0,2	0,3	-1,0	0,5	-0,7	0,0	-0,4	-0,9
Апрель	1,6	0,7	-0,8	0,3	0,1	0,4	-0,2	0,7	
Май	-0,6	-0,2	-1,0	1,1	0,1	-0,2	-0,1	0,1	
Июнь	-0,7	0,3	0,6	0,3	-0,1	-0,3	-0,1	-0,8	0,7
Июль	0,5	0,9	-0,7	-1,5	0,3	-0,1	0,0	0,4	
Август	-0,8	-0,4	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,0	-0,6	
Сентябрь	1,4	22,3	-1,4	0,9	0,0	-1,0	0,1	0,5	0,4
Октябрь	0,1	-19,7	0,8	-0,1	0,0	0,5	-0,1	-0,8	
Ноябрь	-1,3	2,1	-1,0	-0,2	-0,1	-2,0	0,0	-0,3	
Декабрь	1,8	0,6	-0,2	-0,7	0,7	0,9	0,2	0,0	0,3
2015									
Январь	-2,0	-0,8	-0,3	-0,7	-8,4	-0,6	-8,3	-1,5	
Февраль	-0,8	0,5	-0,4	0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,1	
Март	0,4	0,5	-1,4	0,9	-0,3	-0,2	-0,1	-0,4	-3,1
Апрель	-1,6	-0,3	0,2	-1,6	-0,4	-0,7	0,0	-1,4	

¹ Оценка Росстата.

² Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.

³ Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 11

Ставки денежно-кредитной политики различных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 мес.	Текущее значение, %	Изменение за 12 мес. п.п.
Польша	целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	2	-1,1	-1,40
Венгрия	базовая ставка	1,65	26.05.2015	1,80	-0,15	5	-0,3	-0,20
Чехия	репо (2 недели)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	0,5	0,40
Румыния	базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	7	0,7	-0,56
Болгария	базовая ставка	0,02	01.06.2015	0,01	0,01	6	0,5	2,10
Сербия	ключевая политическая ставка	6,50	11.05.2015	7,00	-0,50	5	1,8	-0,30
Израиль	целевая ставка - овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	3	-0,5	-1,49
Бразилия	целевая ставка	13,75	03.06.2015	13,25	0,50	6	8,2	1,89
Чили	ставка денежно-кредитной политики	3,00	16.10.2014	3,25	-0,25	4	4,1	-0,20
	ориентир - кредиты (1 год)	5,10	11.05.2015	5,35	-0,25	3	1,5	-0,30
Китай	ориентир - депозиты (1 год)	2,25	11.05.2015	2,50	-0,25	3		
	норматив резервов	18,50	20.04.2015	19,50	-1,00	2		
	обратное репо	7,25	02.06.2015	7,50	-0,25	3	4,9	-3,61
Индия	репо	6,50	05.06.2015	6,25	0,25	4		
Индонезия	целевая ставка	7,50	17.02.2015	7,75	-0,25	2	7,2	-0,17
Корея	базовая ставка	1,75	13.03.2015	2,00	-0,25	3	0,5	-1,20
Малайзия	целевая ставка - овернайт	3,25	10.07.2014	3,00	0,25	1	1,8	-1,60
Мексика	целевая ставка	3,00	06.06.2014	3,50	-0,50	0	3,1	-0,44
Филиппины	ставка денежно-кредитной политики	4,00	12.09.2014	3,75	0,25	2	1,6	-2,90
Россия	ставка по аукционам репо (1-6 дней)	12,50	05.05.2015	14,00	-1,50	7	15,8	8,20
ЮАР	ставка репо	5,75	17.07.2014	5,50	0,25	1	4,5	-1,60
Тайланд	репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	2	-1,3	-3,89
Турция	репо (7 дней)	7,50	24.02.2015	7,75	-0,25	4	8,1	-1,57
США	ст. фед. фондов - верхняя граница интервала	0,25	16.12.2008	1,00	-0,75	0	-0,2	-2,20
Еврозона	ставка рефинансирования	0,05	04.09.2014	0,15	-0,10	1	0,3	-0,20
Соединенное Королевство	базовая ставка	0,50	05.03.2009	1,00	-0,50	0	-0,1	-1,90
Япония	овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,6	-2,80
Канада	целевая ставка - овернайт	0,75	21.01.2015	1,00	-0,25	1	0,8	-1,20
Австралия	овернайт	2,00	05.05.2015	2,25	-0,25	2	1,3	-1,60
Новая Зеландия	овернайт	3,50	24.07.2014	3,25	0,25	2	0,1	-1,40
Дания	ориентир - кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	1	0,4	-0,10
	депозитные сертификаты	-0,75	06.02.2015	-0,50	-0,25	5		
Швейцария	3m LIBOR - min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	2	-1,1	-1,10
	3m LIBOR - max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	1		
Швеция	репо	-0,25	18.03.2015	-0,10	-0,15	4	0,5	0,22
Норвегия	ключевая ставка - депозиты	1,25	11.12.2014	1,50	-0,25	1	2,0	0,20

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

Источник: Bloomberg.

Таблица 12

**Платежный баланс Российской Федерации
(млрд долл. США)**

	2013					2014					2015
	I	II	III	IV	итого	I	II	III	IV	итого	I ¹
Счет текущих операций	25,0	1,8	-0,7	8,0	34,1	25,9	12,2	6,0	15,4	59,5	23,5
<i>Счет текущих операций, в % год к году</i>	<i>-36,4</i>	<i>-88,8</i>	<i>-87,3</i>	<i>-23,0</i>	<i>-52,2</i>	<i>3,4</i>	<i>577,6</i>	<i>-959,9</i>	<i>92,4</i>	<i>74,5</i>	<i>-9,1</i>
Торговый баланс	48,6	42,8	43,7	46,8	181,9	50,5	51,7	45,3	42,3	189,7	40,3
<i>Торговый баланс, в % год к году</i>	<i>-17,3</i>	<i>-13,1</i>	<i>14,5</i>	<i>3,1</i>	<i>-5,1</i>	<i>3,9</i>	<i>20,8</i>	<i>3,6</i>	<i>-9,7</i>	<i>4,3</i>	<i>-20,2</i>
Экспорт товаров	125,2	127,3	131,0	139,8	523,3	123,0	132,3	125,7	116,7	497,8	86,6
<i>Экспорт товаров, в % год к году</i>	<i>-4,5</i>	<i>-3,0</i>	<i>4,6</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,8</i>	<i>-1,7</i>	<i>3,9</i>	<i>-4,0</i>	<i>-16,5</i>	<i>-4,9</i>	<i>-29,6</i>
сырая нефть	43,2	40,7	44,0	45,7	173,7	38,8	42,3	40,3	32,5	153,9	22,9
<i>сырая нефть, в % год к году</i>	<i>-6,4</i>	<i>-10,5</i>	<i>3,1</i>	<i>-2,0</i>	<i>-4,0</i>	<i>-10,1</i>	<i>3,8</i>	<i>-8,4</i>	<i>-28,9</i>	<i>-11,4</i>	<i>-41,0</i>
нефтепродукты	25,5	29,3	27,1	27,4	109,3	27,5	30,6	31,8	26,0	115,9	19,1
<i>нефтепродукты, в % год к году</i>	<i>-0,5</i>	<i>10,9</i>	<i>7,5</i>	<i>3,9</i>	<i>5,5</i>	<i>8,0</i>	<i>4,3</i>	<i>17,4</i>	<i>-5,2</i>	<i>6,0</i>	<i>-30,6</i>
природный газ	18,1	13,9	16,4	18,8	67,2	17,7	16,3	9,9	11,4	55,2	10,8
<i>природный газ, в % год к году</i>	<i>-1,8</i>	<i>3,4</i>	<i>22,9</i>	<i>10,3</i>	<i>7,9</i>	<i>-2,4</i>	<i>17,5</i>	<i>-39,7</i>	<i>-39,6</i>	<i>-17,9</i>	<i>-38,9</i>
прочие	38,3	43,3	43,6	47,9	173,0	39,0	43,2	43,7	46,8	172,8	33,8
<i>прочие, в % год к году</i>	<i>-6,2</i>	<i>-5,6</i>	<i>-0,8</i>	<i>-4,1</i>	<i>-4,2</i>	<i>1,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>-13,3</i>
Импорт товаров	-76,6	-84,5	-87,3	-93,0	-341,3	-72,5	-80,6	-80,5	-74,4	-308,0	-46,2
<i>Импорт товаров, в % год к году</i>	<i>6,0</i>	<i>3,2</i>	<i>0,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>-5,3</i>	<i>-4,6</i>	<i>-7,8</i>	<i>-20,0</i>	<i>-9,8</i>	<i>-36,3</i>
Баланс услуг	-10,5	-13,7	-19,8	-14,4	-58,3	-11,1	-14,4	-18,6	-11,2	-55,2	-9,4
<i>Баланс услуг, в % год к году</i>	<i>26,4</i>	<i>34,5</i>	<i>28,8</i>	<i>13,2</i>	<i>25,1</i>	<i>5,4</i>	<i>4,9</i>	<i>-6,1</i>	<i>-22,2</i>	<i>-5,3</i>	<i>-15,1</i>
Экспорт услуг	15,2	17,9	18,4	18,6	70,1	15,1	17,3	17,8	15,5	65,8	11,7
<i>Экспорт услуг, в % год к году</i>	<i>15,8</i>	<i>13,8</i>	<i>12,6</i>	<i>8,6</i>	<i>12,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-3,1</i>	<i>-3,0</i>	<i>-16,6</i>	<i>-6,1</i>	<i>-22,5</i>
Импорт услуг	-25,7	-31,5	-38,2	-33,0	-128,4	-26,2	-31,7	-36,4	-26,7	-121,0	-21,2
<i>Импорт услуг, в % год к году</i>	<i>19,9</i>	<i>21,5</i>	<i>20,4</i>	<i>10,5</i>	<i>17,9</i>	<i>1,8</i>	<i>0,7</i>	<i>-4,6</i>	<i>-19,0</i>	<i>-5,8</i>	<i>-19,0</i>
Баланс оплаты труда	-2,9	-2,9	-3,6	-3,9	-13,2	-2,7	-2,6	-2,7	-2,1	-10,1	-1,2
Баланс инвестиционных доходов	-8,7	-23,2	-17,8	-17,5	-67,2	-9,1	-21,8	-14,5	-11,8	-57,2	-5,5
Доходы к получению	10,5	8,2	9,5	9,6	37,9	12,5	10,8	11,0	8,3	42,6	6,3
Доходы к выплате	-19,2	-31,4	-27,4	-27,1	-105,1	-21,6	-32,6	-25,5	-20,2	-99,8	-11,8
Баланс ренты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Баланс вторичных доходов	-1,5	-1,3	-3,3	-3,1	-9,3	-1,8	-0,7	-3,6	-1,7	-7,9	-0,7
Баланс неторговых компонентов	-13,1	-27,4	-24,7	-24,5	-89,6	-13,6	-25,1	-20,7	-15,7	-75,0	-7,4
<i>Баланс неторговых компонентов, в % год к году</i>	<i>17,0</i>	<i>19,1</i>	<i>42,9</i>	<i>9,9</i>	<i>21,4</i>	<i>3,7</i>	<i>-8,3</i>	<i>-16,3</i>	<i>-36,0</i>	<i>-16,3</i>	<i>-45,5</i>
Счет операций с капиталом	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-10,0	-31,8	-42,0	0,0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	25,0	1,8	-0,9	7,9	33,7	25,7	12,1	-4,0	-16,4	17,4	23,5
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-13,3	-7,8	-4,5	-19,3	-45,0	-47,2	-27,8	-6,0	-52,9	-133,8	-27,9
Чистое принятие обязательств («+» – рост, «-» – снижение)	86,2	19,1	8,0	12,5	125,8	2,6	7,8	-23,1	-38,0	-50,7	-30,7
Федеральные органы управления, субъекты Российской Федерации и Центральный банк	8,0	-0,2	4,1	-2,2	9,7	-6,5	2,2	-3,4	-4,4	-12,2	-0,9
Банки и прочие секторы	78,2	19,4	3,8	14,8	116,0	9,2	5,6	-19,7	-33,6	-38,5	-29,8
Чистое приобретение финансовых активов, кроме резервных («+» – рост, «-» – снижение, «-» – рост)	-99,5	-27,0	-12,5	-31,8	-170,8	-49,8	-35,6	17,1	-14,8	-83,1	2,8
Органы государственного управления и Центральный банк	-0,3	-1,2	0,6	-2,6	-3,6	0,5	-0,5	8,8	31,2	40,0	-0,2
Банки и прочие секторы	-99,2	-25,8	-13,0	-29,3	-167,3	-50,3	-35,0	8,3	-46,1	-123,1	2,9
Чистые ошибки и пропуски	-6,8	1,6	-1,9	-3,8	-10,8	-5,9	5,3	4,2	5,1	8,8	-5,7
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-4,9	4,4	7,4	15,2	22,1	27,4	10,3	5,7	64,2	107,5	10,1
Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями	-28,2	-5,5	-10,4	-16,9	-61,0	-47,7	-21,9	-7,2	-77,4	-154,1	-32,6
Отдельные показатели, скорректированные на сумму валютных свопов между Банком России и банками-резидентами, сумму средств, предоставленных Банком России банкам-резидентам в иностранной валюте на возвратной основе, а также средств на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России											
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-4,3	3,6	9,2	13,3	21,8	40,5	-3,2	-1,6	50,8	86,5	0,9
Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями	-28,9	-4,6	-12,2	-15,0	-60,7	-60,8	-8,4	0,1	-64,0	-133,1	-23,4

¹ Оценка. В знаках РПБ 5.

Источник: Банк России.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Факторы сокращения российского импорта в 2014-2015 годах	12
Изменение динамики наличных средств в обращении в конце 2014 – 2015 года	17
Бюджетная политика	34
Индикаторы долговой нагрузки в российской экономике	35
Финансовое положение предприятий реального сектора	38
Закон Оукена на российском рынке труда	40
Влияние снижения мировых цен на нефть на инфляцию в 2014 – январе-мае 2015 года	46

