

**ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
(БАНК РОССИИ)**

**Доклад о денежно-  
кредитной политике**

---

**№ 2 (6) • Июнь 2014**

**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 6.06.2014.  
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 27.05.2014.

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

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

# Содержание

Резюме .....	3
Введение .....	5
<i>Основные события и тенденции, повлиявшие на политику Банка России в период     после публикации Доклада о денежно-кредитной политике в феврале 2014 года</i> .....	5
<i>Резкое усиление давления на рубль в начале марта</i> .....	5
<i>Ускорение инфляции</i> .....	7
<i>«Банковские ножницы»: снижение темпов роста депозитов и долгосрочных пассивов,     рост структурного дефицита ликвидности при росте спроса на кредиты</i> .....	8
I. Макроэкономические условия .....	11
I.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс .....	11
<i>Мировая экономика и финансовые рынки</i> .....	11
<i>Товарные рынки</i> .....	25
<i>Платежный баланс</i> .....	31
I.2. Финансовые условия .....	33
<i>Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности         банковского сектора</i> .....	33
<i>Цены на активы и долгового рынок</i> .....	40
<i>Банковские процентные ставки и неценовые условия кредитования</i> .....	44
<i>Банковское кредитование и денежные агрегаты</i> .....	47
I.3. Внутренние экономические условия .....	53
<i>Экономическая активность</i> .....	53
<i>Бюджетная политика</i> .....	59
<i>Инфляция</i> .....	61
<i>Инфляционные ожидания</i> .....	62
II. Перспективы развития экономической ситуации, оценка рисков и решения в области денежно-кредитной политики .....	70
II.1. Перспективы развития экономической ситуации и решения об уровне ключевой ставки Банка России .....	70
II.2. Оценка рисков .....	78
II.3. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики .....	80
Глоссарий .....	85
Приложение .....	92
Перечень врезок .....	96



## Резюме

Банк России проводил денежно-кредитную политику в марте-июне 2014 г. в непростых условиях. Повышение внешнеполитической напряженности из-за событий на Украине оказало существенное влияние на российский финансовый рынок, банковский сектор и экономику в целом. В связи с возросшими инфляционными рисками Банк России дважды за прошедший период повышал ключевую ставку: с 5,50 до 7,00% в марте 2014 г. и до 7,50% годовых в апреле 2014 года. В июне было принято решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,50% годовых. При этом в случае реализации сохраняющихся в настоящее время инфляционных рисков и появления угрозы превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе Банк России продолжит повышение ключевой ставки.

Увеличение неопределенности относительно развития ситуации на Украине и его последствий для российской экономики в феврале-марте 2014 г. привело к дальнейшему ослаблению рубля и усилению оттока капитала, а также ухудшению условий привлечения внешнего финансирования. В этих условиях Банк России 3 марта 2014 г. принял решение повысить объем накопленных интервенций, приводящий к сдвигу границ операционного интервала на 5 коп., с 350 млн. до 1,5 млрд. долл. США., что позволило предотвратить более значительное ослабление рубля. В апреле – первой половине июня 2014 г. ситуация на валютном рынке стабилизировалась, уровень долларизации депозитов начал снижаться, наблюдалось восстановление интереса нерезидентов к вложениям в российские финансовые активы.

В феврале-мае 2014 г. произошло существенное ускорение инфляции. Годовой темп прироста потребительских цен увеличился с 6,2% в феврале до 7,6% в мае 2014 года. Ослабление рубля оказало существенное влияние на цены широкого круга товаров и услуг, став основным фактором ускорения инфляции. По оценкам, вклад курсовой динамики в годовые темпы роста потребительских цен в мае составил около 0,8 процентного пункта. Кроме того рост цен на отдельные продовольственные товары был вызван действием специфических для их рынков факторов, в том числе введением временных ограничений на импорт. Дополнительное давление на цены оказал рост инфляционных ожиданий.

По оценкам Банка России, произошедшее ослабление рубля продолжит оказывать влияние на потребительские цены в ближайшие месяцы. Вместе с тем во втором полугодии 2014 г. ожидается замедление инфляции. Этому будут способствовать стабилизация ситуации на валютном рынке, меньший по сравнению с прошлым годом масштаб индексации регулируемых цен и тарифов, ожидаемый хороший урожай и сохранение совокупного выпуска товаров и услуг ниже потенциального уровня.

Тенденция к замедлению роста российской экономики под воздействием структурных факторов сохраняется. При этом в I квартале 2014 г. существенное негативное влияние на экономический рост оказало увеличение внешнеполитической неопределенности. Действие данного фактора обусловило сокращение наиболее чувствительного к нему компонента ВВП – инвестиционных расходов. В связи с этим Банк России снизил прогноз темпов роста экономики на 2014 г. с 1,5–1,8% до 0,4%. В условиях ухудшения настроений производителей, а также снижения доступности заемных средств для нефинансовых компаний ожидается сокращение инвестиций в основной капитал. Замедление роста реальной заработной платы и кредитования физических лиц приведет к снижению темпов роста потребительского спроса. Вместе с тем он останется основным источником экономического роста. Положительный

вклад в темпы роста ВВП в 2014 г. внесет чистый экспорт, что будет обусловлено сокращением импорта из-за снижения внутреннего спроса при сохранении положительных темпов роста экспорта.

По прогнозам Банка России, в среднесрочной перспективе темпы экономического роста увеличатся: до 0,9% в 2015 г. и 1,9% в 2016 году.

Поскольку влияние денежно-кредитной политики на экономику распределено во времени, замедление инфляции до целевого уровня 5,0% в 2014 году маловероятно. В соответствии с прогнозом Банка России, темп роста потребительских цен к концу 2014 г. снизится до 6%. В дальнейшем действие факторов, обусловивших наблюдаемое ускорение инфляции, будет исчерпано. Сохранение текущей направленности денежно-кредитной политики обеспечит снижение темпов роста потребительских цен до целевых уровней в среднесрочной перспективе. При этом важным условием замедления инфляции является снижение инфляционных ожиданий.

Вместе с тем существуют высокие риски превышения инфляцией целевых уровней в среднесрочной перспективе. В случае ухудшения внешнеполитической ситуации ослабление рубля может продолжиться. В этих условиях инфляционные ожидания возрастут, препятствуя замедлению инфляции. Ускорение роста потребительских цен может также произойти вследствие ухудшения конъюнктуры рынков продовольственных товаров в связи с неблагоприятными погодными условиями. При реализации указанных рисков необходимость реакции со стороны денежно-кредитной политики будет оцениваться с учетом ожидаемого масштаба их влияния на потребительские цены в среднесрочной перспективе.

## Введение

### **Основные события и тенденции, повлиявшие на политику Банка России в период после публикации Доклада о денежно-кредитной политике в феврале 2014 года**

Период прошедший после публикации предыдущего Доклада о денежно-кредитной политике был отмечен нестандартными событиями, повлиявшими на тенденции в финансовой сфере и экономике, а также на политику Банка России. Если с середины 2013 г. до начала 2014 г. основное внимание участников рынка было сосредоточено на изменениях в политике Федеральной резервной системы (ФРС) США и их влиянии на ситуацию на формирующихся рынках, то с февраля 2014 г. на первый план вышли геополитические факторы. Смена власти на Украине, вхождение Крыма в состав России, санкции нескольких стран против отдельных российских физических и юридических лиц, напряженность в восточных и южных областях Украины – все эти события оказали значительное негативное влияние на ситуацию на финансовом рынке, в банковском и реальном секторах. Вследствие увеличения неопределенности и ослабления рубля резко ускорилась инфляция и возросли инфляционные риски. В этих условиях для стабилизации ситуации Банк России принимал активные меры. К настоящему времени ситуация на внутреннем финансовом рынке в целом нормализовалась, вместе с тем образовался ряд проблемных точек, которые могут потребовать принятия дополнительных мер Банком России в будущем.

На политику Банка России повлияли следующие основные факторы.

### **Резкое усиление давления на рубль в начале марта**

Тенденция к ослаблению рубля сформировалась еще до описанных выше геополитических событий. После объявления ФРС США планов по постепенному сворачиванию программы покупки активов в мае 2013 г. курс рубля, как и других валют стран с формирующимися рынками, начал постепенно снижаться по отношению к доллару США. Благодаря более устойчивому состоянию текущего счета платежного баланса России рубль ослаблялся медленнее многих других валют – например, бразильского реала, индийской рупии, турецкой лиры. В январе 2014 г. давление на рубль усилилось в условиях переосмысления инвесторами перспектив роста российской экономики, а также замедления роста экономики Китая и повышения напряженности в параллельном банковском секторе данной страны, негативно отразившихся на стоимости валют стран – экспортеров сырья, включая рубль. Кроме того, если во второй половине 2013 – январе 2014 г. Банк России сохранял ключевую ставку неизменной в соответствии с прогнозом снижения инфляции до целевого уровня к концу 2014 г., то многие центральные банки стран с формирующимися рынками в указанный период повысили свои процентные ставки. В этих условиях уровни ставок и доходностей на российском финансовом рынке стали менее привлекательными для иностранных инвесторов, что усилило спекулятивное давление на рубль. Свою роль в начале 2014 г. сыграла и нарастающая напряженность на Украине: международные портфельные управляющие начали продавать российские ценные бумаги, в том числе хеджируя таким образом позиции по неликвидным украинским вложениям. На этом фоне активная дискуссия в российском экономическом сообществе и СМИ о последствиях перехода к плавающему валютному курсу усилила ожида-

ния ослабления рубля. В этой связи Банк России осознает необходимость повышения эффективности своей информационной политики.

Вместе с тем после смены власти на Украине, объявления о проведении референдума о статусе Крыма и одобрения Советом Федерации России ввода ограниченного контингента российских войск для обеспечения безопасности находящихся в Крыму Черноморского флота России и российских граждан ситуация на внутреннем валютном рынке резко обострилась. Индикативные котировки основных мировых валют к рублю повысились уже перед открытием торговой сессии на Московской Бирже 3 марта более чем на 1,5% по сравнению с закрытием предыдущей сессии.

Для предотвращения спекулятивной атаки на рубль Банк России перед началом торгов 3 марта принял решение об изменении параметров операций на внутреннем валютном рынке в рамках действующего механизма курсовой политики одновременно с существенным повышением процентных ставок по своим операциям, которое было направлено на ограничение инфляционных рисков. Объем накопленных интервенций, при достижении которого границы операционного интервала колебаний стоимости бивалютной корзины сдвигаются на 5 коп., был увеличен с 350 млн. до 1,5 млрд. долл. США. Это позволило сдержать резкое ослабление рубля, вызванное паническими настроениями участников внутреннего валютного рынка. В первый же день, 3 марта, Банк России с целью стабилизации курса рубля осуществил продажу иностранной валюты на сумму, эквивалентную 11,3 млрд. долл. США. В последующие дни ситуация несколько нормализовалась, хотя увеличение продаж иностранной валюты Банком России в связи с внешнеполитическими событиями наблюдалось также 12–14 марта. В апреле-мае по мере стабилизации ситуации объемы продажи валюты Банком России существенно снизились. В первой декаде мая рубль оказался в нейтральном диапазоне операционного интервала, и Банк России проводил только операции по покупке иностранной валюты, связанные с перечислением средств в Резервный фонд России. В целом за период с марта по май 2014 г. объемы нетто-продажи валюты Банком России составили 27 млрд. долл. США (валовые продажи составили 28,6 млрд. долл. США, валовые покупки – 1,6 млрд. долл. США).

Масштаб и характер давления на рубль в рассматриваемый период отражают и данные о чистом вывозе капитала частным сектором. В I квартале 2014 г. он составил, по оценке, 50,6 млрд. долл. США, а с исключением влияния сделок «валютный своп» Банка России и операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России<sup>1</sup> – 63,7 млрд. долл. США. Соответствующие показатели за март, по оценке, составили 16,8 и 36,7 млрд. долл. США. Компании и граждане переводили свои депозиты из рублевых в валютные, снизился объем продажи валютной выручки экспортерами. Уровень долларизации депозитов населения возрос с 17,0% в начале января до пикового значения в 21,0% по состоянию на 5 марта. Таким образом увеличение оттока капитала преимущественно было связано с внутренними причинами – конвертацией сбережений граждан и юридических лиц в иностранную валюту, – нежели с выводом средств нерезидентами из российской в иностранные юрисдикции. Об этом также свидетельствуют и данные о чистом объеме покупки гражданами наличной иностранной валюты – примерно 12,4 млрд. долл. США в I квартале 2014 г., по сравнению с чистой продажей валюты населением на 1,3 млрд. долл. США за аналогичный период 2013 года. Нетто-ввоз наличной иностранной валюты уполномоченными банками при этом соста-

<sup>1</sup> Прирост задолженности по операциям «валютный своп» с Банком России и увеличение объема средств на валютных счетах банков в Банке России отражаются в платежном балансе как снижение иностранных активов кредитных организаций (и увеличение активов центрального банка), таким образом занижая величину оттока частного капитала.



вил более 20 млрд. долл. США; значительная часть валюты оставалась в хранилищах кредитных организаций на случай дальнейшего роста спроса со стороны населения.

По итогам марта курс рубля к доллару США вернулся на уровень конца февраля 2014 г., а к концу мая – на уровень второй половины января 2014 года. Укреплению рубля способствовало некоторое снижение внешнеполитической напряженности. Свой вклад внесла и политика Банка России – повышение ключевой ставки на 2 п.п. в целях сдерживания инфляции. Увеличение процентных ставок на финансовом рынке сделало невыгодными «короткие» продажи рубля и привело к росту привлекательности для иностранных инвесторов вложений в российские активы по сравнению с активами других стран.

В апреле-мае глобальные фонды, инвестирующие в российские активы, по оценке, увеличили свои вложения в российские облигации на 727,3 млн. долл. США, в акции – на 240,9 млн. долл. США (в феврале-марте глобальные фонды снизили вложения в облигации и акции на 888,2 и 1044,6 млн. долл. США соответственно). Основным спросом иностранных инвесторов был сосредоточен в сегменте государственных ценных бумаг. Иностранные инвесторы, доля которых на первичном рынке ОФЗ снизилась с 30% в январе-феврале до 17,2% в апреле, в мае стали активно участвовать в аукционах по размещению ОФЗ. В результате доля сделок нерезидентов в общем объеме покупки ценных бумаг на первичном рынке увеличилась до 49,3%. Уровень долларизации депозитов населения снизился до 19,6% на начало июня 2014 года. Общий вывод капитала частным сектором после исключения влияния сделок «валютный своп» Банка России и операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, по предварительной оценке, снизился в апреле до менее чем 10 млрд. долл. США и продолжил сокращаться в мае.

Несмотря на произведенные в целях обеспечения финансовой стабильности временные корректировки в механизме курсовой политики, Банк России сохраняет стратегию перехода к плавающему курсу рубля. В условиях стабилизации ситуации на валютном рынке и снижения угроз для финансовой стабильности Банк России снизил с 22 мая объем интервенций, направленных на сглаживание колебаний обменного курса, во внутренних диапазонах операционного интервала на 100 млн. долл. США. Тем не менее риски для финансовой стабильности сохранились, несмотря на их некоторое уменьшение. В связи с этим объем накопленных интервенций, при достижении которого границы операционного интервала корректируются на 5 коп., был оставлен без изменений на уровне 1,5 млрд. долл. США<sup>2</sup>.

### **Ускорение инфляции**

В январе текущего года годовой темп инфляции снизился по сравнению с уровнем декабря 2013 г., однако в дальнейшем динамика курса рубля создала предпосылки для ускорения инфляции, роста девальвационных и инфляционных ожиданий экономических агентов. Для стабилизации ожиданий и динамики инфляции Совет директоров Банка России принял решение о повышении ключевой ставки на 1,5 п.п. на внеочередном заседании 3 марта и на 0,5 п.п. на заседании 25 апреля.

В марте годовая инфляция ускорилась до 6,9% с 6,2% в феврале. Повышение темпов роста цен наблюдалось в том числе и в секторах, непосредственно не связанных с импортом продукции. Годовой темп инфляции продолжил увеличиваться до 7,3% в апреле и 7,6%

<sup>2</sup> После подготовки данного выпуска Доклада параметры курсовой политики были изменены. Пресс-релиз от 17 июня 2014 г. «О параметрах курсовой политики Банка России» размещен в разделе «Пресс-релизы» официального сайта Банка России ([http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17062014\\_100351dkp2014-06-17T09\\_47\\_56.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17062014_100351dkp2014-06-17T09_47_56.htm)).

в мае. Возросла также базовая инфляция – до 7,0% в мае с 5,5% в январе, базовая инфляция за исключением всех продовольственных товаров – до 5,4% в мае с 4,8% в январе. Опросные данные свидетельствуют об увеличении инфляционных ожиданий населения в мае 2014 г. после их незначительного снижения в начале текущего года. Кроме того, существенно возросли отпускные цены в широком кругу отраслей промышленности: индекс цен производителей в апреле повысился до 7,2% к соответствующему периоду предыдущего года по сравнению с 4,7% в январе.

Ускорение роста цен в российской экономике было связано с непредвиденными факторами – увеличением геополитической напряженности и связанным с этим ослаблением рубля. Однако учитывая, что в соответствии с макроэкономическим прогнозом действие данного шока не иссякло бы в среднесрочном периоде при неизменности денежно-кредитной политики, Банк России прибег к повышению ключевой ставки. Как известно, основное влияние денежно-кредитной политики центрального банка на инфляцию реализуется на горизонте одного – полутора лет, однако центральный банк способен уже в краткосрочном периоде воздействовать на ожидания экономических агентов. Повышение ключевой ставки Банка России и стабилизация курсовой динамики способствуют стабилизации инфляции по трем каналам трансмиссии денежно-кредитной политики: через уменьшение вклада эффекта переноса валютного курса, через ограничение роста инфляционных ожиданий, а также через восстановление склонности к сбережениям населения до нормальных уровней. Кроме того, наметившийся рост процентных ставок по рублевым вкладам банков приостановил процессы конвертации и изъятия депозитов в национальной валюте, способствовал снижению долларизации банковских вкладов.

Принимая решения об уровне ключевой ставки, Банк России исходит из необходимости достижения целевых ориентиров по инфляции в среднесрочной перспективе. В текущем году из-за лагов воздействия мер денежно-кредитной политики на экономику существуют значительные риски превышения цели по инфляции на конец года (5,0%), определенной в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 и период 2015 и 2016 годов. По прогнозам Банка России, к концу 2014 г. инфляция снизится до уровня около 6%, при этом риски смещены в сторону менее существенного замедления инфляции, а в 2015 и 2016 гг. выйдет на установленные целевые уровни: 4,5 и 4,0% соответственно.

### **«Банковские ножницы»: снижение темпов роста депозитов и долгосрочных пассивов, рост структурного дефицита ликвидности при росте спроса на кредиты**

В течение рассматриваемого периода имели место три тенденции, оказавшие негативное влияние на пассивы банковского сектора.

Во-первых, замедлился рост депозитной базы. На этот процесс оказали влияние опасения относительно угрозы применения санкций против российских банков и введения ограничений в отношении долларовых депозитов в банках, а также стремление населения приобрести товары длительного пользования впрок, в условиях ожидаемого ускорения инфляции. В период введения первых санкций (5–31 марта) наблюдался чистый отток депозитов из кредитных организаций, в том числе из крупнейших банков. В дальнейшем отток прекратился и сменился неустойчивым притоком. Однако годовые темпы роста депозитов населения резко снизились по сравнению с прошлым годом: с 18,1% на конец 2013 г. до 10,5% по предварительным данным на 1 июня 2014 г. с учетом валютной переоценки.

Во-вторых, в связи с проведением валютных интервенций Банком России резко возрос структурный дефицит ликвидности, а значит, и доля кредитов Банка России в общем объеме пассивов банков. Продавая иностранную валюту на внутреннем рынке, Банк России изымает рублевую ликвидность. Возникающий отток ликвидности компенсируется путем увеличения предоставления средств в рамках операций рефинансирования. Доля операций рефинансирования на балансе Банка России за период с 1 марта по 1 мая 2014 г. возросла с 19,1 до 23,8%. За счет проведения валютных интервенций за период с марта по первую декаду мая Банк России изъяс рублевую ликвидность в объеме 1,1 трлн. рублей<sup>3</sup>. В результате объем предоставления ликвидности Банком России посредством операций рефинансирования достиг к середине мая 5,3 трлн. руб.<sup>4</sup>, из них 3,2 трлн. руб. – операции РЕПО, 2,0 трлн. руб. – кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами. Согласно оценкам, опубликованным в предыдущем выпуске Доклада, такой объем операций рефинансирования ожидался не ранее октября-ноября 2014 года. По мере увеличения структурного дефицита ликвидности доля кредитов Банка России в пассивах банковского сектора увеличилась с 6,7% на 1 марта 2014 г. до 8,4% на 1 мая 2014 г. (по данным балансовой отчетности кредитных организаций). При этом усилилась проблема дефицита обеспечения, в том числе в связи с низкой активностью облигационного рынка в рассматриваемый период, что ограничило рост залоговой базы. В этих условиях Банк России увеличил объем предоставления средств на аукционах по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, в результате чего задолженность по указанным операциям возросла за январь-май на 1,1 трлн. рублей. Повысились частота и объем операций «валютный своп» с Банком России.

В-третьих, рост неопределенности, снижение суверенного рейтинга России и угроза санкций значительно изменили условия привлечения внешнего финансирования для российских заемщиков и оказали влияние на их деятельность, несмотря на то, что введенные санкции непосредственно затронули лишь единичные банки «второго эшелона». Резко возросли CDS премии на Россию, часть зарубежных банков снизили или закрыли свои лимиты на российских контрагентов. В результате доступ на рынок внешних заимствований для российских компаний существенно осложнился. С начала марта в операциях по размещению корпоративных еврооблигаций российских компаний и банков преобладали частные сделки и заметно уменьшилось количество публичных размещений. По данным информационного агентства «Сбондс.ру», совокупный объем размещения российских корпоративных еврооблигаций резко сократился: с 19 млрд. долл. США в марте-мае 2013 г. до менее 2 млрд. долл. США в марте-мае текущего года. В январе-феврале 2014 г. российскими эмитентами было привлечено почти 6 млрд. долл. США.

Эта ситуация имела двойное влияние на российский банковский сектор. С одной стороны, российские компании, в том числе крупнейшие, которые традиционно привлекают долгосрочные ресурсы на глобальных рынках, отчасти лишились этой возможности. Компании, доступность иностранных ресурсов для которых резко снизилась, переключили свое внимание на российский рынок заимствований. С другой стороны, мог иметь место и другой эффект: экспортеры, ограничивая продажу валютной выручки, привлекали рублевые кредиты для обслуживания своих текущих обязательств. В результате, несмотря на ухудшение в рассматри-

<sup>3</sup> С 3 марта по 8 мая 2014 г.

<sup>4</sup> Валовой кредит банковскому сектору за исключением субординированных кредитов Сбербанку России и депозитов Банка России, размещенных в кредитных организациях.

ваемый период ценовых и неценовых условий кредитования, связанное с ростом неопределенности, сокращением ресурсной базы и ужесточением денежно-кредитной политики, темпы роста объемов кредитования не сократились, как можно было ожидать, а увеличились. Рост задолженности по корпоративным кредитам ускорился до 17,5% в мае по сравнению с 12,7% на конец 2013 г. (с исключением валютной переоценки 14,1 и 9,3% соответственно). При этом темп роста кредитования корпоративных клиентов, зарегистрированных в России, составил в мае 12,9% (с исключением валютной переоценки), то есть почти не изменился по сравнению с 2013 г. (13,3% в среднем за год, 11,0% на конец года). Годовой темп роста кредитования иностранных заемщиков (с исключением валютной переоценки) в мае составил 35,6%, существенно превысив уровень 2013 г. (3,8% в среднем за год, 8,9% на конец года). Этот рост связан с переключением на кредитование в российских банках крупнейших российских холдингов, зарегистрированных в зарубежных юрисдикциях.

Снижение доступности заемных средств для банков, ухудшение структуры их пассивов по срочности при росте спроса на кредиты создают дополнительные вызовы для политики Банка России. В этих условиях Банк России вынужден вводить не типичные для центральных банков операции по предоставлению средне- и долгосрочной ликвидности, использовать нестандартные инструменты. В частности, с целью увеличения доступности долгосрочной ликвидности Банк России ввел 25 апреля новый инструмент рефинансирования сроком до трех лет под залог прав требования по кредитам, предоставленным для финансирования инвестиционных проектов, а затем с 29 мая распространил действие программы на облигации из Ломбардного списка Банка России, выпущенные в целях финансирования таких проектов. Предоставление банкам-участникам средств по процентной ставке ниже ключевой ставки Банка России на более длительные сроки, чем в рамках стандартных инструментов, создает дополнительные стимулы для выдачи инвестиционных кредитов банками. Вместе с тем с учетом ограниченного спроса на такие кредиты со стороны компаний существенного увеличения объема рефинансирования за счет данного инструмента не ожидается (лимит программы установлен в размере 50 млрд. руб.). Реализация данных операций не приведет к изменению общей направленности денежно-кредитной политики, которая остается умеренно жесткой.

Как отмечалось выше, в условиях роста структурного дефицита ликвидности становится более выраженной проблема нехватки обеспечения, в том числе в виде нерыночных активов. Банк России принимает меры по расширению круга активов, используемых в качестве обеспечения по операциям рефинансирования.

# I. Макроэкономические условия

## I.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс

*Внешние условия для России за период, прошедший с момента публикации предыдущего выпуска Доклада, заметно ухудшились в связи с действием как экономических, так и внешнеполитических факторов: рост экономик отдельных стран – торговых партнеров России существенно замедлился, возможности для привлечения финансирования на мировом рынке ухудшились, усилился отток капитала. Возросло инфляционное давление со стороны динамики курса рубля, цен в странах – торговых партнерах и мировых продовольственных цен. Банк России не прогнозирует дальнейшего ухудшения внешних условий, однако ожидает, что в ближайшей перспективе внешнеэкономические риски останутся повышенными.*

### **Мировая экономика и финансовые рынки**

Ускорение роста агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров России<sup>1</sup>, наблюдавшееся в течение всего 2013 г., в I квартале 2014 г. сменилось его замедлением, которое, по оценке, продолжается и во II квартале. Наиболее выраженное снижение темпов экономического роста наблюдается в странах СНГ и связано с повышением неопределенности в условиях развития политического кризиса на Украине. Негативное влияние на потребительский спрос в Казахстане и на Украине оказали также девальвация и ускорение инфляции в этих странах.

Продолжается замедление роста экономики Китая. Развитые страны остаются основным источником восстановления экономической активности в мире. В начале 2014 г. темпы роста ВВП США и ряда европейских стран снизились, однако это в том числе объяснялось действием временных факторов и поэтому не рассматривается Банком России как изменение тренда. Динамика опережающих индикаторов свидетельствует о сохранении позитивных тенденций в большинстве развитых стран.

По оценке Евростата, в I квартале 2014 г. ВВП еврозоны – крупнейшего консолидированного торгового партнера России – увеличился на 0,2%<sup>2</sup>, что соответствовало ожиданиям Банка России. Вместе с тем динамика совокупного выпуска различалась среди стран региона: ВВП Германии вырос на 0,8%, ВВП Франции не изменился, а Италии и Нидерландов – снизился на 0,1 и 1,4% соответственно. Сокращение выпуска в Нидерландах в основном объяснялось более низким объемом производства отраслей энергетики на фоне теплой погоды. Опережающие индикаторы в последние месяцы в основном указывали на повышение деловой активности в странах еврозоны, что позволяет ожидать ускорения роста экономики региона в дальнейшем.

Продолжилось уверенное восстановление экономики Соединенного Королевства: прирост ВВП в I квартале 2014 г. составил 0,8%, а по отношению к соответствующему кварталу 2013 г. увеличился до 3,1%, что является максимальным значением с 2008 года. Рост сопровождался оздоровлением

<sup>1</sup> 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). См. также Таблицу 5 Приложения.

<sup>2</sup> Здесь и далее в разделе I.1 приведены темпы роста показателей к предыдущему периоду с исключением сезонности, если не указано иное.

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



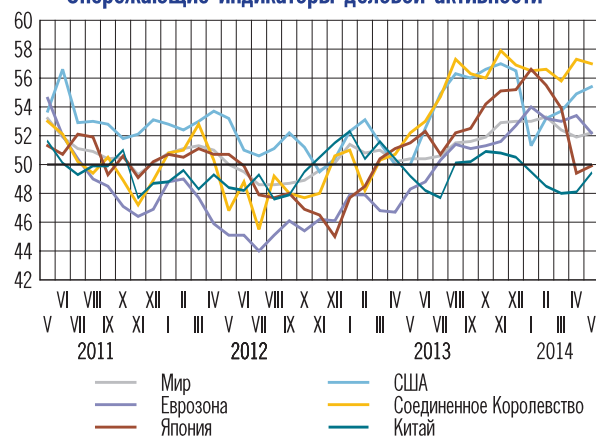
Примечание: прогнозы Банка России с использованием прогнозов МВФ, Всемирного банка, ОЭСР, Еврокомиссии, Азиатского банка развития, национальных центральных банков, консенсус-прогнозов Consensus Economics, Bloomberg, Thomson Reuters. Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат,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

рынка труда, где уровень безработицы снизился в апреле до 6,6% с 7,2% в начале 2014 года.

Объем выпуска товаров и услуг в США в I квартале 2014 г. снизился на 0,2% (кварталом ранее ВВП увеличился на 0,7%), что было значительно хуже ожиданий Банка России. Однако подобное замедление в основном объяснялось действием краткосрочных факторов. В частности, более холодная и продолжительная, чем обычно, зима обусловила спад инвестиционной активности. Банк России ожидает, что в дальнейшем экономический рост США вернется к траектории, наметившейся во второй половине 2013 г., чему в том числе будет способствовать улучшение ситуации на рынке труда (уровень безработицы снизился в мае до 6,3% с 6,6% в январе 2014 г.).

ВВП Японии в I квартале 2014 г. возрос на 1,6% (кварталом ранее – на 0,1%), чему способствовало увеличение потребительских расходов в преддверии повышения с 1 апреля 2014 г. налога с продаж с 5 до 8%. Однако показатели промышленного производства за февраль-апрель 2014 г. и текущие индексы настроений значительно снизились, отражая ожидаемый негативный эффект увеличения налогового бремени, а также на-

Опережающие индикаторы деловой активности



Примечание: индикаторы PMI в обрабатывающей промышленности, по США – индикатор ISM, по Китаю – PMI банка HSBC. Данные по миру в целом рассчитаны J.P.Morgan на основе данных по США, Японии, Германии, Испании, Италии, Франции, странам БРИК, Австралии, Мексики и др. Источник: Bloomberg.

метившееся снижение отдачи от стимулирующих мер денежно-кредитной политики.

Темпы роста экономики ряда крупнейших стран с формирующимися рынками продолжают снижаться. Динамика опережающих показателей, опубликованных Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)<sup>3</sup>, указывала на продолжающееся замедление роста в Турции, Бразилии, Китае, ЮАР и Индии. Рост экономики Китая, на долю которого в 2008–2012 гг. в среднем приходилось около 6% российского экспорта, замедлился в I квартале 2014 г. до 1,4% (1,7% кварталом ранее), годовые темпы прироста ВВП снизились с 7,7 до 7,4%. При этом до минимальных за несколько лет значений упали темпы роста промышленного производства, инвестиций в основной капитал и объема розничных продаж. В апреле-мае

<sup>3</sup> Расчет опережающих индикаторов ОЭСР Composite Leading Indicators осуществляется на основе набора компонентов, таких как объем импорта, динамика запасов готовой продукции, уровень заказов на промышленную продукцию и др., которые объединяются в индекс с одинаковыми весами после процедур удаления тренда, сглаживания и нормализации. Компоненты представляют собой временные ряды, которые демонстрируют опережающую динамику по сравнению с объясняемой переменной (индексом промышленного производства или ВВП) в точках смены тенденции, и выбираются для каждой страны отдельно на основе таких критериев, как экономическая значимость, качество, своевременность и доступность данных.

## Прогнозы темпов роста ВВП международными организациями на 2014 г. (%)

	МВФ			ОЭСР		
	2013	2014 (апр. 14)	2014 (январь.14)	2013	2014 (май 14)	2014 (ноябрь.13)
Мир*	3,0	3,6	3,7	2,8	3,4	3,6
Развитые страны	1,3	2,2	2,2	1,3	2,2	2,3
США	1,9	2,8	2,8	1,9	2,6	2,9
Еврозона	-0,5	1,2	1,0	-0,4	1,2	1,0
Германия	0,5	1,7	1,6	0,5	1,9	1,7
Франция	0,3	1,0	0,9	0,3	0,9	1,0
Италия	-1,9	0,6	0,6	-1,8	0,5	0,6
Соединенное Королевство	1,8	2,9	2,4	1,7	3,2	2,4
Япония	1,5	1,4	1,7	1,5	1,2	1,5
Страны с формирующимися рынками	4,7	4,9	5,1	--	--	--
Китай	7,7	7,5	7,5	7,7	7,4	8,2
Индия**	4,4	5,4	5,4	4,5	4,9	4,7
Бразилия	2,3	1,8	2,3	2,3	1,8	2,2
ЮАР	1,9	2,3	2,8	1,9	2,5	3,0
Справочно: Россия	1,3	0,2***	2,0	1,3	0,5	2,3

\* По паритету покупательной способности.

\*\* Данные и прогнозы МВФ основаны на ВВП в рыночных ценах за финансовый год, ОЭСР – календарный год.

\*\*\* Согласно более позднему отчету по IV статье Устава МВФ.

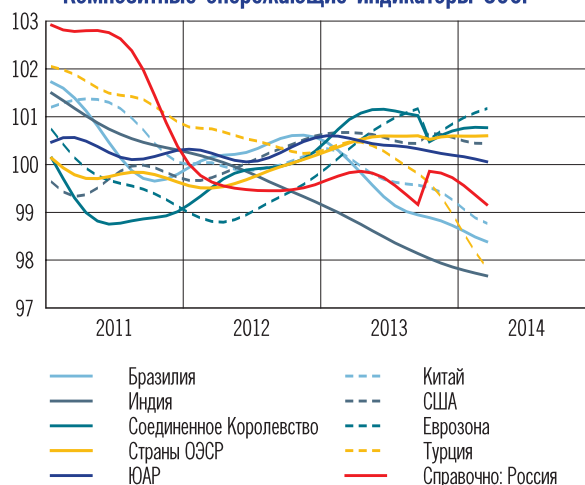
Источники: МВФ, ОЭСР.

правительство Китая объявило о ряде точечных мер по поддержке экономики, включая снижение налогов для малого бизнеса и реализацию инфраструктурных проектов, а Народный банк Китая снизил резервные требования для банков, работающих в сельской местности. Существенное охлаждение рынка недвижимости может стать предпосылкой для более активных стимулирующих действий властей. Ожидается, что эти меры позволят избежать значительного замедления роста китайской экономики.

За прошедший период существенно ухудшились перспективы роста экономик стран СНГ вследствие повышения экономической неопределенности. Экономика Украины сократилась на 1,1% в I квартале 2014 г. по сравнению с соответствующим кварталом 2013 года. При этом ожидается, что ужесточение фискальной политики и повышение регулируемых тарифов обусловят дальней-

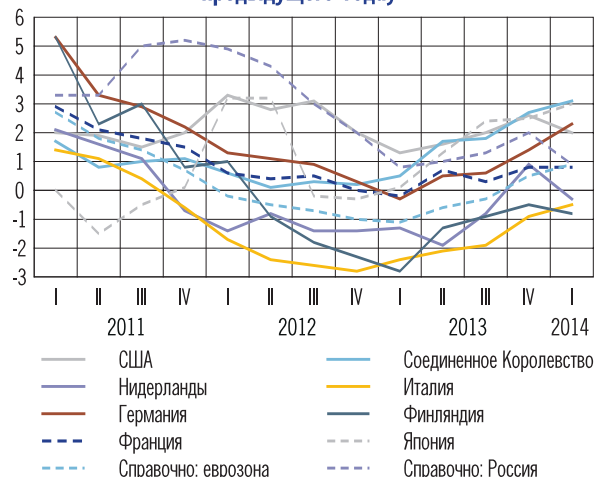
шее углубление спада. Рост ВВП Казахстана относительно соответствующего периода предыдущего года замедлился до 3,8% (кварталом ранее прирост ВВП составил 6,8%), что стало наиболее низким показателем с 2010 года. Темпы роста экономики

## Композитные опережающие индикаторы ОЭСР\*



\* Значения индекса, равные 100, соответствуют долгосрочному тренду экономического развития. Период опережения индикаторов составляет около 6 месяцев.  
Источник: ОЭСР.

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



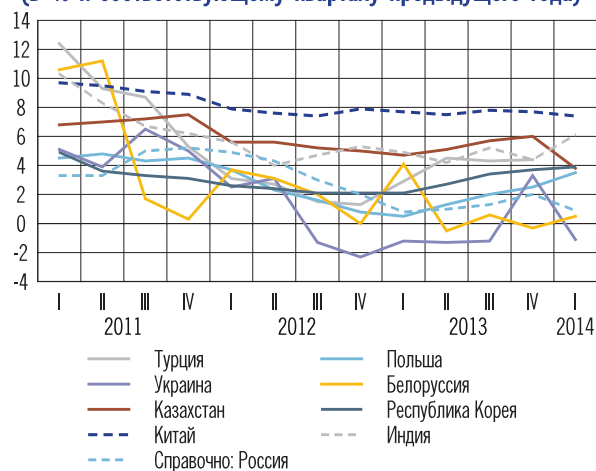
Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Белоруссии остаются низкими. ВВП страны в I квартале 2014 г. возрос на 0,5% по сравнению с соответствующим периодом 2013 года. Основным источником роста стала сфера торговли, увеличившаяся на 11,8%, тогда как выпуск в обрабатывающей промышленности сократился на 4,0%.

Согласно прогнозам международных организаций, рост мировой экономики в 2014 г. ускорится по сравнению с 2013 г., но будет ниже, чем прогнозировалось ранее. Международный валютный фонд (МВФ) и ОЭСР ожидают, что выпуск товаров и услуг в мире увеличится в 2014 г. на 3,6 и 3,4% соответственно, что на 0,1-0,2 п.п. ниже предыдущих прогнозов, сделанных данными организациями. Основным источником повышения экономической активности в мире останется ускорение роста развитых стран в условиях снижения объема мер бюджетной экономии и сохранения мягкой денежно-кредитной политики. Повышение темпов роста развивающихся стран, по прогнозу МВФ, будет менее выраженным в связи с ужесточением финансовых условий и структурным замедлением роста в ряде стран.

Банк России за прошедший квартал существенно снизил прогноз годовых темпов роста агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров России и те-

**Темпы роста ВВП стран – торговых партнеров России: страны с формирующимися рынками и Р. Корея (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)**



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

перь не ожидает ускорения его роста в течение 2014 года. Пересмотр связан в основном со снижением прогнозов по странам СНГ: прогноз на 2014 г. для экономики Украины понижен с 1,6 до -5,0%, Казахстана – с 6,1 до 5,6%, Белоруссии – с 1,5 до 1,1%. Прогноз роста ВВП Турции был также пересмотрен вниз – с 3,3 до 2,5% в связи с более слабым, чем ожидалось, ростом экономики данной страны в последние кварталы (см. также Таблицу 5 Приложения).

Денежно-кредитная политика центральных банков зарубежных стран в феврале-мае 2014 г. оставалась мягкой. Европейский центральный банк (ЕЦБ) с учетом низкой инфляции и слабой деловой активности в еврозоне на заседании 5 июня 2014 г. принял следующий пакет стимулирующих мер:

– были снижены все три основные процентные ставки, формирующие процентный коридор, при этом ключевая ставка и ставка по депозитам кредитных организаций снижены на 0,1 п.п., до 0,15% и -0,10% соответственно (отрицательная ставка также установлена и по текущим счетам кредитных организаций в ЕЦБ), верхняя граница коридора понижена более существенно – на 0,35 п.п., до 0,4%, что заметно ограничит потенциальную волатильность ставок денежного рынка;



– продлено проведение операций рефинансирования по фиксированной ставке с полным удовлетворением заявок как минимум до конца 2016 г. (ранее ЕЦБ сообщал, что они будут проводиться как минимум до середины 2015 г.), что является сигналом к более длительному, чем предполагалось участниками рынка ранее, сохранению ключевой ставки на близком к нулю уровне;

– прекращена стерилизация ликвидности, образовавшейся в ходе реализации программы покупки облигаций *Securities Markets Programme*<sup>4</sup>, что по эффекту будет аналогично вливанию ликвидности в объеме порядка 160 млрд. евро;

– для улучшения функционирования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики за счет поддержки банковского кредитования ЕЦБ объявил о проведении серии целевых операций долгосрочного рефинансирования по фиксированной ставке (на 0,1 п.п. выше ключевой ставки на момент заключения сделки); объемы и срок погашения операций будут зависеть от кредитной активности банков, при этом в течение 2014 г. на двух аукционах, которые пройдут в сентябре и декабре, банкам может быть предоставлено до 400 млрд. евро<sup>5</sup> со сроком погашения в сентябре 2018 г., а затем с мая 2015 г. по июнь 2016 г. банки смогут дополнительно привлечь у ЕЦБ до 300% величины

превышения чистым приростом кредитов, выданных ими реальному сектору (за исключением ипотечных кредитов населению) за период с 30 апреля 2014 г., определенно-го порогового значения<sup>6</sup>;

– объявлено об активизации подготовки ЕЦБ к покупке ценных бумаг, обеспеченных кредитами банков реальному сектору экономики.

Банк России ожидает, что объявленные ЕЦБ меры не только поддержат экономическую активность и снизят риски дефляции в еврозоне, но также приведут к увеличению притока средств международных инвесторов в развивающиеся страны и как минимум частично компенсируют эффект от сворачивания стимулирующих мер центральными банками других развитых стран, в частности ФРС США.

К снижению процентных ставок за последние месяцы прибегли также центральные банки Турции, Венгрии, Израиля, Румынии, Чили, Таиланда, Мексики, Белоруссии. Народный банк Китая, стремясь поддержать экономику и банковский сектор страны, увеличил объемы предоставления ликвидности банкам, снизил в апреле резервные требования к отдельным финансовым организациям, а также рекомендовал банкам ускорить выдачу ипотечных кредитов.

В то же время отдельные центральные банки в условиях увеличения инфляционных рисков ужесточали политику (Бразилия, Новая Зеландия, Украина). ФРС США, хотя и сохраняла мягкую политику, продолжила снижать объем покупки активов на открытом рынке по 10 млрд. долл. США по итогам заседаний в марте и апреле. Ожидается, что сокращение программы продолжится теми же темпами и она будет завершена к концу 2014 года. Дальнейшая нормализация денежно-кредитной политики ФРС США в среднесрочной перспективе создаст предпосылки

<sup>4</sup> *Securities Markets Programme (SMP)* – программа покупки облигаций, введенная ЕЦБ для восстановления нормального функционирования финансового рынка в мае 2010 г. и прекращенная в сентябре 2012 г. после объявления новой программы *Outright Monetary Transactions*. Купленные в рамках SMP облигации остаются на балансе ЕЦБ до погашения, а ликвидность, образовавшаяся в результате покупки, подлежала стерилизации путем проведения еженедельных депозитных операций тонкой настройки по ставке, превышающей ставку по основным депозитным операциям.

<sup>5</sup> Для сравнения, в рамках трехгодичных операций, проведенных в декабре 2011 г. и феврале 2012 г., банкам было в совокупности предоставлено порядка 1020 млрд. евро. По состоянию на начало июня 2014 г. большая часть указанной суммы была погашена, при этом ликвидность на текущих счетах Евросистемы составляла порядка 190 млрд. евро.

<sup>6</sup> В качестве порогового значения используется прирост кредитов соответствующего банка за 12 месяцев к 30 апреля 2014 года.



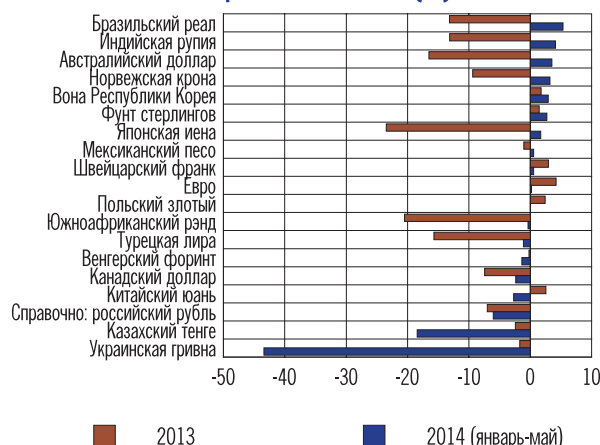
Источник: Bloomberg.

для повышения процентных ставок на мировом рынке.

В феврале-мае 2014 г. ситуация на мировых финансовых рынках в целом улучшилась: индикаторы риска снижались, фондовые индексы росли, а валюты развивающихся стран укреплялись к доллару США. С конца марта, по данным EPFR Global, наметился приток средств инвестиционных фондов в страны с формирующимися рынками, включая Россию, после рекордного оттока I квартала 2014 года. Улучшению настроений участников рынка способствовало снижение неопределенности относительно дальнейших действий ФРС США и ожидания смягчения политики ЕЦБ. На конъюнктуру финансовых рынков большинства стран с формирующимися рынками, кроме стран СНГ, рост внешнеполитической напряженности в связи с углублением кризиса на Украине имел лишь ограниченное влияние.

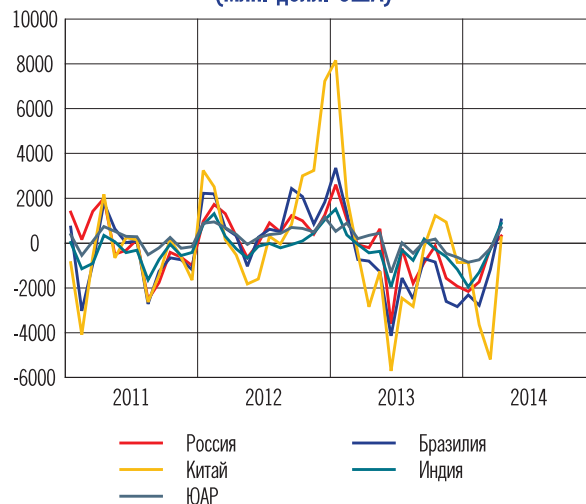
В рассматриваемый период условия привлечения финансирования на мировом рынке для большинства стран смягчились относительно предыдущего квартала. Доходности облигаций ведущих развитых стран были стабильны или снижались (за исключением краткосрочного сегмента кривой доходности США, который сместился вверх на фоне про-

### Индексы номинальных курсов доллара США к иностранным валютам (%)\*



\* Среднее значение за последний месяц периода к среднему значению за декабрь предыдущего года. «+» - снижение курса доллара США (укрепление национальных валют).  
Источник: Reuters.

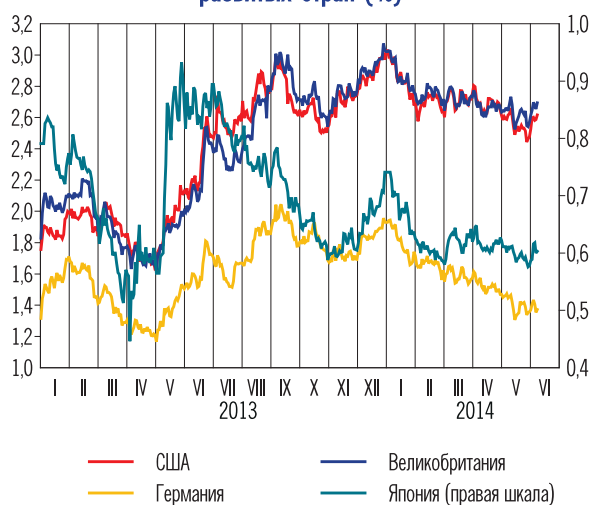
### Чистый приток портфельных инвестиций (млн. долл. США)



Источник: Bloomberg.

должения сворачивания покупки активов ФРС США), при этом сузились спреды к ним доходностей стран с формирующимися рынками и стран европейской «периферии». Снижению доходностей облигаций европейских стран способствовали ожидания смягчения политики ЕЦБ и действия рейтинговых агентств: Fitch пересмотрело прогноз по рейтингу Италии с негативного до стабильного и повысило рейтинги Испании и Греции на одну ступень, до «BBB+» и «B» соответственно, Moody's повысило на одну ступень

Доходности 10-летних государственных облигаций развитых стран (%)



Источник: Bloomberg.

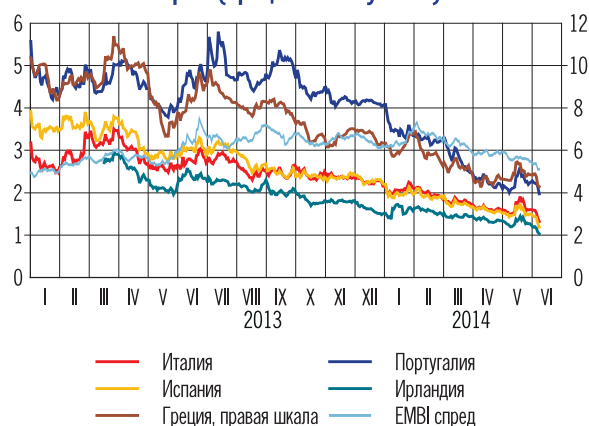
рейтинг Португалии<sup>7</sup>, до «Ba2», и на две ступени рейтинг Ирландии, до «Baa1».

Несмотря на позитивные общемировые тенденции, в ряде стран действие специфических факторов обусловило ухудшение финансовых условий. В Китае замедление экономического роста, корпоративные дефолты и риски чрезмерного охлаждения на рынке недвижимости привели к значительному оттоку средств глобальных инвесторов и сохранению повышенного уровня рисковой премии, что обусловило сдержанную динамику фондовых индексов и ослабление юаня. На динамике курса китайской национальной валюты также сказались увеличение Народным банком Китая объема банковской ликвидности и двукратное расширение коридора допустимых колебаний курса доллара США к юаню.

Национальный банк Казахстана с 11 февраля отказался от поддержки национальной валюты в прежних масштабах и девальвировал тенге относительно доллара США на 19% в целях сохранения золотовалютных резервов и улучшения внешнеторгового баланса страны. Национальный банк Украины

<sup>7</sup> 17 мая Португалия заявила о завершении реализации программы внешней финансовой помощи Европейского союза (ЕС) и МВФ, став второй после Ирландии страной, успешно завершившей программу.

Спреды доходностей 10-летних государственных облигаций стран еврозоны к доходности облигаций Германии, спред EMBI доходностей развивающихся стран (процентных пунктов)



Источник: Bloomberg.

Страновая премия за риск (CDS-спреды, базисных пунктов)



Источник: Bloomberg.

в условиях существенного усиления давления на гривну отказался в марте от проведения валютных интервенций. За февраль-май 2014 г. гривна ослабилась на 37% относительно доллара США.

События на Украине оказали значительное влияние на динамику индикаторов российского финансового рынка. В начале года курс рубля, российские фондовые индексы и доходности облигаций в основном изменялись в соответствии с динамикой средних показателей по другим развивающимся рынкам. Однако с февраля 2014 г. усиление неопределенности относительно развития

**Индексы курсов валют к доллару США  
(1.10.2009 = 100%)**



Примечание: средний индекс курсов валют развивающихся стран рассчитан по курсам к доллару США венгерского форинта, бразильского реала, турецкой лиры, мексиканского песо, польского злотого, румынского лея, малайзийского ринггита, филиппинского песо, индонезийской и индийской рупий.  
Источник: Bloomberg.

ситуации на Украине и ее последствий для российской экономики, введение санкций против России рядом стран и последовавшее снижение суверенного рейтинга России агентством S&P привели к ослаблению рубля относительно большинства мировых валют, падению российских фондовых индексов, росту страновой премии за риск и усилению оттока капитала, а также ухудшению условий привлечения внешнего финансирования. Период максимальной напряженности пришелся на середину марта – начало мая 2014 года. Отклонение индекса курса рубля к доллару США от среднего индекса курсов валют ряда стран с формирующимися рынками к доллару США достигало -7% (среднее отклонение в 2012 и 2013 гг. составляло +2,3 и +2,5% соответственно). В дальнейшем ситуация на российском финансовом рынке отчасти нормализовалась (во второй половине мая отклонение курса рубля к доллару США от индекса курсов валют стран с формирующимися рынками сократилось до уровня -3%, рискованная премия снизилась, а фондовые индексы быстро росли), но продолжала характеризоваться повышенным уровнем волатильности.

Рубль в течение большей части рассматриваемого периода был в числе наиболее

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



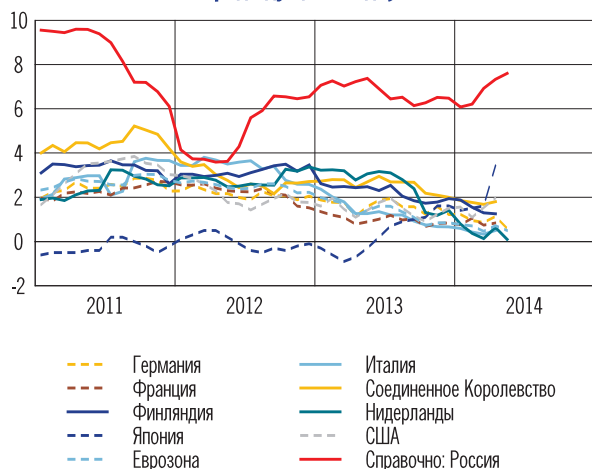
Примечание: показатели доходности и дюрации (IG) и (NiG) рассчитываются по индексному портфелю еврооблигаций с рейтингами инвестиционного и верхнего неинвестиционного классов соответственно.  
Источник: информационное агентство «Сбондс.ру».

обесценившихся валют стран с формирующимися рынками. Курс рубля к доллару США по итогам апреля снизился на 7,8% относительно декабря 2013 г., индекс номинального эффективного курса рубля – на 5,2%. Избежать более значительного ослабления рубля позволили интервенции Банка России на валютном рынке, а также повышение ключевой ставки на внеочередном заседании Банка России в марте. Дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики в конце апреля на фоне роста инфляционных рисков и снижение внешнеполитической напряженности способствовали тому, что в мае рубль оказался в числе лидеров укрепления среди валют стран с формирующимися рынками.

В рассматриваемый период 2014 г. наблюдался рост доходности российских еврооблигаций, а объемы привлечения российскими компаниями средств на внешнем рынке значительно сократились. В результате ухудшения условий внешнего финансирования российские компании привлекли в январе-мае 2014 г. более чем в 4 раза меньше средств через выпуск еврооблигаций, чем за аналогичный период прошлого года: 7 млрд. долл. США против 33 млрд. долл. США<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> По данным информационного агентства «Сбондс.ру».

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



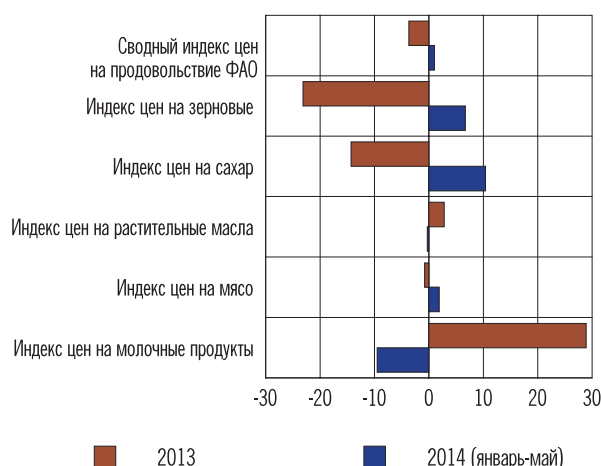
Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

### Инфляция в странах – торговых партнерах России: страны с формирующимися рынками и Р. Корея (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

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



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

### Динамика мировых и российских продовольственных цен (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: ФАО, Росстат.

Банк России не ожидает дальнейшего ухудшения внешних финансовых условий для России. При этом с учетом снижения суверенного рейтинга страны, сохранения высокой волатильности на финансовом рынке и ухудшения перспектив экономического роста интерес иностранных инвесторов к российским активам в ближайшие кварталы, вероятно, будет оставаться сдержанным.

Риски неблагоприятного развития событий на Украине сохраняются на повышенном уровне. Рост внешнеполитической неопределенности может привести к сохранению высоких объемов оттока капитала из России,

а углубление экономического спада на Украине – оказать негативное влияние на экономику России, других стран СНГ и ряда европейских стран. Негативные риски также связаны с ситуацией в финансовом секторе Китая и возможностью более значительного, чем ожидается, замедления роста экономики данной страны. Другим риском является возможная переоцененность отдельных классов активов на мировом рынке, которая может привести к значительному падению их цен по мере сворачивания стимулирующей политики ФРС США. По-прежнему сохраняются риски, связанные с неустойчивостью роста

европейских стран на фоне угрозы дефляции в отдельных экономиках.

За прошедшие месяцы возросло инфляционное давление со стороны внешних факторов, что было связано с ускорением инфляции в ряде стран – торговых партнеров России и возобновлением роста цен на мировом продовольственном рынке.

Динамика инфляции в странах – торговых партнерах была разнонаправленной. В большинстве стран Европы годовые темпы

роста потребительских цен за первые месяцы 2014 г. в среднем были ниже, чем кварталом ранее. Европейская комиссия в очередной раз пересмотрела вниз прогноз инфляции в еврозоне (с 1,0 до 0,8% в 2014 г.). Сдерживающее влияние на цены в регионе оказывали слабый внутренний спрос, наблюдавшаяся ранее тенденция к снижению цен на мировых товарных рынках, а также укрепление евро. Снижалось и инфляционное давление в Китае, преимущественно за счет

### Состояние рынка недвижимости Китая

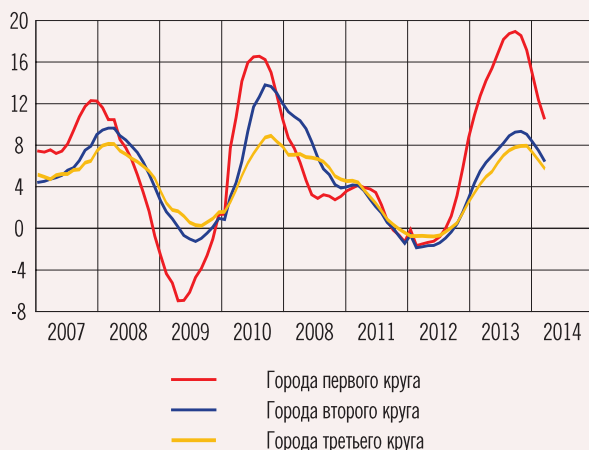
В настоящее время одним из наиболее значимых рисков, связанных с экономикой Китая, является наметившееся в конце 2013 г. и ставшее более выраженным в начале 2014 г. охлаждение на рынке недвижимости.

В январе-апреле 2014 г. наблюдалось быстрое снижение активности на китайском рынке недвижимости. Цены на новое жилье в апреле снизились по сравнению с предыдущим месяцем в восьми из 70 обследуемых Национальным бюро статистики Китая городов (в марте в 4 городах), на вторичном рынке жилья – в 22 городах (14 в марте). Продажи жилья сократились за январь-апрель относительно аналогичного периода прошлого года на 6,9%, закладки нового строительства – на 22%. В марте появилось сообщение о первом банкротстве китайской компании-девелопера. На фоне указанных событий агентство Moody's изменило прогноз по кредитному рейтингу сектора недвижимости со стабильного на негативный.

Наблюдающееся охлаждение рынка недвижимости может объясняться как циклическими, так и спекулятивными факторами. С 2013 г. правительство Китая активизировало меры по борьбе с перегревом в финансовом секторе, что привело к общему ужесточению денежно-кредитных условий в экономике, причем на рынке недвижимости были также введены специфические меры, такие как ограничение количества объектов недвижимости у одного собственника и увеличение первичных взносов по ипотеке. Однако стремительное ухудшение ситуации в данном сегменте экономики может быть обусловлено также и тем, что наблюдавшийся ранее рост цен и нового строительства носил спекулятивный характер. Об этом, в частности, свидетельствует формирование избыточного предложения недвижимости на фоне опережающего роста строительства по сравнению с объемами продажи жилья. По оценке Moody's, уровень запасов жилья в восьми отслеживаемых агентством городах на конец апреля 2014 г. составлял 14 месяцев, приблизившись к предыдущему локальному пику в 16 месяцев, достигнутому в начале 2012 года.

Сектор недвижимости по итогам 2013 г. составлял 6% ВВП и обеспечивал около 25% инвестиций в основной капитал. Однако ухудшение ситуации на рынке недвижимости окажет более широкое влияние на экономику и затронет сектор строительства (7% ВВП) и ряд обрабатывающих отраслей промышленности. Вероятны негативные последствия для финан-

Цены на новое жилье  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Примечание: города подразделяются на круги по величине; города первого круга – наиболее крупные, включая Пекин и Шанхай.  
Источник: Bloomberg.

совой системы: долги компаний сектора недвижимости составляют пятую часть кредитного портфеля банков, при этом данные компании также активно привлекают средства на финансовом рынке и в параллельном банковском секторе. Кроме того, по значительной доле долговых обязательств в китайской экономике недвижимость либо напрямую используется в качестве залога, либо от динамики ее цен так или иначе зависят финансовые потоки заемщиков. В частности, падение цен на недвижимость ударит по местным бюджетам, общий долг которых по состоянию на середину 2013 г. приблизился к отметке 18 трлн. юаней, или 32% ВВП, и значительную долю доходов которых составляет выручка от продажи земельных участков девелоперам (по разным оценкам, до 30–50%).

На рынке недвижимости Китая и ранее наблюдались эпизоды быстрого роста цен и их последующей коррекции, однако текущая ситуация может представлять дополнительные риски для экономики страны. Во-первых, в настоящее время происходит общее охлаждение экономической активности и замедление роста доходов населения: увеличение доходов на душу городского населения без учета поступлений от недвижимости составило в 2013 г. 9,5% (12,5% годом ранее), что является самым низким значением как минимум за последние десять лет. Во-вторых, замедляются процессы урбанизации населения, которые ранее стимулировали ускоренный рост спроса на недвижимость (тем не менее уровень урбанизации пока относительно невысок и составил в 2013 г. 54%; для сравнения, в России – 74%). Кроме того, в последние годы возросли финансовые риски, связанные с бурным развитием параллельного банковского сектора (см. врезку «Ситуация в финансовом секторе Китая» в предыдущем выпуске Доклада).

Спад на рынке недвижимости может оказаться значительнее, чем в 2011–2012 гг., также и вследствие более жесткого курса нового правительства Китая в отношении перегрева в финансовом секторе. В частности, китайские власти неоднократно заявляли о своей готовности в рамках политики оздоровления финансового сектора мириться с меньшими темпами роста экономики и отдельными корпоративными дефолтами. Таким образом, правительство, как ожидается, не прибегнет к масштабным стимулирующим программам для поддержки рынка недвижимости. Тем не менее вероятно расширение перечня точечных мер, которые уже начинают приниматься властями. В частности, местные власти в некоторых регионах, по сообщениям новостных агентств, начали ослаблять ограничения в сфере покупки недвижимости. Также сообщалось о том, что Народный банк Китая рекомендовал банкам ускорить выдачу ипотечных кредитов первичным покупателям жилья.

В базовом сценарии Банк России ожидает, что коррекция на рынке недвижимости не приведет к существенному замедлению роста экономики или дестабилизации ситуации в финансовом секторе Китая. Стимулирующие меры правительства в совокупности с восстановлением внешне-

го спроса по мере улучшения ситуации в странах – торговых партнерах Китая позволят поддерживать темпы роста экономики страны на достаточно высоком уровне. При этом, по оценкам Moody's, потери ведущих девелоперов от падения цен и продаж недвижимости будут ограниченными, так как они имеют достаточный запас ликвидности и доступ к финансированию.

Тем не менее риски негативного пересмотра Банком России прогноза по росту экономики Китая, составляющего 7,4% в 2014 г., в настоящее время оцениваются как высокие. Реализация неблагоприятного сценария затормозит рост мировой экономики, может вызвать отток капитала с формирующихся рынков, а также привести к падению цен на товарных рынках и ухудшению условий торговли для России.

**Показатели рынка недвижимости (накопленные с начала года объемы, в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источник: Национальное бюро статистики Китая.

более низких темпов роста продовольственных цен. Между тем инфляция в странах СНГ, Турции и Бразилии в последние месяцы существенно ускорилась вследствие произошедшего ранее ослабления национальных валют данных стран.

В среднем инфляция в странах, на которые приходится основная доля импорта товаров Россией, достигнув минимальных уровней в конце 2013 – начале 2014 г., в последние месяцы начала ускоряться. Как ожидается, отмеченная тенденция сохранится и будет связана как с ростом инфляции в развивающихся странах, так и с началом цикла повышения инфляции в ряде европейских стран по мере восстановления экономики региона. Ожидаемая динамика внешней ин-

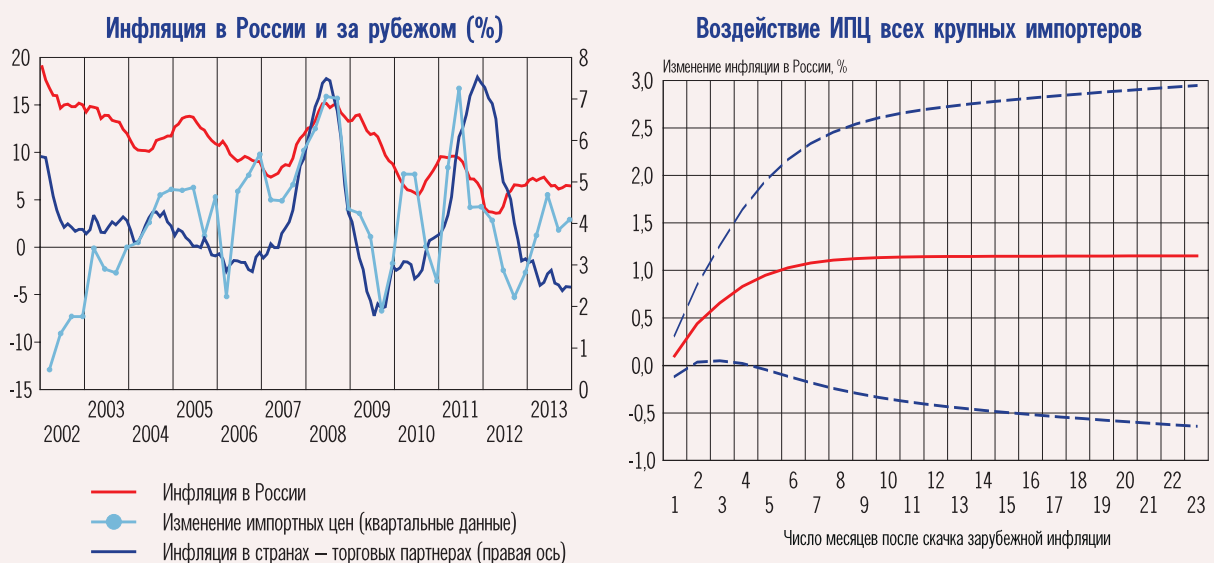
фляции может обусловить ускорение роста цен на импортируемую Россией продукцию. Вместе с тем данный эффект будет частично компенсирован произошедшим ослаблением украинской гривны и казахского тенге по отношению к рублю.

В I квартале 2014 г. после более чем полугодового снижения возобновился рост мировых цен на продовольствие. Индекс продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО) возрос на 2,6% в мае относительно января 2014 г., когда он достиг минимального за последние полтора года уровня. Цены увеличились практически на все товарные группы, учитываемые ФАО, что было связано как с высоким спросом на продовольствие,

#### Влияние изменения цен в странах – торговых партнерах России на российскую инфляцию

Банком России была произведена оценка влияния зарубежной инфляции на изменение цен в России. Для анализа были выбраны три крупнейших торговых партнера нашей страны: Китай (первое место по торговому обороту и импорту в Россию<sup>1</sup>), Германия (третье место по обороту и второе по импорту) и Украина (пятое место по обороту и четвертое по импорту).

Основным каналом воздействия зарубежной инфляции на российскую является импорт: при росте цен за рубежом растут и цены товаров, импортируемых в Россию, что, разумеется, сказывается на уровне потребительских цен в стране. Поэтому можно ожидать, что при росте общемирового уровня цен вырастет уровень цен и в России, поскольку большое количество товаров импортируется в Россию из-за рубежа. Так, по данным Росстата, доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли в России в 2013 г. составила 44%.



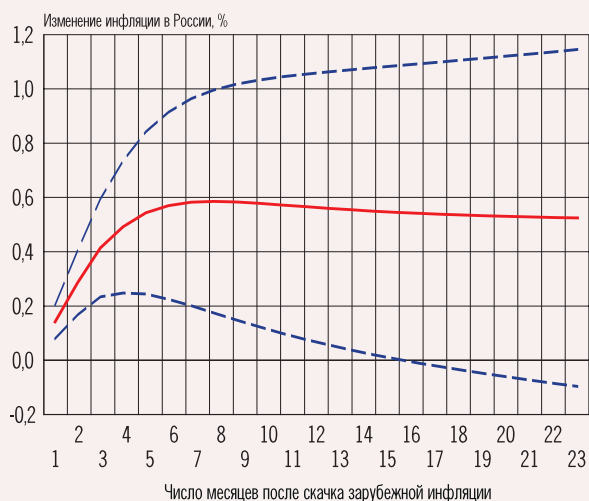
Источники: Росстат, ФТС, национальные статистические ведомства зарубежных стран.

Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Среди всех стран – торговых партнеров России, по данным ФТС за 2013 год.

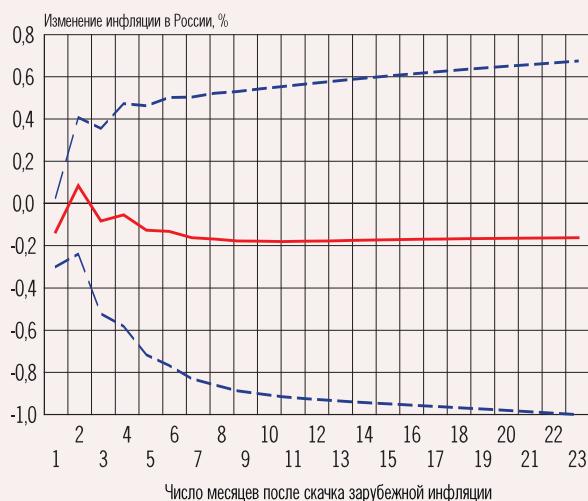


### Воздействие ИПЦ Украины



Источник: Банк России.

### Воздействие ИПЦ Германии



Источник: Банк России.

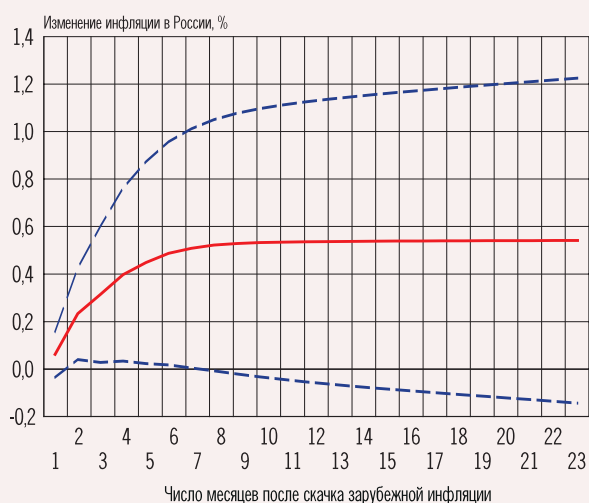
Непосредственной статистической взаимосвязи между индексами цен в России и за рубежом нет – корреляция между темпами инфляции в России и странах – торговых партнерах составляет лишь 3%. Это наглядно проиллюстрировано на графике, где представлены годовые приросты индекса потребительских цен в России, индекса потребительских цен в странах – торговых партнерах<sup>2</sup>, а также индекса российских импортных цен. Легко увидеть, что показатели не всегда ведут себя схожим образом. Темп роста ИПЦ в первую очередь определяется другими факторами, однако после учета их влияния и применения распространенных в научной литературе методов эконометрической оценки, описанных ниже, удастся выявить значимую связь между российской и зарубежной инфляциями.

Для количественной оценки воздействия изменения цен за рубежом на российскую инфляцию была, в соответствии с распространенной мировой практикой, оценена модель векторной авторегрессии (VAR). В число переменных были включены российский и зарубежные индексы потребительских цен, а также ряд российских макроэкономических показателей, влияющих на инфляцию.

В качестве внутренних детерминантов инфляции были выбраны индекс выпуска продукции и услуг базовых отраслей экономики (переменная, рассчитываемая Росстатом и близко связанная с ВВП), номинальный эффективный обменный курс рубля к иностранным валютам, денежный агрегат M2 и ставка денежного рынка (MIACR). Оценивание проводилось на месячных данных с января 2002 г. по декабрь 2013 года.

Были оценены две модели. В первой помимо российских макроэкономических переменных и индекса потребительских цен использовался только агрегированный индекс потребительских цен в странах – торговых партнерах. Во вторую модель вместо агрегированного индекса были

### Воздействие ИПЦ Китая



Источник: Банк России.

<sup>2</sup> Данный индекс рассчитан как средневзвешенный ИПЦ по 22 крупнейшим странам – импортерам в Россию, где вес каждой страны определен исходя из ее доли в импорте в Россию.

включены индексы потребительских цен Китая, Германии и Украины, а также агрегированный индекс цен прочих крупнейших торговых партнеров России (без учета указанных трех стран).

В качестве основной иллюстрации воздействия зарубежной инфляции на российскую были рассчитаны функции импульсного отклика, позволяющие выделить влияние одной переменной на другую, учитывая при этом опосредованное влияние через прочие переменные. Данная функция оценивает изменение выбранной переменной, которое произойдет в будущем в случае скачка другой переменной в текущий момент времени. На графиках представлены аккумулярованные функции импульсного отклика, то есть графики суммарного изменения переменной за все периоды, предшествующие указанному на оси абсцисс. Значение на оси ординат можно трактовать как изменение темпов инфляции в России (в процентах) при мгновенном ускорении зарубежной инфляции на 1%. Помимо непосредственно функции импульсного отклика на графиках пунктиром представлены линии, соответствующие отклонению от значения функции вверх и вниз на две стандартные ошибки. Ошибки рассчитаны с помощью симуляций методом Монте-Карло.

На графике, представляющем реакцию российской инфляции на агрегированную инфляцию по всем странам – торговым партнерам, можно увидеть, что в случае мгновенного изменения агрегированного индекса на 1% можно ожидать увеличения российской инфляции на ту же величину в течение полугода. Однако более интересным представляется вопрос о том, как отличается влияние инфляции в отдельных странах на российскую инфляцию.

Как видно из графиков, динамика цен в Китае и на Украине имеет значительное положительное воздействие на инфляцию в России. Помимо вышеуказанных соображений о связи через импортные цены стоит также отметить, что Украина и Китай, как и Россия, входят в число развивающихся стран, и макроэкономические процессы в них зачастую имеют схожий характер, причем изменения в экономике одной страны способны повлиять на настроения инвесторов и игроков на рынке по отношению к другой стране.

В свою очередь инфляция в Германии влияет на российские цены очень слабо (все значения функции импульсного отклика российской инфляции на немецкую статистически незначимы). Причиной этого может быть в том числе феномен, известный в научной литературе под названием *ricing-to-market* – ситуация, когда при увеличении цен на товары внутри страны (в данном случае Германии) цены экспортных товаров увеличиваются намного слабее или вообще не изменяются. Одним из объяснений такой ситуации является конкуренция за российский рынок с другими поставщиками аналогичной продукции, вынуждающая не увеличивать цены вслед за их ростом в стране производства. В случае с импортом из Германии такая конкуренция может иметь место в фармацевтической отрасли, импорте автомобилей и бытовых приборов, химической промышленности. В свою очередь основные статьи импорта из Китая (одежда, мебель, пластмассовые изделия) не испытывают столь сильного конкурентного давления во многом потому, что китайская продукция обладает низкой ценой. По той же причине стоит ожидать от китайских производителей повышения цен в случае скачка инфляции в Китае – сохранение цен на прежнем уровне может привести к убыткам компаний. Что же касается Украины, то многие важнейшие статьи импорта из этой страны (например, продукция тяжелого машиностроения) весьма специфичны и по крайней мере в краткосрочной перспективе близких конкурентов не имеют. Поэтому скачок инфляции на Украине может быть достаточным стимулом для украинских производителей к повышению экспортных цен в Россию.

так и с действием факторов предложения: ожиданиями низкого урожая зерновых культур в США из-за холодной зимы, опасениями относительно устойчивости поставок зерновых с Украины, проблемами с поставками сахара в связи с засухой в Бразилии, ограничением предложения мяса на фоне неблагоприятных погодных условий в некоторых ре-

гионах мира. Вместе с тем в апреле-мае цены на ряд товаров снизились, а сводный индекс цен ФАО по-прежнему сохранялся ниже прошлогодних уровней. В ближайшие кварталы возможно снижение цен на зерновые с учетом улучшения погодных условий в США и меньшей неопределенности относительно поставок с Украины. Вместе с тем цены

на мясо и молоко могут возрасти в условиях увеличения спроса со стороны стран с формирующимися рынками. Природное явление Эль-Ниньо<sup>9</sup>, которое, как ожидается, возникнет в ближайшие месяцы, также может привести к росту цен отдельных продовольственных товаров вследствие ухудшения погодных условий.

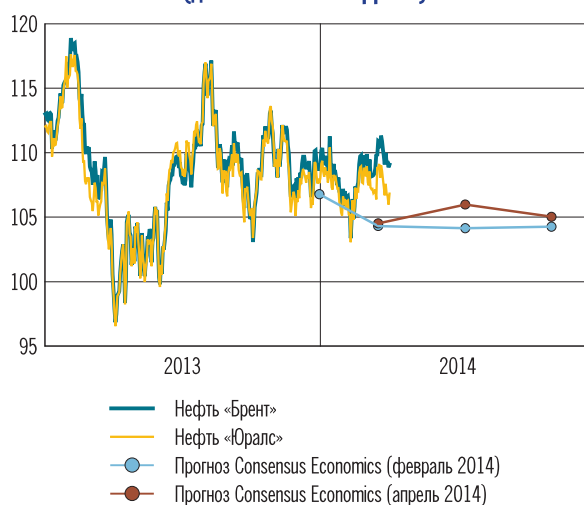
### Товарные рынки

В феврале-мае 2014 г. цена на нефть на мировом рынке изменилась незначительно. Цена на нефть «Юралс» в указанный период составляла в среднем 107,4 долл. США за баррель и была на 0,9% ниже, чем в октябре 2013 – январе 2014 года. С одной стороны, снижению цены на нефть способствовало превышение предложением спроса в условиях слабой экономической активности в развивающихся странах, роста добычи и экспорта нефти в Ираке, а также увеличения запасов сырой нефти в США до максимального за всю историю наблюдения уровня. С другой стороны, более значительному снижению цен на нефть препятствовала напряженная ситуация на Украине, перебои в поставках нефти из стран Ближнего Востока и Северной Африки, увеличение спроса со стороны Китая для формирования запасов нефти.

Банк России ожидает, что в ближайшие кварталы цены на нефть и нефтепродукты, на которые в 2013 г. приходилось 54,1% стоимостного объема экспорта России, будут снижаться из-за более медленного роста мирового спроса на эти товары по сравнению с ростом мирового предложения. Этому будут способствовать замедление экономического роста в Китае (по данным Международного энергетического агентства, на Ки-

<sup>9</sup> Температурная аномалия, выражающаяся в повышении температуры поверхностного слоя приэкваториальной части Тихого океана, обычно возникающая раз в несколько лет. При возникновении Эль-Ниньо происходят изменения в циркуляции атмосферы, которые могут обусловить значительное ухудшение погодных условий в Юго-Восточной Азии, Южной Америке и Австралии (засухи, наводнения, ураганы).

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



Источники: Reuters, Consensus Economics.

Соотношение мирового спроса и предложения нефти  
(млн. барр. в день)



Источник: Международное энергетическое агентство.

тай приходилось 11,2% мирового спроса на нефть в I квартале 2014 г.), внедрение энергосберегающих технологий, межтопливная конкуренция, рост добычи нефти в Ливии, Иране и Ираке.

Второй по значимости (12,8% в 2013 г.) экспортный товар России – природный газ – в рассматриваемый период продолжил дешеветь в связи с высоким уровнем запасов и со снижением спроса в Европе благодаря мягкой зиме. В условиях уменьшения разницы в ценах дешевого газа в США и дорогого в Европе и Японии благодаря развитию поставок сжиженного газа вероятно сохране-

### Долгосрочные тенденции на мировом рынке продовольствия

Цены на мировых продовольственных рынках меняются под влиянием множества факторов: колебаний погодных условий и объемов собираемых урожаев в странах-производителях, тарифной политики и других регулятивных мер правительств, спекулятивной активности финансовых инвесторов на биржевых рынках товаров и многого другого. Однако долгосрочные тенденции в ценах в наибольшей степени определяются изменениями в потребительских предпочтениях, которые в свою очередь достаточно тесно связаны с динамикой доходов на душу населения.

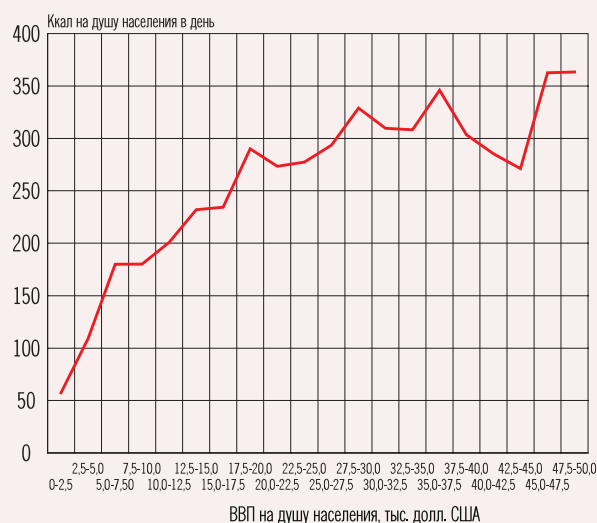
Структура потребления продовольственных товаров сильно меняется по мере роста доходов на душу населения, спрос на разные товарные группы демонстрирует существенно различную зависимость от уровня доходов. В то же время тенденции в динамике уровня доходов на душу населения в мире в целом на горизонтах в 5–10 лет являются довольно устойчивыми и позволяют делать выводы о перспективах роста спроса на различные товарные группы.

Банк России проанализировал зависимость потребления продовольственных товаров от ВВП на душу населения в совокупности и по пяти группам, входящим в расчет индекса цен продовольственных товаров Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН: злаки и зерновые культуры, мясо, молочная продукция, растительные масла и сахар. Базой для исследования стали данные по 44 развитым странам и странам с формирующимися рынками, на долю которых приходится почти 90% мирового ВВП и более 75% мирового населения<sup>1</sup>.

В среднем по всем странам общий объем потребления продовольственных товаров (выраженный в килокалориях в день) быстро растет по мере роста ВВП на душу населения, пока не достигается уровень порядка 12–13 тыс. долл. США. Затем темпы роста потребления снижаются, однако остаются в среднем положительными при любых уровнях ВВП на душу населения.

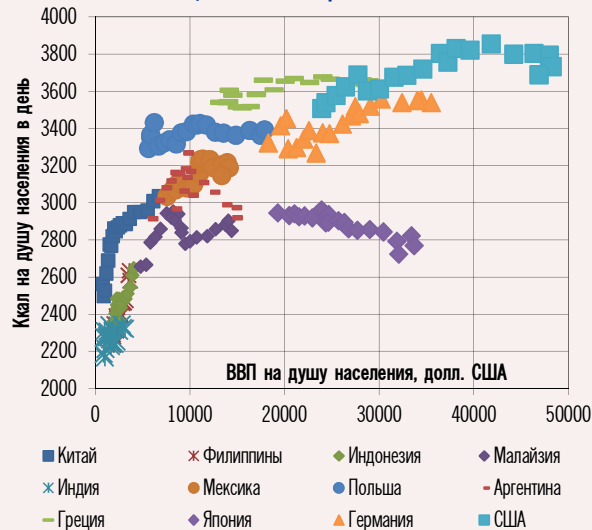
Однако структура потребления существенно меняется. По мере роста благосостояния населения «фокус» потребления смещается в сторону более «сложных» (и зачастую дорогих) видов продовольственных товаров. Так, в странах с низким уровнем ВВП на душу населения сравнительно большую долю в структуре потребления играют злаки как основной источник «дешевых» калорий. В Индии, например, на них приходится более 70% потребления. И наоборот, с ростом благосостояния все большую роль начинают играть остальные компоненты – мясные и молочные продукты, растительные масла и сахар.

Общий объем потребления продовольственных товаров



Источники: ФАО, МВФ.

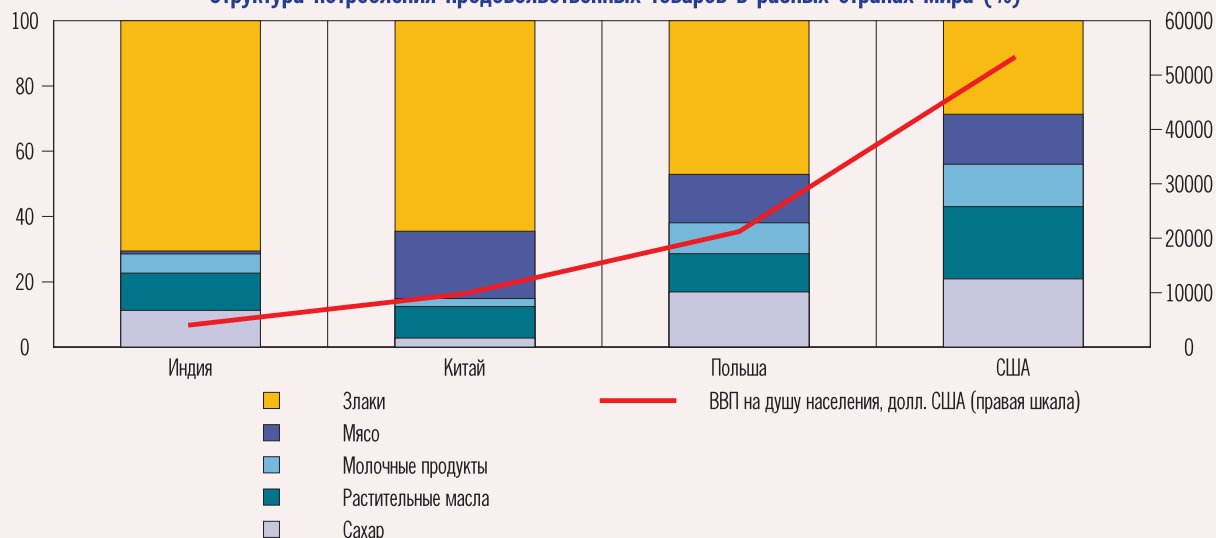
Общий объем потребления



Источники: ФАО, МВФ.

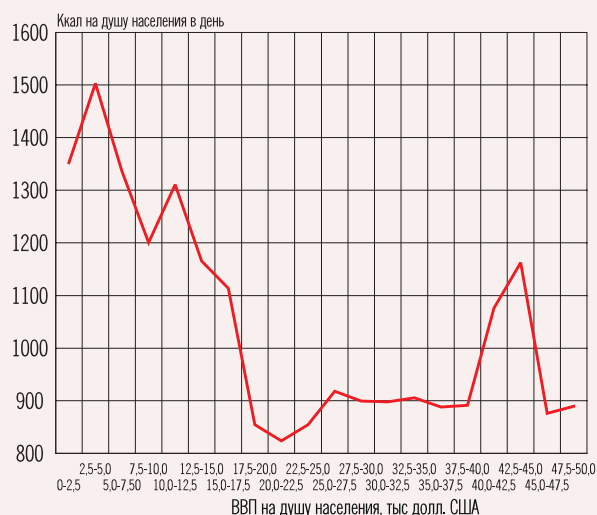
<sup>1</sup> Здесь и далее источник данных и прогнозов о численности населения и подушевом ВВП – МВФ, World economic outlook, апрель 2014 года.

Структура потребления продовольственных товаров в разных странах мира (%)



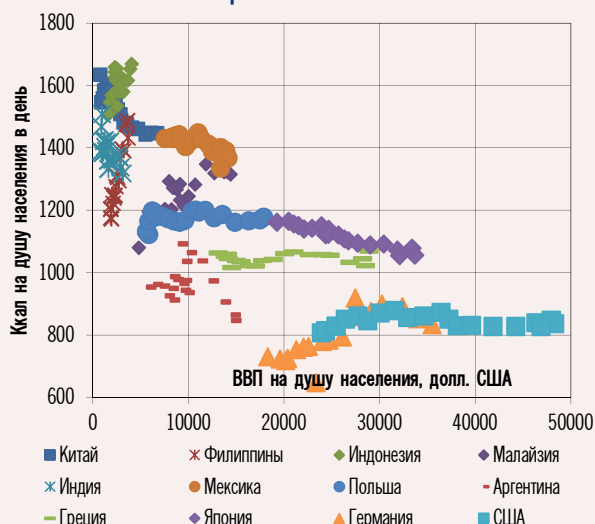
Источники: ФАО, МВФ.

Потребление злаков



Источники: ФАО, МВФ.

Потребление злаков

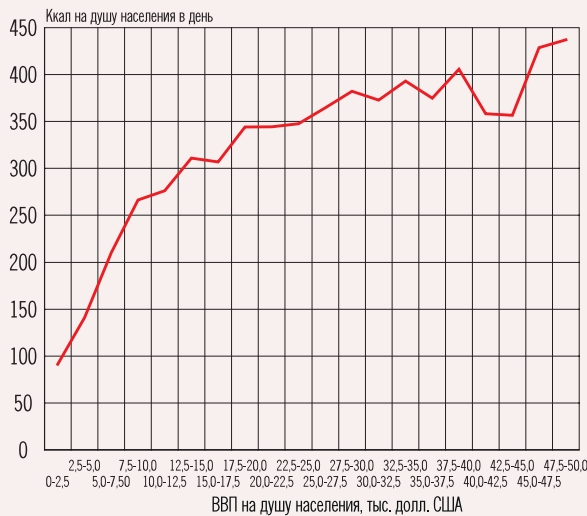


Источники: ФАО, МВФ.

Средний по всем странам спрос на злаки быстро достигает пика по мере роста ВВП на душу населения, где-то на уровне 5 тыс. долл. США, потом снижается от этого пика на 30–40% и дальше практически не меняется по мере роста благосостояния. В 2013 г. чуть более 35% населения рассматриваемых стран имели подушевой ВВП меньше 5 тыс. долл. США, к 2018 г. эта доля сократится примерно до 10% населения. Конечно, спрос на злаки будет продолжать расти и просто по мере роста численности населения, а также за счет производства злаков как кормовых культур, для переработки в биотопливо и т.д. Тем не менее период ускоренного роста спроса на злаки, по всей видимости, уже позади, основной причиной взлетов и падений цен могут быть шоки предложения.

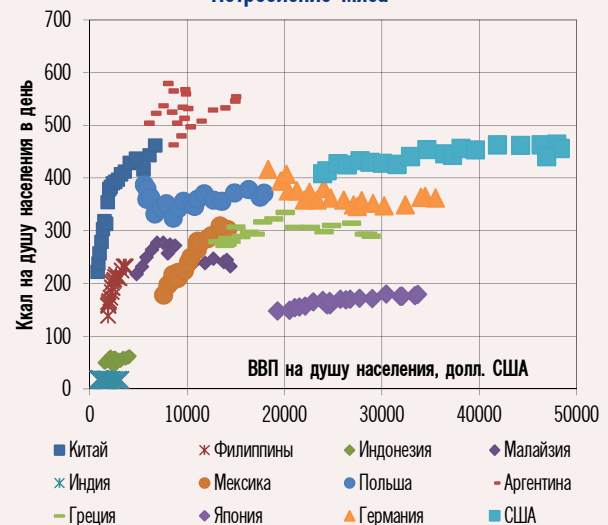
В отличие от злаков, темп роста спроса на мясо остается положительным практически при любом уровне ВВП на душу населения. Особенно быстро потребление мяса растет, пока ВВП на душу населения находится в диапазоне до 15 тыс. долл. США. В потреблении мясных продуктов существуют значительные межстрановые различия. Существенно ниже среднемирового тренда остается потребление мяса в Японии (долю мяса занимают рыба и морепродукты), значительно выше – например, в Китае и Аргентине. Тем не менее подушевое потребление мяса в Китае пока продолжает расти. Средний по рассматриваемым странам уровень ВВП на душу населения в 2013 г. составлял

### Потребление мяса



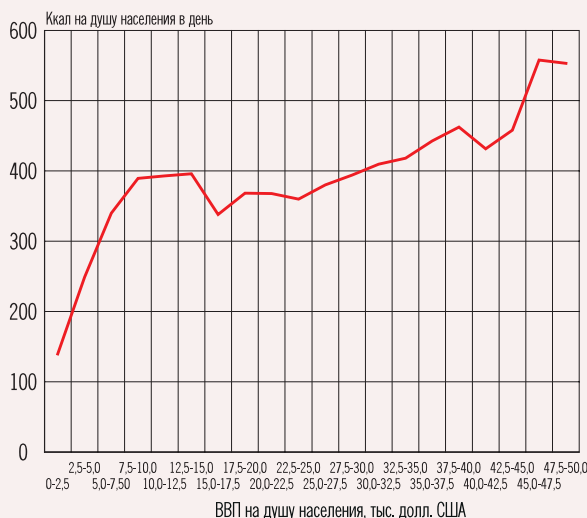
Источники: ФАО, МВФ.

### Потребление мяса



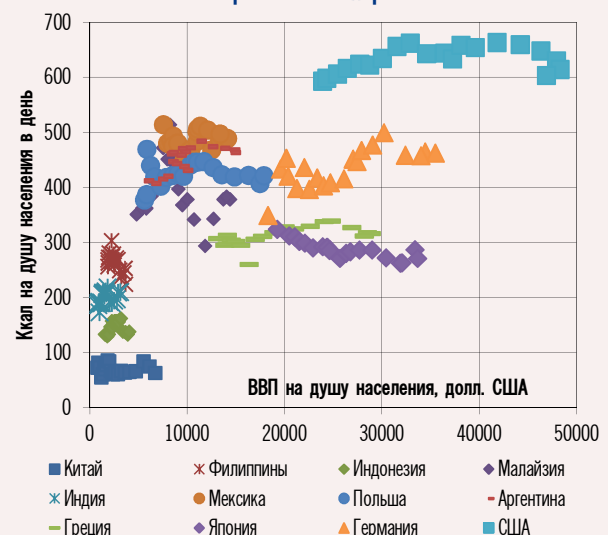
Источники: ФАО, МВФ.

### Потребление сахара



Источники: ФАО, МВФ.

### Потребление сахара



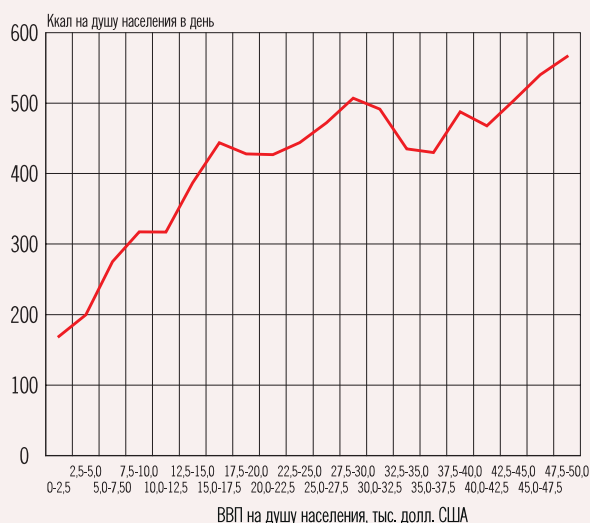
Источники: ФАО, МВФ.

13,5 тыс. долл. США – все еще в зоне быстрого роста спроса на мясо. При этом почти 75% населения рассматриваемых стран имели доход ниже среднего. Это дает основания ожидать сохранения высоких темпов роста спроса на мясо в ближайшие годы.

Потребление сахара очень быстро растет при низких значениях ВВП на душу населения, примерно до 10 тыс. долл. США. Однако по достижении этого уровня темпы роста замедляются практически до нуля. Средний уровень ВВП на душу населения в мире уже превысил этот уровень, к тому же в Китае и ряде других азиатских стран, обеспечивающих основной вклад в рост ВВП на душу населения, спрос на сахар практически не увеличивается. Таким образом, потенциал роста спроса на сахар хоть и несколько выше, чем потенциал роста спроса на злаки, но все равно не слишком высок.

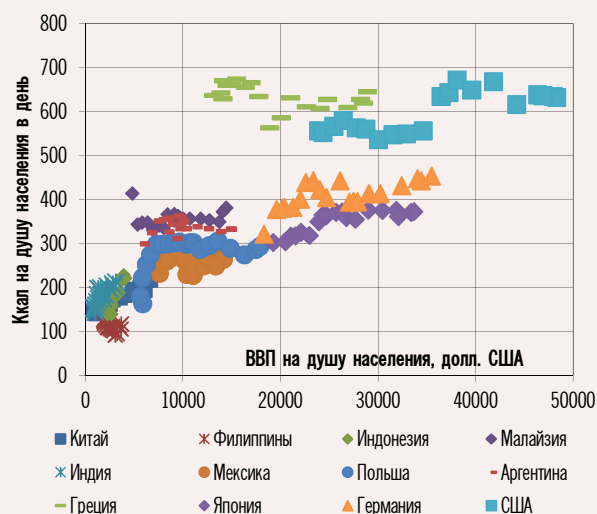
В отличие от сахара, потребление растительных масел устойчиво растет вплоть до весьма высокого уровня ВВП на душу населения, достигая максимума в районе 30 тыс. долл. США. При этом межстрановые различия в динамике потребления растительных масел являются наименьшими среди всех рассматриваемых групп товаров. Это дает основания ожидать сохранения тенденции к росту мирового спроса на растительные масла еще в течение длительного времени.

### Потребление растительного масла



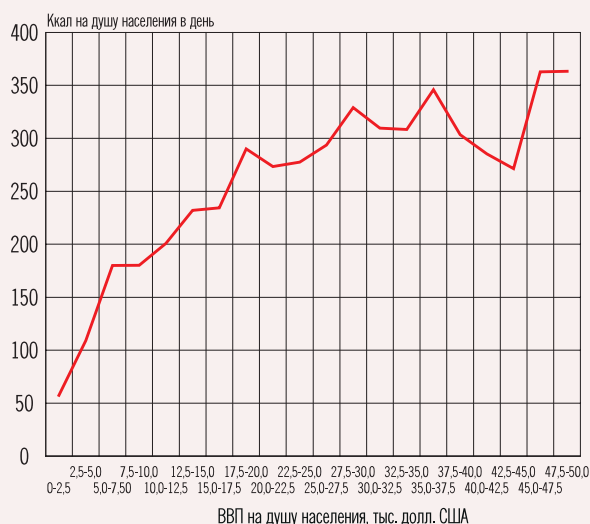
Источники: ФАО, МВФ.

### Потребление растительных масел



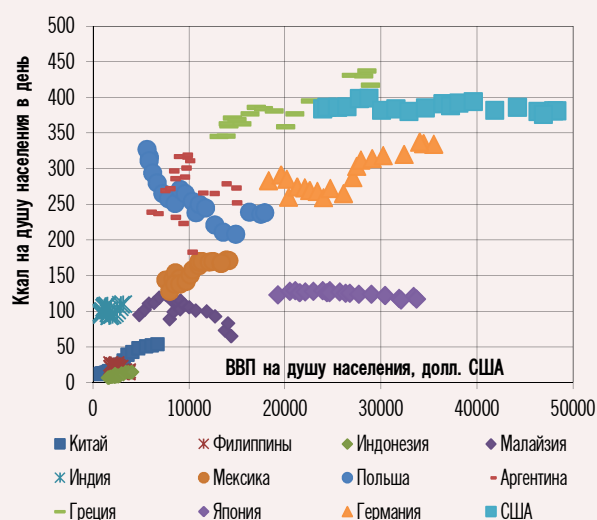
Источники: ФАО, МВФ.

### Потребление молока



Источники: ФАО, МВФ.

### Потребление молока



Источники: ФАО, МВФ.

Мировой спрос на молоко устойчиво растет по мере роста благосостояния населения, достигая пика после 35 тыс. долл. США. Однако в динамике потребления молока в разных странах присутствуют гораздо более серьезные различия. Так, например, японцы потребляют существенно меньше молока, чем предполагает среднемировой тренд, и среднедушевой объем потребления почти не меняется. В Китае среднедушевое потребление молока тоже существенно отстает от мирового тренда, однако в отличие от Японии спрос на молоко в стране в последние годы начал быстро расти. За 2009 – 2013 гг. физический объем импорта сухого молока в Китай вырос втрое, а в относительном выражении – увеличился с 17 до 40% от мирового объема импорта сухого молока. Ряд других развивающихся стран с высокой численностью населения (например, Индонезия и Филиппины) и низким подушевым ВВП демонстрирует схожую динамику. Это создает перспективы для быстрого роста спроса на молоко еще в течение длительного времени.

Спрос на различные группы продовольственных товаров по-разному зависит от благосостояния потребителей. По мере роста ВВП на душу населения спрос смещается в сторону более «сложных», более дорогих и требующих больших инвестиций продуктов. Так, спрос на злаки достигает пика при довольно низком (порядка 5 тыс. долл. США) подушевом уровне ВВП, потом существен-

но снижается. Спрос на сахар перестает расти по достижении ВВП на душу населения примерно 10 тыс. долл. США. И наоборот, спрос на растительные масла, мясо и молоко продолжает расти вплоть до достижения весьма высоких показателей благосостояния населения.

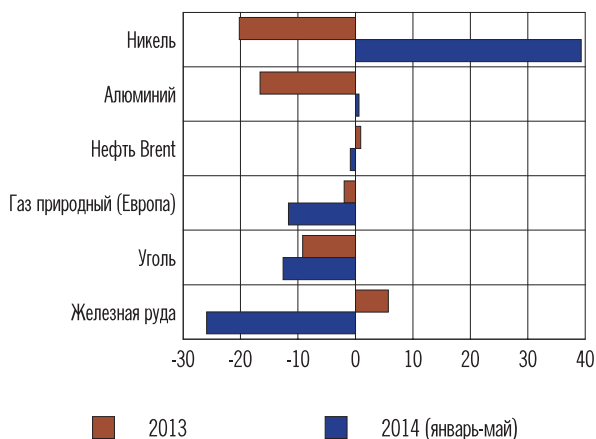
Средний по рассматриваемым странам уровень ВВП на душу населения в 2013 г. составлял 13,5 тыс. долл. США, медианный – 8,2 тыс. долл. США. К 2018 г. (последний год, на который делает прогнозы МВФ) средний уровень ВВП на душу населения вырастет более чем на 25%, до 17 тыс. долл. США, медианный – почти на 80%, до 14,7 тыс. долл. США. Это означает:

- сравнительно низкие темпы роста спроса на злаки, поскольку пиковый уровень спроса приходится на уже преимущественно пройденные более низкие значения подушевого ВВП, и основными драйверами роста спроса будут увеличение численности населения и все большее использование злаков как кормовых культур, а также для переработки в биотопливо и т.д.;
- умеренный рост спроса на сахар (по мере того как более бедные страны будут проходить стадию ускоренного роста потребления сладкого);
- значительный рост спроса на растительные масла, мясо и особенно на молоко и молочную продукцию. Уровень ВВП на душу населения в быстрорастущих и густонаселенных странах с формирующимися рынками соответствует фазе ускоренного роста спроса на эти группы товаров. Дополнительным источником роста спроса на молоко будет сокращение отставания объемов потребления в Китае и ряде других стран от среднемирового тренда. Кроме того, спрос Китая на продовольственный импорт будет поддерживаться низким доверием к качеству китайского сырья вследствие неблагоприятной экологической обстановки в стране.

ние тенденции к снижению цен на газ в Европе. На рынке угля после роста в IV квартале 2013 г. к июню 2014 г. цены упали до минимального за несколько лет уровня на фоне затоваривания рынка. Ожидается, что уголь продолжит дешеветь в условиях сохранения превышения предложением спроса в силу замедления роста потребления в Китае (половина мирового потребления), закрытия угольных электростанций в США и развития возобновляемых источников энергии.

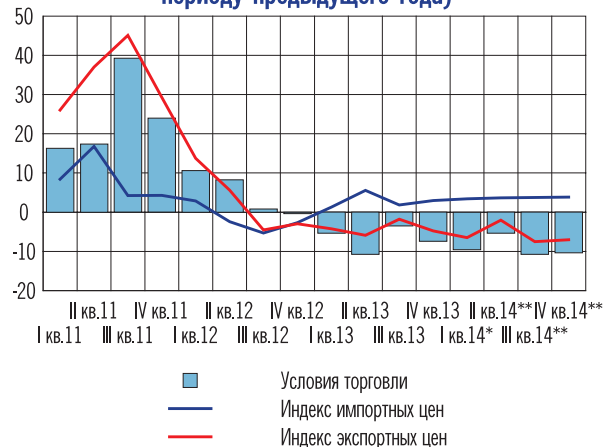
Цены на основные экспортируемые Россией металлы в феврале-мае 2014 г. продемонстрировали разнонаправленную динамику. Железная руда подешевела на 22% в условиях сохранения низкого спроса со стороны сталелитейной промышленности, достаточных запасов руды в китайских портах и увеличения ее добычи в Австралии. В то же время никель после введения Индонезией 12 января запрета на экспорт в феврале-мае подорожал на 38%. По прогнозам Всемирного

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



\* Среднее значение за последний месяц периода к среднему значению за декабрь предыдущего года.  
Источник: Всемирный банк.

**Условия торговли и индексы экспортных и импортных цен России (в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



\* Оценка  
\*\* Прогнозы Банка России.  
Источники: Федеральная таможенная служба России, расчеты Банка России.



банка, на фоне замедления роста экономики Китая, обеспечивающего около половины мирового потребления металлов, в целом за 2014 г. цены на железо, алюминий и никель снизятся относительно 2013 года.

По прогнозам Банка России, условия внешней торговли продолжат ухудшаться по мере снижения цен на основные экспортные товары России и роста цен импорта, согласующегося с ожидаемой динамикой инфляции в странах – торговых партнерах России.

### **Платежный баланс**

Сальдо счета текущих операций в I квартале 2014 г., по оценке, составило 27,6 млрд. долл. США, увеличившись по сравнению с I кварталом 2013 г. более чем на 13%. Произошло это преимущественно за счет опережающего сокращения импорта товаров по сравнению с экспортом. Объем экспорта товаров снизился менее чем на 2%, объем импорта – более чем на 7%. По оценке, снижение экспорта происходило в основном за счет действия ценового фактора, тогда как в реальном выражении наблюдалось некоторое его увеличение. На динамике импорта сказались ослабление рубля, а также общее замедление экономического роста и, как следствие, снижение спроса на импорт.

Повышенная волатильность на мировом финансовом рынке в начале года, а также рост неопределенности в связи с событиями на Украине обусловили высокий спрос на иностранные активы со стороны частного сектора. Чистый вывоз капитала банками и прочими секторами в I квартале 2014 г. после исключения влияния сделок «валютный своп» Банка России с банками-резидентами и изменений остатков средств на валютных корсчетах кредитных организаций в Банке России превысил 63 млрд. долл. США, несмотря на резкое снижение объема сомнительных операций (2,1 млрд. долл. США в I квартале 2014 г. по сравнению с 9,2 млрд. долл. США в I квартале 2013 г.). Значитель-

ная часть оттока была обусловлена операциями резидентов, в частности – ростом спроса на наличную иностранную валюту.

В январе-феврале 2014 г. чистый ввоз банками наличной иностранной валюты составил 6,2 млрд. долл. США (по сравнению с -0,4 млрд. долл. США за аналогичный период 2013 г.). Расширение предложения наличных банкнот было связано с повышенным спросом со стороны институциональных покупателей и не привело к заметным изменениям остатков средств в кассах банков.

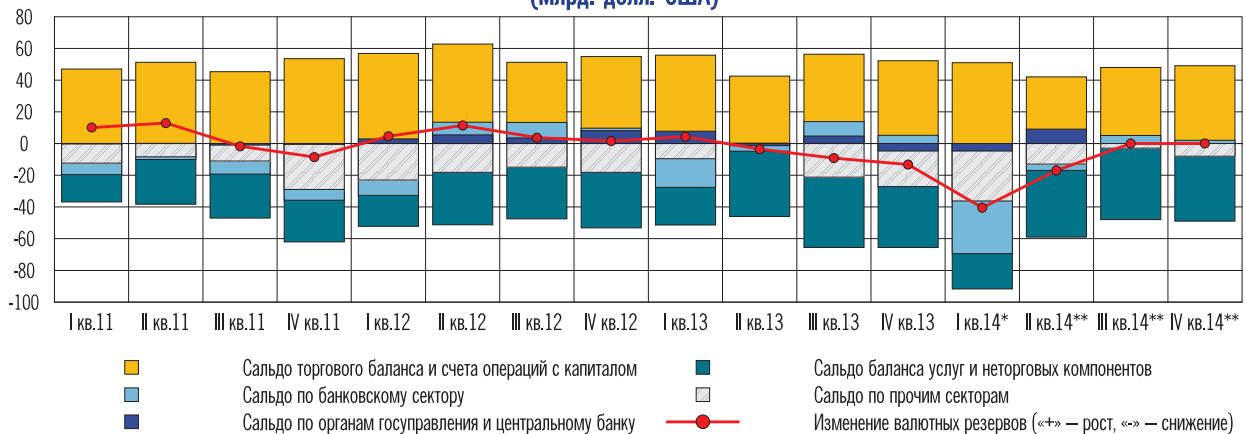
В свою очередь, существенное увеличение ввоза иностранных банкнот в марте до 15 млрд. долл. США (значительно выше среднемесячного значения 2013 г.) при сокращении вывоза (0,3 млрд. долл. США) на две трети было перераспределено внутри банковского сектора и реализовалось в приросте наличной иностранной валюты в кассах банков на 8,9 млрд. долл. США. Таким образом, ввоз валюты лишь отчасти был обусловлен дальнейшим повышением спроса прочих секторов.

Увеличение оттока капитала способствовало сохранению существенного давления на рубль, и Банк России осуществлял продажи иностранной валюты на внутреннем рынке с целью сглаживания волатильности курса рубля. В январе-марте 2014 г. объем интервенций Банка России превысил 41 млрд. долл. США, что стало основным фактором снижения валютных резервов (на 40,5 млрд. долл. США по итогам I квартала 2014 г. после исключения влияния сделок «валютный своп» Банка России с банками-резидентами и операций по их корсчетам в Банке России).

Предварительные данные свидетельствуют, что уже в апреле-мае 2014 г. отток капитала частного сектора сократился в несколько раз.

Во II–IV кварталах 2014 г., по оценкам Банка России, сохранится положительное сальдо текущего счета платежного баланса, при этом его величина будет больше,

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



\* Оценка.

\*\* Прогноз.

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

Источник: Банк России.

чем в 2013 г., в первую очередь вследствие сокращения товарного импорта. По итогам 2014 г. профицит текущего счета составит около 35 млрд. долл. США (после 32,8 млрд. долл. США в 2013 г.). При этом во II–IV кварталах 2014 г. ожидается существенное сокращение оттока частного капитала, связанное с возвратом резко возросшего в начале года уровня спроса на иностранную валюту к нормальным уровням, а также с отсутствием у корпоративного сектора существенных затруднений с рефинансированием погашаемой в этот период внешней задолженности. В этих условиях отток капитала частного сек-

тора по итогам 2014 г., как ожидается, составит 85–90 млрд. долл. США.

Данный сценарий, подразумевающий постепенное снижение внешнеполитической напряженности и отсутствие дополнительных международных санкций в отношении России и других существенных внешних шоков, рассматривается Банком России как наиболее вероятный. Однако в случае ухудшения геополитической ситуации существуют риски повышения интенсивности оттока капитала, что приведет к ослаблению рубля и повышению сальдо текущего счета платежного баланса.

## I.2. Финансовые условия

В условиях резкого оттока ликвидности из банковского сектора в марте-апреле 2014 г., обусловленного ростом напряженности на внутреннем валютном рынке, Банк России увеличивал объем рефинансирования банковского сектора, поддерживая необходимый уровень ликвидности и обеспечивая условия для нормального функционирования денежного рынка. Ужесточение денежно-кредитной политики Банком России привело к соответствующему росту процентных ставок денежного рынка. Выросли доходности на внутреннем долговом рынке. Указанные тенденции сопровождалось повышением ставок по краткосрочным депозитам и кредитам корпоративного сектора в марте. В апреле-мае 2014 г. наметился рост ставок и по другим категориям кредитных и депозитных операций банков. В этих условиях динамика годовых темпов роста кредитного портфеля банков была неоднородной. Рост потребительского кредитования замедлился, ипотечного кредитования – ускорился. Темпы роста корпоративного кредитования увеличились преимущественно за счет переоценки валютных кредитов и операций с компаниями, зарегистрированными в зарубежных юрисдикциях.

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

В феврале приток средств по бюджетному каналу способствовал снижению структурного дефицита ликвидности и, как следствие, спроса кредитных организаций на рефинансирование. В результате за месяц валовой кредит Банка России кредитным организациям<sup>1</sup> сократился на 0,5 трлн. руб., до 3,9 трлн.

рублей. Однако уже в марте вновь наблюдался отток ликвидности из банковского сектора.

Помимо ожидаемого влияния сезонных факторов, изъятие ликвидности было обусловлено масштабными валютными интервенциями<sup>2</sup> Банка России в рамках действующего механизма курсовой политики на фоне обострения внешнеполитической ситуации в начале марта, вызвавшего резкое ослабление рубля. Только за март Банк России осуществил продажи иностранной валюты на сумму 1,0 трлн. рублей. В апреле на фоне снижения напряженности на валютном рынке отток ликвидности в результате интервенций Банка России сократился. В мае 2014 г. стоимость бивалютной корзины большую часть месяца находилась в «нейтральном» диапазоне операционного интервала курсовой политики. В то же время проведение Банком России операций, связанных с пополнением Федеральным казначейством средств суверенных фондов в иностранных валютах, способствовало незначительному притоку ликвидности в банковский сектор в объеме 34 млрд. рублей.

Влияние других факторов формирования ликвидности и динамика спроса на корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России в марте-мае соответствовали сезонным тенденциям. В частности, совокупное влияние бюджетного канала и изменения наличных денег в обращении способствовало небольшому притоку ликвидности в размере 0,1 трлн. рублей. Компенсируя возросшую потребность банков в рефинансировании, Банк России в марте-мае нарастил валовой кредит на 1 трлн. руб., до 4,9 трлн. рублей.

<sup>1</sup> Здесь и далее валовой кредит Банка России за исключением субординированного кредита Сбербанку России и депозитов Банка России, размещенных в кредитных организациях.

<sup>2</sup> Подробнее об операциях Банка России на валютном рынке см. подраздел «Решения в области политики валютного курса» раздела II.3. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики.

### Факторы формирования ликвидности и изменение задолженности по операциям Банка России в марте 2014 г. (млрд. руб.)



Источник: Банк России.

### Факторы формирования ликвидности и прирост задолженности по операциям рефинансирования Банка России (млрд. руб.)



Источник: Банк России.

Основным инструментом Банка России по предоставлению ликвидности оставались операции РЕПО. Однако в условиях сохранения опережающего роста привлечения средств у центрального банка по сравнению с величиной рыночных активов на балансах у кредитных организаций увеличился спрос на операции, обеспеченные другими видами активов.

С февраля 2014 г. Банк России на регулярной основе проводит аукционы РЕПО

только на срок 1 неделя<sup>3</sup>. Средний объем задолженности по ним вырос с 2,4 трлн. руб. в феврале до 3,1 трлн. руб. в мае, а ее максимальный уровень достигал 3,3 трлн. рублей. В условиях сохранения проблемы дефицита рыночного обеспечения и неравномерности его распределения в банковском секто-

<sup>3</sup> С февраля 2014 г. проведение аукционов РЕПО на сроки 3 и 12 месяцев приостановлено. Также прекращено проведение на ежедневной основе аукционов РЕПО на срок 1 день. В случае значительных отклонений спроса на ликвидность от ее предложения предусмотрена возможность проведения операций «тонкой настройки» – аукционов РЕПО или депозитных аукционов на сроки от 1 до 6 дней.

### О факторах увеличения валового кредита Банка России банковскому сектору

Центральный банк предоставляет или изымает ликвидность таким образом, чтобы компенсировать разницу между спросом кредитных организаций на ликвидность (корреспондентские счета кредитных организаций в центральном банке) и ее предложением, которое формируется под воздействием факторов, находящихся вне прямого контроля системы управления ликвидностью центрального банка – автономных факторов. В случае дефицита ликвидности изъятие ликвидности, определяемое любым из факторов ее формирования, автоматически обуславливает рост потребности банковского сектора в рефинансировании. Причем в случае недостаточного предложения ликвидности центральным банком на аукционной основе данный спрос будет компенсирован операциями постоянного доступа. Описанные процессы отражаются на балансе центрального банка в виде изменения соответствующих статей.

В марте 2014 г. валовой кредит Банка России вырос на 1,2 трлн. рублей. Указанное изменение было вызвано главным образом оттоком ликвидности в результате продажи Банком России иностранной валюты на сумму порядка 1,0 трлн. рублей. Остатки на корреспондентских счетах кредитных организаций по итогам марта выросли под действием сезонных факторов и вернулись к прежнему уровню по итогам апреля. В результате, несмотря на рост объема рефинансирования, существенного изменения валюты баланса Банка России не произошло.

Природа увеличения объема рефинансирования Банка России принципиально отличается от антикризисных мер ряда мировых центральных банков: ФРС США, ЕЦБ, Банка Англии, Банка Японии. В отличие от проведения традиционной денежно-кредитной политики, нацеленной на управление ставками денежного рынка, при реализации программ количественного смягчения операции прямого выкупа активов направлены на увеличение резервов кредитных организаций в центральном банке. Активные операции центрального банка вызывают расширение его баланса. Аналогичный эффект имела политика ЕЦБ: наращивание рефинансирования в активной части ба-

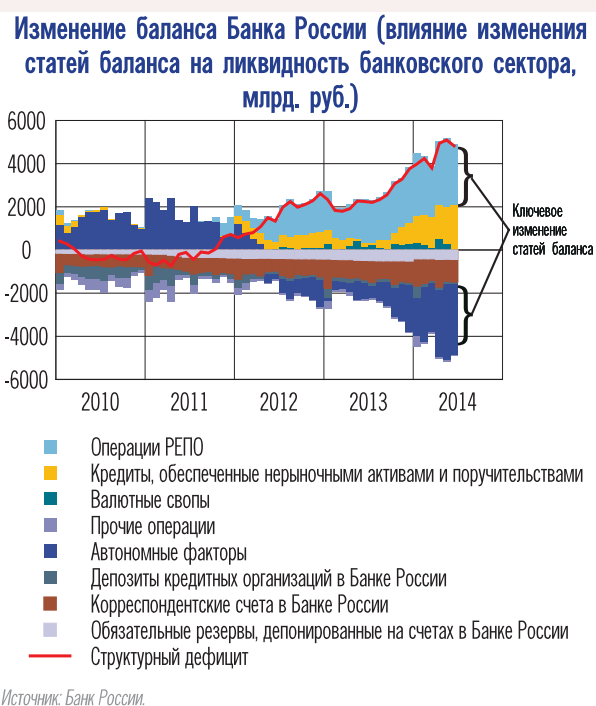
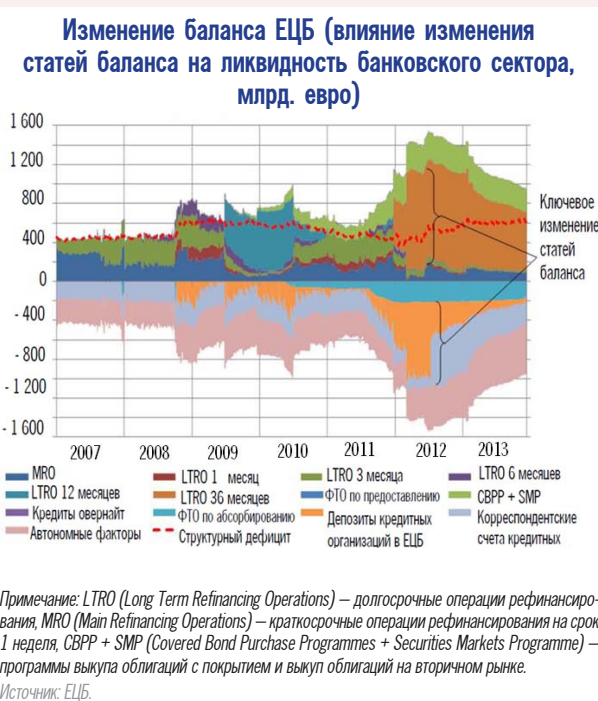
#### Упрощенный баланс Банка России (влияние изменения статей баланса на ликвидность банковского сектора)

Март 2014 г.		Апрель 2014 г.	
Активы	Пассивы	Активы	Пассивы
<b>Чистые иностранные активы</b> <b>-960 млрд. руб.</b> (продажа Банком России иностранной валюты) <b>Чистый кредит расширенному правительству, в том числе прочие операции</b> <b>-122 млрд. руб.</b> (изменение остатков средств на счетах в Банке России)	<b>Свободные банковские резервы</b> (корреспондентские счета и депозиты КО в Банке России) <b>+173 млрд. руб.</b> (изменение)	<b>Чистые иностранные активы</b> <b>-101 млрд. руб.</b> (продажа Банком России иностранной валюты) <b>Чистый кредит расширенному правительству, в том числе прочие операции</b> <b>26 млрд. руб.</b> (изменение остатков средств на счетах в Банке России)	<b>Свободные банковские резервы</b> (корреспондентские счета и депозиты КО в Банке России) <b>-166 млрд. руб.</b> (изменение)
<b>Операции Банка России по предоставлению ликвидности</b> (балансирующие операции) <b>+1180 млрд. руб.</b>	<b>Наличные деньги в обращении</b> <b>-102 млрд. руб.</b> (изменение) <b>Обязательные резервы КО в Банке России</b> <b>+27 млрд. руб.</b> (изменение)	<b>Операции Банка России по предоставлению ликвидности</b> (балансирующие операции) <b>+128 млрд. руб.</b>	<b>Наличные деньги в обращении</b> <b>+230 млрд. руб.</b> (изменение) <b>Обязательные резервы КО в Банке России</b> <b>-11 млрд. руб.</b> (изменение)

■ – спрос на ликвидность, ■ – факторы предложения ликвидности, ■ – операции Банка России, определяемые разницей между спросом и предложением ликвидности.

ланса центрального банка не было вызвано ростом усредняемых обязательных резервов или автономными факторами и привело к мгновенному росту остатков на корреспондентских счетах и депозитах банков в пассиве центрального банка. При этом банковский сектор перешел в состояние избытка ликвидности.

В России последовательный рост объемов рефинансирования центрального банка начиная с конца 2011 г. был связан, как и в марте 2014 г., в первую очередь с компенсацией действия автономных факторов формирования ликвидности. Увеличение остатков средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в целом отражало повышение усредняемой величины обязательных резервов и было несущественным. Расширение баланса Банка России, в отличие от описанных выше примеров, объяснялось главным образом изменением его пассивов – ростом наличных средств в обращении, а также остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России. После сокращения объема покупок иностранной валюты изменение пассивов компенсировалось операциями рефинансирования.



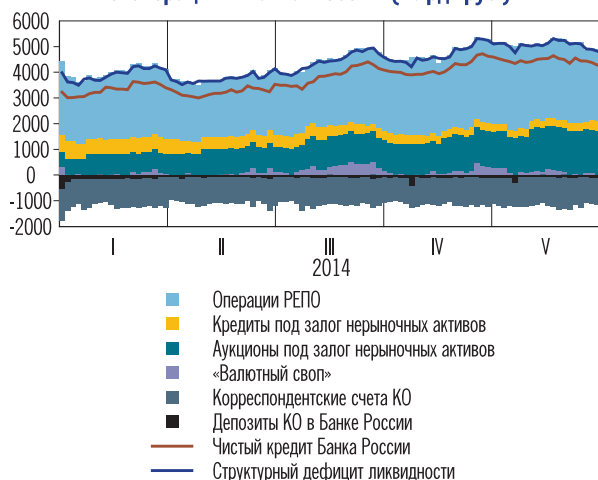
ре в отдельные периоды спрос на аукционах был ниже максимального объема средств, предоставляемого Банком России.

Для компенсации существенных отклонений спроса на ликвидность от ее предложения Банк России в отдельные дни проводил аукционы РЕПО «тонкой настройки». В течение рассматриваемого периода сравнительно часто подобная ситуация возникла только в марте, что было обусловлено резким ростом потребности в рефинансировании на фоне масштабных валютных интервенций и усиления напряженности на денежном рынке. В феврале, апреле и мае

существенной необходимости в проведении данных операций не было.

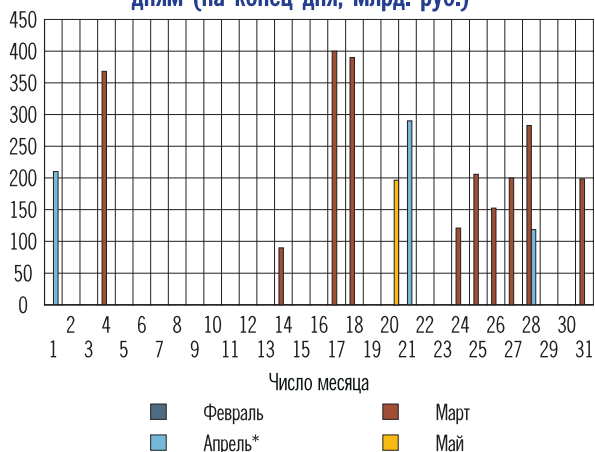
В целях снижения нагрузки на операции РЕПО и компенсации части структурного дефицита ликвидности с помощью операций на более длительный срок Банк России увеличил объем предложения на аукционах по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на срок 3 месяца по плавающей процентной ставке. В результате задолженность по данным операциям с начала года увеличилась на 1,1 трлн. руб., до 1,7 трлн. рублей. Удовлетворение среднесрочной потребности в ликвидности за счет

### Динамика потребности кредитных организаций (КО) в рефинансировании и структура задолженности по операциям Банка России (млрд. руб.)



Источник: Банк России.

### Объем операций «тонкой настройки» по календарным дням (на конец дня, млрд. руб.)

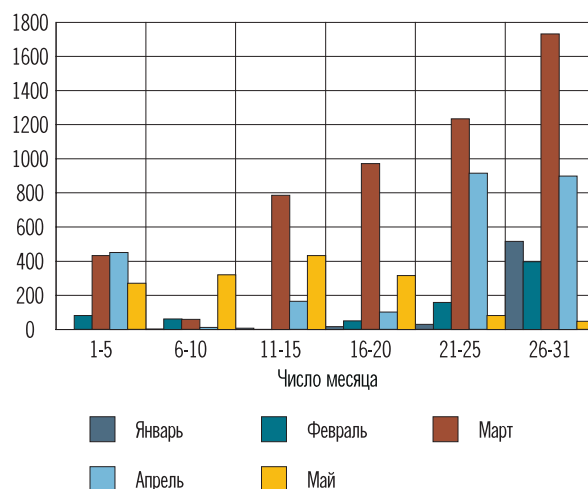


\* 21 и 28 апреля 2014 г. Банк России проводил операции «тонкой настройки» на срок 2 дня.  
Источник: Банк России.

данных операций способствовало смягчению проблемы дефицита рыночного обеспечения и снижению спроса кредитных организаций на аналогичные операции по фиксированным ставкам.

Кредитные организации продолжали активно использовать сделки «валютный своп» для привлечения средств в целях покрытия краткосрочной потребности в ликвидности, а также в связи с нехваткой других видов активов, принимаемых в обеспечение по аукционным операциям. В условиях резкого роста потребности в рефинансировании в марте частота и объемы сделок «валютный

### Объем операций «валютный своп» Банка России (распределение активности внутри месяца, млрд. руб.)



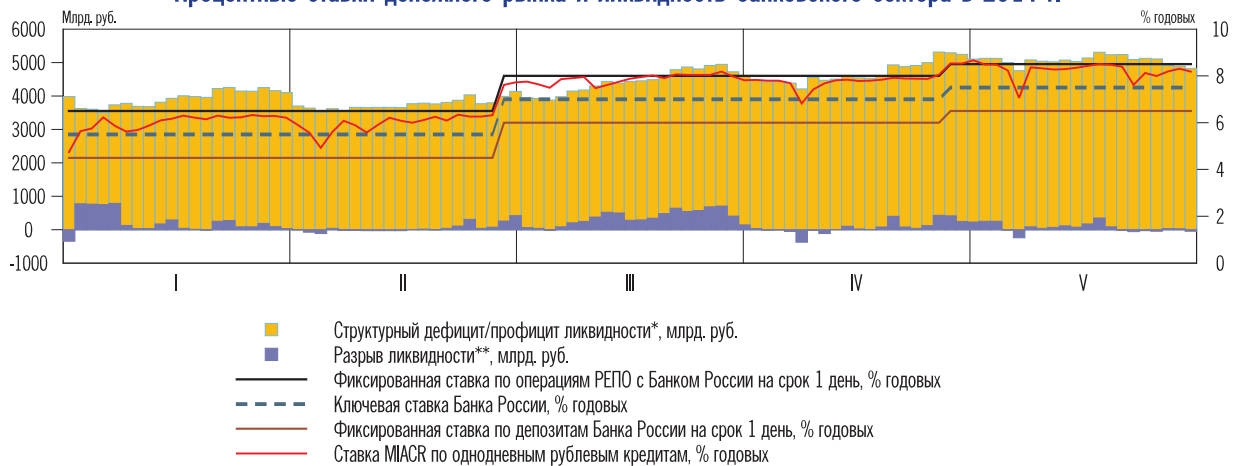
Источник: Банк России.

своп» с Банком России значительно увеличались.

В условиях возобновления роста структурного дефицита ликвидности в марте после его сезонного снижения в первые месяцы текущего года ставки денежного рынка вернулись к верхней границе процентного коридора Банка России. В результате если в январе-феврале средний спред ставок денежного рынка к ключевой ставке Банка России составлял около 50 базисных пунктов, то в марте – мае спред в среднем увеличился до 70–90 базисных пунктов. При этом в последних декадах марта и апреля, в периоды существенного роста текущего дефицита ликвидности, участились эпизоды выхода ставок денежного рынка за границы процентного коридора Банка России.

Увеличение спреда ставок по межбанковским кредитам (МБК) к ключевой ставке обусловило их рост на величину, превосходящую масштаб повышения ключевой ставки Банком России в марте и апреле 2014 года. Средняя ставка MIACR по однодневным рублевым МБК повысилась с 6,02% годовых в январе-феврале до 7,86% годовых в марте-апреле и 8,21% годовых в мае 2014 года. Изменения межбанковских ставок по операциям РЕПО и «валютный своп» характеризовались сходной динамикой, что свидетель-

### Процентные ставки денежного рынка и ликвидность банковского сектора в 2014 г.

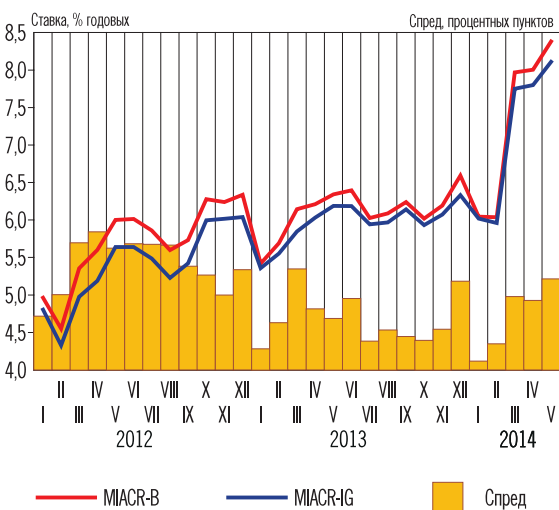


\* Разница между валовым кредитом Банка России кредитным организациям (без учета депозита во Внешэкономбанке и субординированного кредита ОАО «Сбербанк России») и задолженностью Банка России по операциям абсорбирования ликвидности.

\*\* Разница между спросом и предложением ликвидности на начало дня.

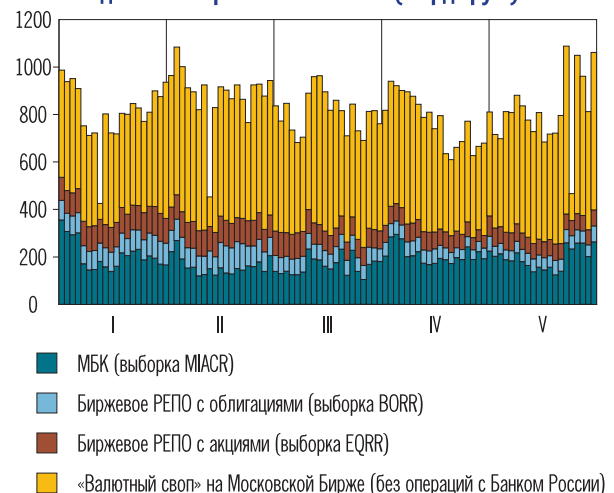
Источник: Банк России.

### Спред ставок по однодневным рублевым МБК



Источник: Банк России.

### Объемы однодневных операций на российском денежном рынке в 2014 г. (млрд. руб.)



Источник: Банк России, Московская Биржа.

ствовало о влиянии на динамику указанных ставок преимущественно тех же факторов, что и на ставки МБК.

Структура оборотов денежного рынка по итогам анализируемого периода почти не изменилась. Как и в предшествующие месяцы, в оборотах рынка преобладали операции «валютный своп». В мае 2014 г. на долю этих операций приходилось более 60% оборота однодневных операций на российском денежном рынке.

Несмотря на угрозу введения санкций против отдельных российских банков и возросшие макроэкономические риски, на де-

нежном рынке не наблюдалось увеличения премии за риск, о чем свидетельствует динамика спреда между ставками по кредитам банкам с инвестиционным и спекулятивным кредитными рейтингами (спред между ставками MIACR-IG и MIACR-B). Динамика спреда указывала на то, что участники денежного рынка не ожидали существенного ухудшения ситуации в краткосрочной перспективе.

Увеличение потребности банковского сектора в рефинансировании сопровождалось мерами Банка России по расширению перечня ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения по операциям ре-



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

		2012	2013	2014 (прогноз)* **
Всего по автономным факторам	1 = 2+3+ 4+5	-1,3	-1,7	[-2,3; -1,8]
в том числе:				
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России (вкл. прочие операции)	2	-0,8	-0,4	[-0,4; 0]
– изменение наличных денег в обращении	3	-0,6	-0,5	[-0,4; -0,3]
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке	4	0,2	-0,9	-1,5
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	5	0	0	0
Изменение свободных банковских резервов***	6	0,4	0	[0,0; 0,1]
Прирост задолженности по операциям рефинансирования Банка России	7 = 6 - 1	1,7	1,7	[1,8; 2,4]
Справочно: задолженность по операциям рефинансирования Банка России (на конец года)****	8	2,7	4,5	[6,3; 6,9]

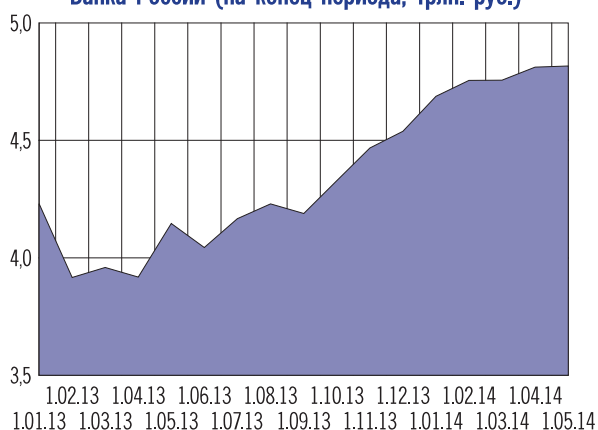
\* Январь-май – факт, июль-декабрь 2014 г. – прогноз.

\*\* На прогнозном горизонте не учитывается влияние на ликвидность банковского сектора интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке, а также сальдо операций с ОФЗ и депозитов Федерального казначейства. Влияние данных факторов будет определяться конъюнктурой соответствующих сегментов финансового рынка.

\*\*\* Спрос на свободные банковские резервы в течение прогнозного периода определяется исходя из остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России (с учетом величины обязательных резервов, усредняемых на корсчетах, потребностей банков в расчетах и мотивов предосторожности) и уровня депозитов кредитных организаций в Банке России.

\*\*\*\* За исключением субординированного кредита ОАО «Сбербанк России» и депозитов Банка России, размещенных в кредитных организациях.

#### 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.

финансирования. Однако неблагоприятная конъюнктура на внутреннем долговом рынке привела к снижению эмиссионной активности. В результате совокупный объем активов, находящихся в распоряжении кредитных организаций и принимаемых в обеспечение по операциям Банка России, существенно не изменился, составив на 1 мая 2014 г. около 6,0 трлн. руб. (примерно 3/4 – ценные бумаги, 1/4 – нерыночные активы<sup>4</sup>). В рам-

ках работы по совершенствованию механизма предоставления кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами, в мае 2014 г. Банк России расширил Перечень организаций, кредитные требования к которым принимаются Банком России в упрощенном порядке<sup>5</sup>. В текущем году Банк России продолжит работу по расширению потенциального объема обеспечения.

В июне-декабре 2014 г. не ожидается существенного отклонения динамики факторов формирования ликвидности банковского сектора от траектории, характерной для аналогичных периодов предыдущих лет. В условиях сохранения внутригодовой цикличности динамики бюджетных потоков ожидается увеличение потребности в рефинансировании вплоть до середины декабря 2014 года. Изъятие ликвидности в этот период, формируемое за счет превышения доходов федерального бюджета над его расходами, будет компенсироваться размещением средств федерального бюджета на депозиты в кредитных организациях Федеральным казначейством. Принятое решение о перехо-

<sup>4</sup> Кредитные договоры и права требования, которые прошли процедуру проверки Банком России и могут быть приняты в качестве обеспечения по кредитам Банка России.

<sup>5</sup> Пресс-релиз от 6 мая 2014 г. о расширении Перечня Банка России размещен в разделе «Пресс-релизы» официального сайта Банка России ([http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=06052014\\_141312intern3.htm](http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=06052014_141312intern3.htm)).

де к таргетированию остатка средств федерального бюджета на счетах в Банке России будет способствовать более активному проведению указанных операций.

На фоне прогнозируемого превышения темпов роста валового кредита Банка России кредитным организациям над темпами роста рыночного портфеля ценных бумаг, выступающих в качестве обеспечения, средний уровень ставок денежного рынка в ближайшие месяцы продолжит находиться преимущественно вблизи верхней границы процентного коридора Банка России.

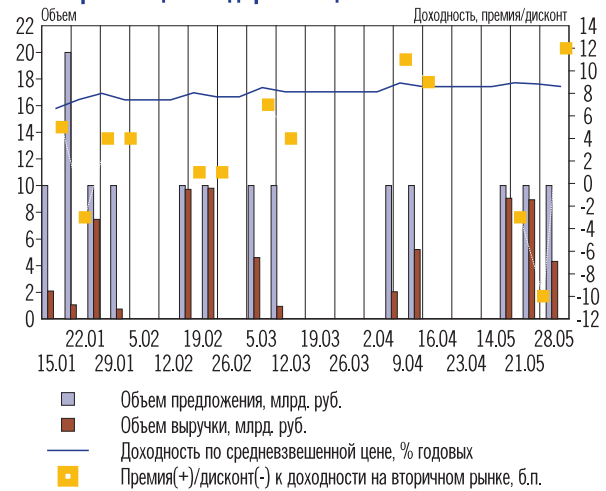
### Цены на активы и долгового рынок

В феврале-мае 2014 г. конъюнктуру основных сегментов внутреннего фондового рынка определяли возросшие геополитические риски, неопределенность относительно перспектив роста российской экономики, решения Банка России в области денежно-кредитной политики.

В условиях усиления внешнеполитической и экономической неопределенности в феврале-мае 2014 г. возросла волатильность котировок ценных бумаг на основных сегментах внутреннего фондового рынка. Увеличение ставок на денежном рынке вслед за повышением ключевой ставки Банком России вызвало рост уровня доходности ценных бумаг. На динамику цен и доходностей российских финансовых активов также оказало влияние снижение международными рейтинговыми агентствами долгосрочного кредитного рейтинга России и рейтингов ряда крупнейших российских компаний и банков.

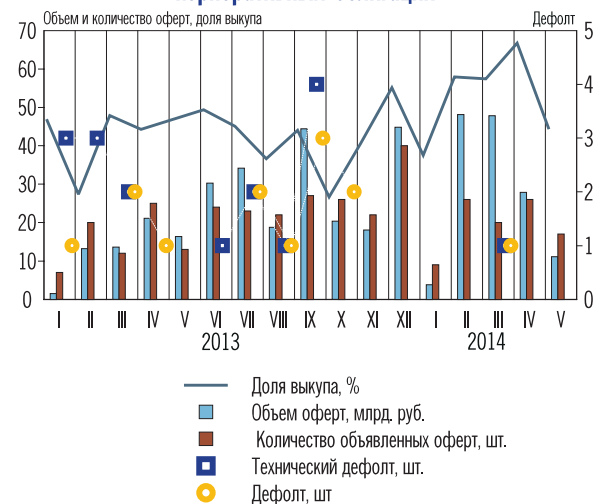
Негативные ценовые тенденции, сформировавшиеся в феврале-мае на фондовом рынке, транслировались на другие сегменты финансового рынка через отрицательную переоценку портфелей ценных бумаг кредитных организаций. В то же время воздействие этого фактора на состояние российского банковского сектора было ограниченным вследствие низкого объема вложений кредитных

### Аукционы Минфина России по размещению/доразмещению ОФЗ в 2014 г.



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

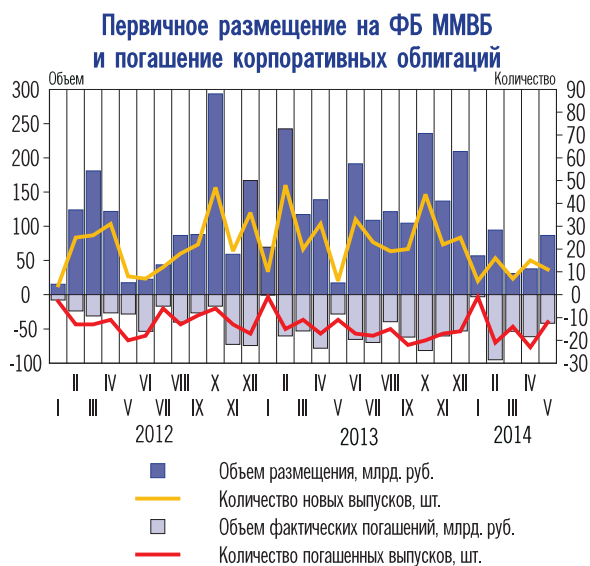
### Офферы и дефолты по выпускам корпоративных облигаций



Источники: Сбондс.ру, расчеты Банка России.

организаций в долевыми бумаги, характеризующиеся высоким уровнем риска. В периоды усиления нестабильности и ухудшения конъюнктуры на внутреннем фондовом рынке российские кредитные организации сокращали вложения как в акции, так и в облигации.

Повышение инвестиционных рисков способствовало продолжению оттока капитала нерезидентов с внутреннего долгового рынка, что оказывало понижающее давление на котировки облигаций. В то же время наблюдалась в середине апреля и в мае ослабление напряженности на внутрен-



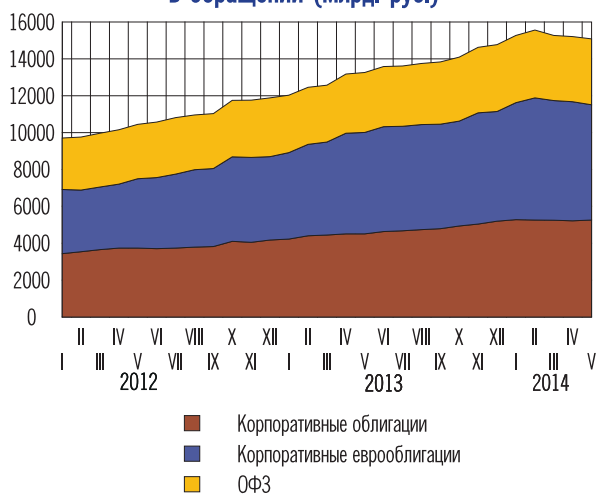
Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру, расчеты Банка России.

нем фондовом рынке сопровождалось возобновлением притока капитала нерезидентов на рынок ОФЗ и стабилизацией уровня доходности государственных облигаций.

Вследствие неблагоприятной конъюнктуры Минфин России сократил объем заимствований на внутреннем первичном рынке ОФЗ. В феврале-мае 2014 г. семь аукционов по размещению ОФЗ были отменены и четыре аукциона были признаны несостоявшимися в связи с отсутствием заявок по ценам, отражающим кредитное качество размещаемых облигаций. На девяти состоявшихся в рассматриваемый период аукционах (за исключением двух в мае) выпуски ОФЗ размещались с премией к их доходности на вторичном рынке.

На внутреннем рынке корпоративных облигаций резко сократилась эмиссионная активность. Половина объема размещений новых выпусков корпоративных облигаций пришлось на выпуски некредитных финансовых институтов (в том числе ипотечных агентов), часть из которых является подразделениями крупнейших российских банков. Спрос на ценные бумаги ипотечных агентов поддерживался активным развитием рынка ипотечного жилищного кредитования в России. В то же время на рынке корпоративных облигаций отмечались еди-

**Объем российских облигаций в обращении (млрд. руб.)**



Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру.

ничные размещения новых выпусков нефинансовых организаций. При этом в феврале-апреле существенно возрос объем выпусков корпоративных облигаций, предъявляемых к оферте держателями ценных бумаг.

Оживление эмиссионной активности на основных сегментах внутреннего долгового рынка наблюдалось лишь во второй половине мая. В этот период на аукционах по размещению ОФЗ спрос превышал предложение. Эмитенты корпоративных облигаций из числа некредитных финансовых институтов и кредитных организаций анонсировали новые размещения и закрывали книги заявок, зафиксировав ставки первых купонов на нижней границе первоначально объявленных ориентиров.

Возросшие риски по операциям с российскими финансовыми активами привели к уменьшению интереса инвесторов к ним и на внешнем рынке капитала. Снижение котировок российских валютных облигаций сделало заимствования на внешнем рынке для российского корпоративного сектора менее выгодными, чем в 2013 году. В этих условиях объемы и количество эмиссий российских корпоративных еврооблигаций значительно сократились в феврале-мае 2014 г. по сравнению с октябрем 2013 г. — январем 2014 года.

Доходность государственных и корпоративных облигаций (% годовых)



\* Доходность портфеля облигаций, входящих в базу расчета индекса MICEX CBI CP  
Источник: ФБ ММВБ.

В результате превышения объема погашения над объемом размещения облигаций рост портфелей обращающихся ОФЗ и корпоративных облигаций в рассматриваемый период прекратился.

В феврале-мае 2014 г. совокупный объем размещения государственных облигаций сократился по сравнению с аналогичным показателем за октябрь 2013 г. – январь 2014 г. в 5,4 раза, до 58,5 млрд. руб. по номиналу. Объем корпоративных облигаций, реализованных эмитентами на внутреннем первичном рынке, уменьшился в 2,6 раза, до 249,1 млрд. руб. по номиналу, на внешнем рынке – в 1,6 раза, до 7,0 млрд. долл. США (в рублевом эквиваленте – 247,6 млрд. руб.).

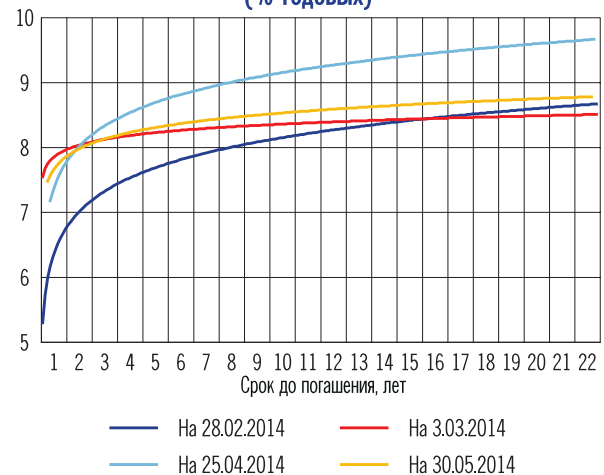
В итоге на конец мая 2014 г. номинальный объем рыночного портфеля ОФЗ сократился по сравнению с концом января на 2,2%, до 3566,1 млрд. руб., корпоративных облигаций на внутреннем рынке – на 0,3%, до 5252,0 млрд. руб., на внешнем рынке возрос на 0,2%, до 180,7 млрд. долл. США (в рублевом эквиваленте – сократился на 1,5%, до 6261,9 млрд. руб.). По итогам текущего года не ожидается существенного прироста рыночного портфеля ОФЗ в связи с объявленным Минфином России сокращением программы заимствований в 2014 году.

Средняя доходность выпусков облигаций, размещенных на ФБ ММВБ (% годовых)\*



\* Средние за квартал.  
Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру, расчеты Банка России.

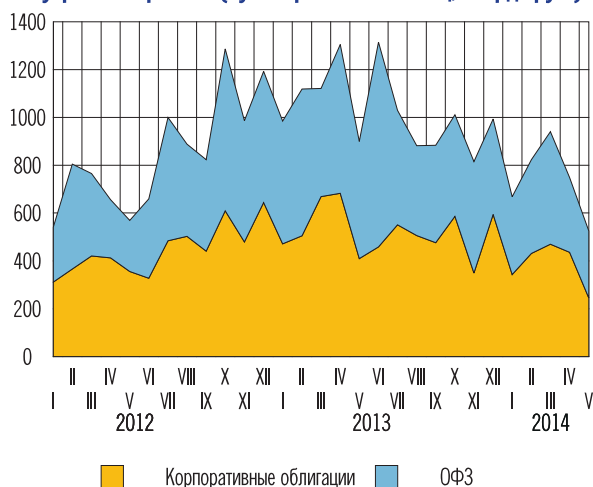
Срочная структура эффективной доходности ОФЗ\* (% годовых)



\* Кривая доходности сглажена с использованием логарифмической функции.  
Источники: ФБ ММВБ, расчеты банка России.

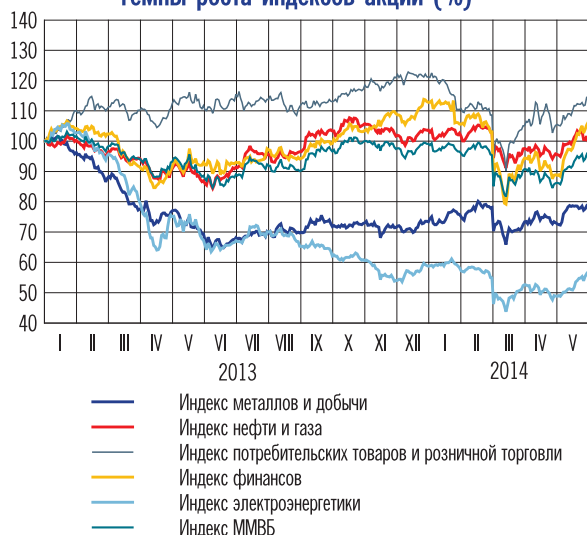
В условиях высокой ценовой неопределенности, снижения кредитного рейтинга России агентством S&P и последовавшего за ним снижения корпоративных рейтингов инвесторы пересматривали премии за риск по долговым инструментам российского рынка. Указанная переоценка наряду с повышением ставок по операциям Банка России (в марте и апреле) и соответствующим ему ростом ставок на денежном рынке способствовала повышению доходностей облигаций. Значения последних заметно превысили уровни, прогнозировавшиеся в конце января.

### Динамика оборотов вторичных торгов облигациями на внутреннем рынке (суммарные за месяц, млрд. руб.)



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

### Темпы роста индексов акций (%)

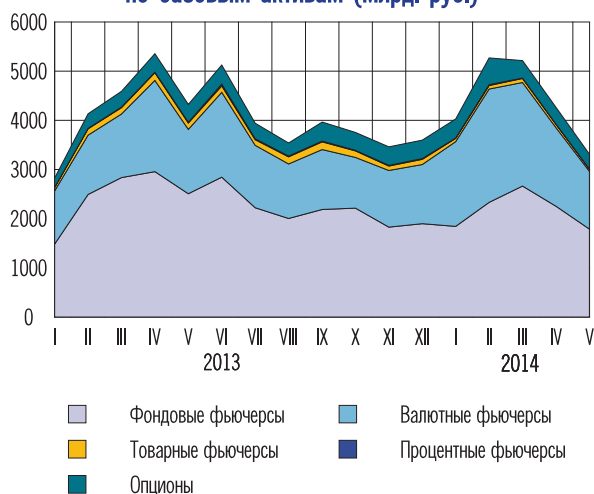


Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

Стоимость заимствований на внутреннем первичном рынке корпоративных облигаций возросла для всех типов заемщиков. Средняя доходность облигаций кредитных организаций, нефинансовых компаний и некредитных финансовых институтов в феврале – мае 2014 г. повысилась по сравнению с октябрем 2013 г. – январем 2014 г. на 131; 126 и 22 базисных пункта, до 11,0; 11,0 и 10,0% годовых соответственно.

Доходности государственных и корпоративных облигаций на внутреннем вторичном рынке росли до середины марта, затем колебались без определенной тенденции. К кон-

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

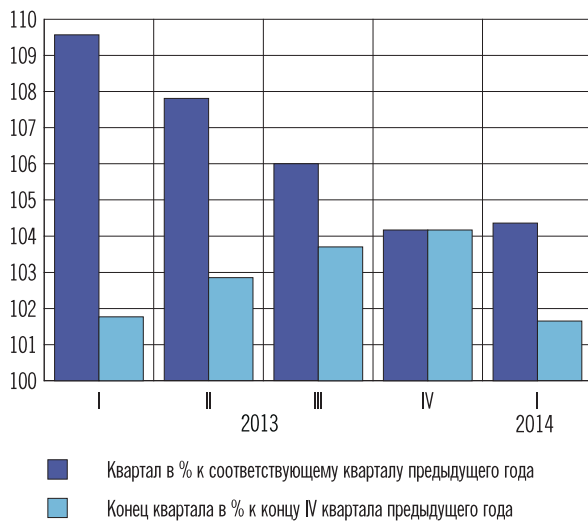


Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

цу апреля кривая доходности ОФЗ сдвинулась вверх в среднем на 1,5 процентных пункта относительно конца января. При этом на повышение ставок по операциям Банка России наиболее выраженную реакцию демонстрировали доходности краткосрочных выпусков облигаций, значительное повышение которых приводило к уплощению кривой ОФЗ. В мае доходность ОФЗ снижалась и угол наклона кривой ОФЗ существенно уменьшился, что среди прочего может свидетельствовать об отсутствии у участников рынка ожиданий сохранения ключевой ставки Банком России и, как следствие, ставок на денежном рынке на текущих уровнях в течение длительного времени. К концу мая по сравнению с концом января средние доходности ОФЗ (индекс RGBEY) и корпоративных облигаций повысились на 0,7 и 2,0 процентных пункта, до 8,4 и 10,5% годовых соответственно.

Несмотря на ухудшение условий заимствования, российские компании и банки продолжали в полном объеме и в срок исполнять свои обязательства по выплате купонов и погашению основной суммы долга, что выразилось в сокращении количества дефолтов по выпускам корпоративных облигаций в феврале-мае 2014 г. по сравнению с аналогичным периодом 2013 года.

Динамика индексов цен на рынке жилья



Источники: Федеральная служба государственной статистики, расчеты Банка России.

В целом активность участников вторичных торгов на внутреннем долговом рынке в феврале-мае была низкой. Средний дневной объем операций с ОФЗ на Московской Бирже снизился по сравнению с октябрём 2013 г. – январем 2014 г. на 8,9%, до 17,7 млрд. руб., с корпоративными облигациями – на 14,5%, до 19,3 млрд. рублей.

Ценовые индексы акций в середине марта опустились до минимальных значений за последние четыре года, затем, отыграв часть своего падения, до конца мая колебались в рамках широкого горизонтального коридора. Волатильность котировок и премия за риск рыночного портфеля возросли. По состоянию на 30 мая по сравнению с концом января индекс ММВБ снизился на 1,5%, до 1432,03 пункта.

После наблюдавшегося в январе-марте роста активности на рынке валютных деривативов в последующие месяцы объемы торгов снизились, что свидетельствовало об уменьшении интереса к инструментам хеджирования курсовых рисков на фоне стабилизации ситуации на валютном рынке и укрепления рубля в апреле-мае. Объемы торгов процентными биржевыми деривативами по-прежнему оставались незначительными.

В целом в III квартале 2014 г. по мере снижения внешнеполитических рисков ожидается улучшение ценовой конъюнктуры на основных сегментах российского фондового рынка.

В январе-марте в условиях роста волатильности на валютном рынке и повышения интереса населения к жилой недвижимости как к инструменту инвестирования продолжился рост цен на рынке жилья. Индексы цен на первичном и вторичном рынках жилья в этот период повысились в среднем на 1,6% по сравнению с концом предыдущего квартала (на 4,4% по сравнению с I кварталом 2013 г.). Росту цен на жилую недвижимость способствовало расширение рынка ипотечного кредитования, снижение ставок по кредитам и смягчение банками отдельных неценовых условий кредитования.

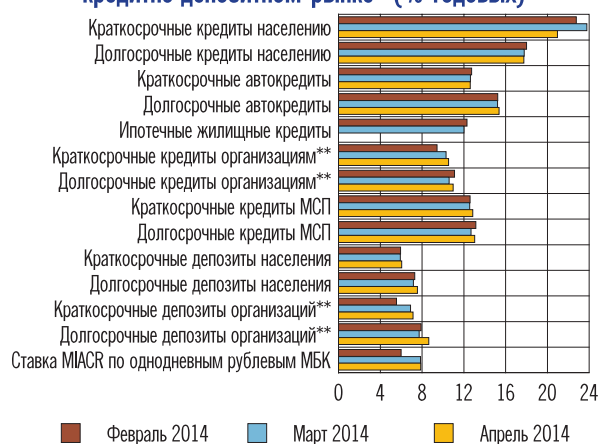
### **Банковские процентные ставки и неценовые условия кредитования**

В январе-феврале 2014 г. ставки по кредитам и депозитам банков существенно не изменились.

Между тем повышение ключевой ставки Банком России в марте и апреле и последовавший за этим рост ставок денежного рынка и доходностей на внутреннем долговом рынке сформировали предпосылки для повышения ставок по рублевым кредитам и депозитам банков. Дополнительным фактором изменения процентной политики банков являлось увеличение долларизации их пассивов (см. врезку «Изменение структуры банковского фондирования»). Стремясь избежать чрезмерного роста валютного риска в условиях увеличения объемов депозитов в иностранной валюте, банки снижали ставки по валютным операциям и одновременно повышали процентные ставки по рублевым операциям.

В марте 2014 г. указанные тенденции только наметились. Тем не менее, в сегменте краткосрочных (до 1 года) рублевых операций, прежде всего с юридическими лицами,

**Динамика ставок на российском кредитно-депозитном рынке\* (% годовых)**



\* Средневзвешенные ставки по рублевым кредитам, привлеченным (депозитам, предоставленным) в отчетном месяце.  
 \*\* Исключая банки и финансовые организации.  
 Источник: Банк России.

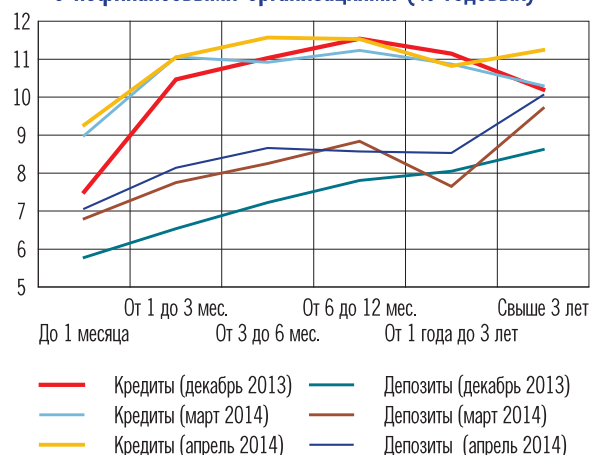
уже в марте наблюдался рост процентных ставок на 1,0–1,3 процентного пункта по сравнению с февралем.

В апреле-мае продолжилось повышение депозитных ставок. При этом банки, продолжая увеличивать ставки по краткосрочным депозитам, повышали также ставки по депозитам на более длительные сроки. Средняя ставка по однолетним рублевым депозитам на сумму от 100 тыс. руб. в десяти крупнейших российских банках – участниках депозитного рынка, по оценкам, повысилась с 7,96% годовых на начало апреля до 8,24% на конец мая.

В то же время масштаб повышения ставок по рублевым депозитам на разных сегментах рынка существенно различался.

Во-первых, банки более интенсивно повышали ставки по депозитам организаций, чем по депозитам населения. При этом рост ставок по краткосрочным депозитам организаций в марте-апреле заметно опережал рост ставок по долгосрочным депозитам (1,6 и 0,7 процентного пункта, соответственно). Стремление банков избегать повышения долгосрочных депозитных ставок могло свидетельствовать о том, что на рынке не сформировались ожидания повышения процентных ставок на длительное время и банки опасались обременять свой баланс долго-

**Срочная структура ставок по банковским операциям с нефинансовыми организациями\* (% годовых)\***



\* Средневзвешенные ставки по рублевым кредитам, привлеченным (депозитам, предоставленным) в отчетном месяце.  
 Источник: Банк России.

срочными дорогостоящими обязательствами. Характерно, что значительная часть повышения ставок по депозитам населения осуществлялась в рамках сезонных акций с ограниченным сроком действия.

Во-вторых, банки «второго эшелона» повышали ставки интенсивнее, чем крупнейшие банки. Хотя переток вкладов населения в крупнейшие банки в 2014 г. приостановился, доля вкладов в 30 крупнейших банках в общем объеме вкладов населения, привлеченных российским банковским сектором, заметно превышала уровень 2013 года. На начало мая 2014 г. этот показатель составил 77,4%, на 2,8 процентного пункта превысив показатель начала ноября 2013 г., когда наметилась тенденция к увеличению доли вкладов в крупнейших банках.

Удорожание фондирования способствовало повышению кредитных ставок. При этом, как и на депозитном рынке, в марте рост ставок отмечался в основном в сегменте краткосрочных рублевых кредитов (ставка по краткосрочным рублевым кредитам населению в марте превысила аналогичный показатель предыдущего месяца на 1,0 процентного пункта, по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям – на 0,9 процентного пункта, тогда как средние ставки по долгосрочным кредитам продолжали

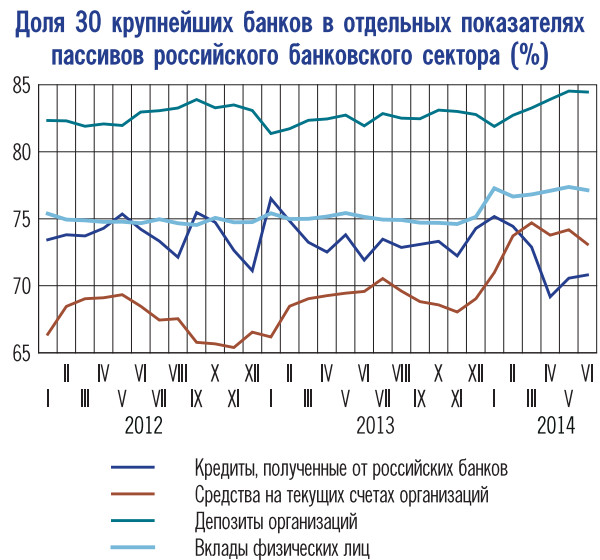


Источник: Банк России.

снижаться). В апреле ставки как по краткосрочным, так и по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям росли сопоставимыми темпами (24 и 37 базисных пунктов, соответственно). В апреле-мае ряд банков повысил процентные ставки в рамках стандартных программ ипотечного и автокредитования. При этом, несмотря на повышение ставок большинством банков, среднерыночная ставка по кредитам населению в апреле снизилась, что было связано с перетоком клиентов в банки, характеризующиеся более низкими ставками по операциям и жесткими требованиями к заемщикам, а также с опережающим ростом ипотечного кредитования.

В I квартале 2014 г. произошло ужесточение неценовых условий банковского кредитования. Кредитные организации повышали требования к заемщикам и обеспечению по кредитам, на отдельных сегментах рынка (кредиты крупным корпоративным заемщикам, потребительское кредитование) отмечено также сокращение максимальных сроков кредитования. Слабое смягчение неценовых условий кредитования отмечалось только в сегменте ипотечного кредитования.

Основными факторами, способствовавшими ужесточению условий кредитования, по оценкам банков, являлось снижение до-



Источник: Банк России.

ступности внешнего и внутреннего фондирования, а также ухудшение ситуации в нефинансовом секторе. Кроме того, повышение ключевой ставки Банка России, по данным опроса банков<sup>6</sup>, способствовало ужесточению условий кредитования.

По ожиданиям банков, во II–III кварталах продолжится ужесточение условий кредитования, при этом спрос на кредиты будет восстанавливаться.

В условиях возросшей стоимости фондирования можно ожидать дальнейшего умеренного повышения ставок по рублевым кредитным операциям банков во втором полугодии 2014 года. В то же время ужесточение требований к заемщикам и, соответственно, снижение доли кредитов, предоставленных заемщикам с высоким уровнем риска, будут ограничивать повышение общего уровня кредитных ставок.

Дополнительным фактором, сдерживающим рост ставок, может быть изменение структуры рынка по банкам-кредиторам. Сохранение высокой доли крупнейших банков

<sup>6</sup> Условия банковского кредитования оцениваются по данным ежеквартального обследования кредитных организаций, проводимого Банком России. Методика оценки и результаты обследования опубликованы на сайте Банка России в разделе «Денежно-кредитная политика».



в привлеченных депозитах населения и продолжающийся рост их доли в текущих и срочных депозитах организаций способствовали активизации этих банков на кредитном рынке. За январь-май доля 30 крупнейших банков в общем объеме кредитов, выданных российскими банками нефинансовым организациям, увеличилась на 0,8 процентного пункта, в кредитах населению – на 1,2 процентного пункта. Поскольку крупнейшие банки, как правило, отличаются более низким уровнем ставок и жесткими требованиями к заемщикам, укрепление позиций этих банков на рынке будет сдерживать рост ставок по кредитам.

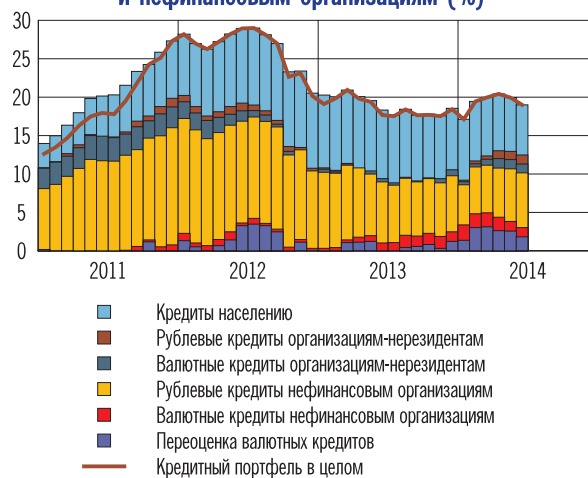
### Банковское кредитование и денежные агрегаты

В феврале-апреле 2014 г. в условиях ужесточения ценовых и неценовых условий кредитования рост банковского кредитного портфеля был неоднородным. Темпы роста кредитного портфеля банков на одних сегментах рынка увеличивались, на других – снижались, что вело к изменению структуры рынка.

По состоянию на 1 июня задолженность по кредитам населению составила 10,5 трлн. руб., что на 22,6% превышает аналогичный показатель на соответствующую дату прошлого года (на 1 февраля годовой темп роста кредитов населению составлял 28,0%). Среди отдельных компонентов кредитования физических лиц наблюдалось снижение темпов роста потребительского кредитования и незначительное ускорение роста ипотечно-кредитования. Продолжилось замедление роста портфеля автокредитов после прекращения проведения государственной программы стимулирования автокредитования.

Годовые темпы роста кредитов нефинансовым организациям в феврале-мае увеличились, составив 17,5% на 1 июня после 16,1% на 1 февраля, но этот прирост был обусловлен преимущественно переоценкой валютных кредитов, а также резким увели-

Вклад отдельных элементов в годовой прирост банковского портфеля кредитов населению и нефинансовым организациям (%)



Источник: Банк России.

Доля 30 крупнейших банков в отдельных показателях банковских активов (%)



Источник: Банк России.

чением объемов кредитования организаций-нерезидентов (на 1 июня годовые темпы роста задолженности организаций-нерезидентов перед российскими банками составили 44,0% (в том числе 8,3 процентного пункта – валютная переоценка) после 24,8% на 1 февраля).

Активизация кредитования нерезидентов может быть обусловлена, в частности, расширением операций с компаниями-нерезидентами, аффилированными с российскими организациями и банками, столкнувшимися с ограничением доступа на внешние рынки капитала. При этом опережающи-

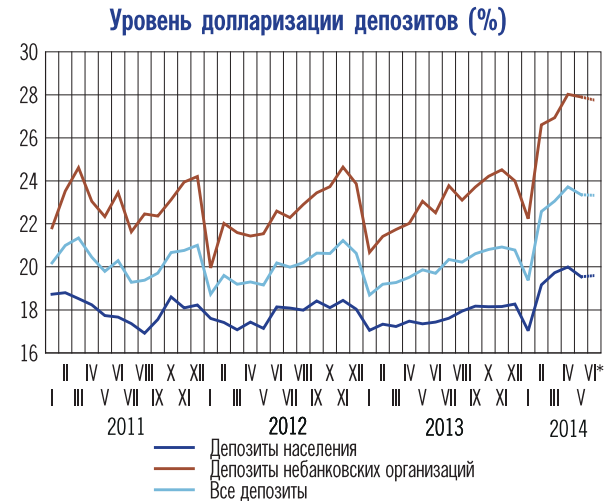


\* По предварительным данным.  
Источник: Банк России.

ми темпами росло долгосрочное кредитование нерезидентов. На 1 июня доля кредитов на срок свыше 3 лет в общем объеме кредитов нерезидентам превысила 80% (менее 65% на 1 февраля). При сохранении ограниченного доступа на международные рынки для многих российских эмитентов, а также аффилированных с ними компаний-нерезидентов можно ожидать, что кредитование нерезидентов будет расти более высокими темпами, чем кредитование российских компаний.

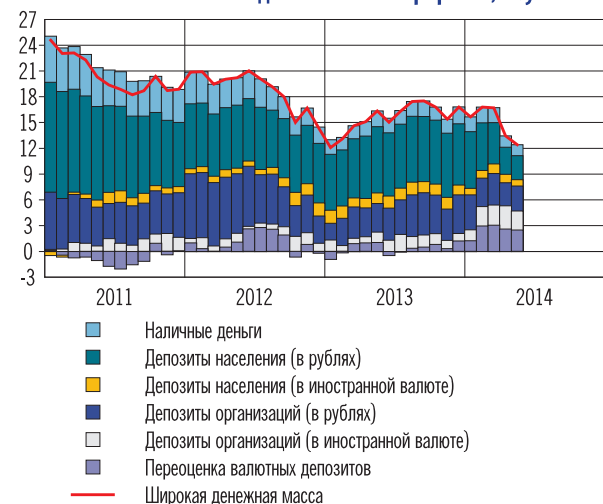
В этом случае предложение кредитов на внутреннем рынке для российских заемщиков может несколько снизиться, но это сокращение будет несущественным. С одной стороны, несмотря на значительные темпы роста, объем кредитования нерезидентов пока сравнительно невелик (9–11% портфеля кредитов организациям). С другой стороны, в сегменте кредитования нерезидентов доминируют крупнейшие банки (на 30 крупнейших банков приходится почти 95% всех кредитов нерезидентам). Увеличение объемов кредитования нерезидентов не скажется на операциях средних банков, ориентированных на кредитование российских организаций и населения.

В отраслевой структуре портфеля корпоративных кредитов в I квартале 2014 г. по-



\* По предварительным данным.  
Источник: Банк России.

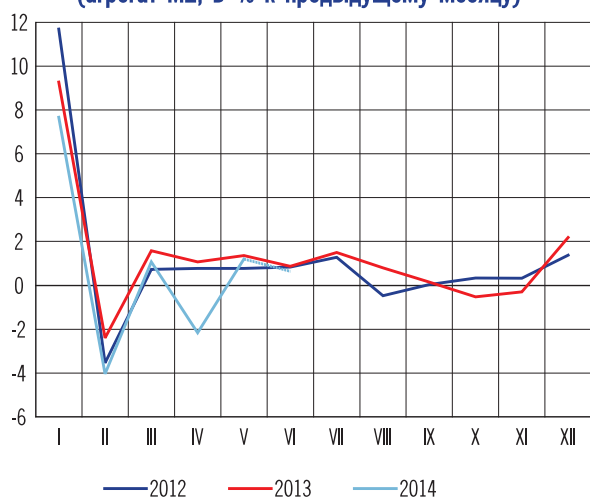
**Динамика широкой денежной массы (вклад различных компонентов в годовые темпы прироста, %)**



Источник: Банк России.

прежнему преобладали кредиты предприятиям оптовой и розничной торговли, а также обрабатывающей промышленности. Но если годовые темпы роста кредитов организациям обрабатывающей промышленности заметно увеличились по сравнению с началом года, то рост объемов кредитования предприятий торговли постепенно замедлялся. Российские банки в I квартале 2014 г. продолжали расширять кредитование малого и среднего предпринимательства (МСП). Годовые темпы прироста кредитов МСП были сопоставимы с аналогичным показателем для крупных компаний. Однако в апреле отмечалось за-

Темпы роста денежной массы  
(агрегат М2, в % к предыдущему месяцу)



Источник: Банк России.

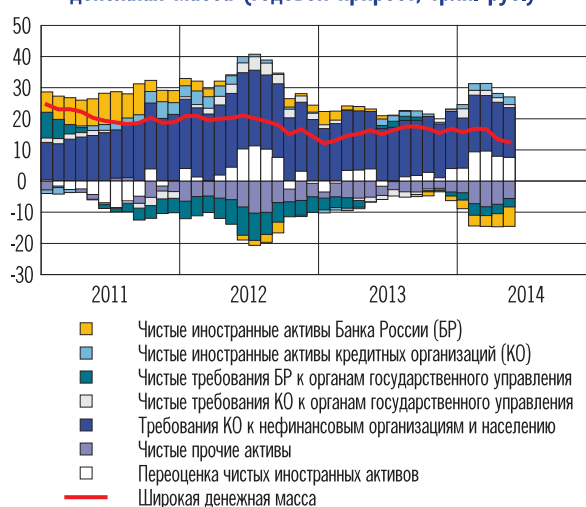
медление кредитования МСП, сопровождавшееся некоторым сокращением доли кредитов МСП в корпоративном портфеле банков.

В I квартале 2014 г. резко замедлился рост денежной массы<sup>7</sup>. Годовой темп роста денежной массы снизился с 14,6% на начало 2014 г. до 8,5% на 1 апреля, достигнув минимального значения с 2010 года. Замедление роста рублевой денежной массы было связано с изменением сберегательных предпочтений клиентов банков в пользу валютных активов (см. врезку «Изменение структуры банковского фондирования»).

Население в условиях сохраняющейся неопределенности и ослабления рубля сокращало в I квартале свои рублевые вклады в банках (за январь-март 2014 г. они сократились на 5,8%, тогда как за аналогичный период прошлого года увеличились на 2,6%), одновременно увеличивая остатки на валютных вкладах (рост на 5,1% в долларовом эквиваленте) и приобретая наличную иностранную валюту. В результате суммарные депозиты населения в банках сокращались, а долларизация депозитов населения росла.

Кроме того, вкладчики – физические лица изменяли структуру вкладов по объему. В условиях сохраняющейся неопределен-

Основные активы банковской системы и широкая денежная масса (годовой прирост, трлн. руб.)



Источник: Банк России.

ности крупнейшие вкладчики дробили свои вклады. По данным Агентства по страхованию вкладов, в I квартале 2014 г. суммарный объем крупнейших вкладов (объемом от 1 млн. руб.) в российских банках снизился на 1,2%, притом что количество таких вкладов увеличилось на 2,8%.

Организации также изменяли структуру своих банковских депозитов, сокращая рублевые депозиты (на 4,1% за январь-март 2014 г.) и наращивая валютные (на 19,8% в долларовом эквиваленте). При этом в срочной структуре рублевых депозитов организаций снижалась доля срочных депозитов, а доля средств на текущих счетах в общем объеме депозитов организаций возросла с 52,4% в начале 2014 г. до 56,0% на 1 апреля. В отсутствие аналогичных изменений срочности банковских активов увеличивался разрыв в срочности банковских активов и пассивов.

В условиях наращивания валютных депозитов и снижения срочности рублевых депозитов наблюдалось отставание темпов роста денежного агрегата М2 по сравнению с агрегатом М1 и широкой денежной массой (агрегатом М2Х).

В текущем году сохранялась внутригодичная цикличность в динамике денежной массы. Исключением стал март, по итогам ко-

<sup>7</sup> Агрегат М2 в национальном определении.

торого наблюдался наибольший переток средств с рублевых депозитов на валютные и, соответственно, сокращение рублевой денежной массы.

В разрезе источников формирования денежной массы замедление ее роста было обусловлено сокращением чистых иностранных активов Банка России и увеличением остатков на счетах расширенного правительства в Банке России. При этом рост кредита экономике и чистых иностранных активов банков оставался основным источником роста денежной массы в I квартале.

В апреле-мае ситуация в денежной сфере начала выравниваться. Рост рублевых депозитов организаций и вкладов населения возобновился, и месячные темпы роста агрегата М2 возвратились к уровню, наблюдавшемуся в аналогичные периоды предшествующих лет. Наметилось снижение долларизации банковских депозитов. При отсутствии новых существенных шоков во втором полугодии 2014 г. можно ожидать частичного восстановления темпов роста денежной массы при опережающем увеличении рублевых депозитов.

### Изменение структуры банковского фондирования

В начале 2014 г. макроэкономическая неопределенность способствовала существенным сдвигам в финансовых приоритетах клиентов банков, что заставило многие банки пересмотреть свою политику. Срочность банковских пассивов снижалась. Нефинансовые организации наращивали остатки на текущих счетах (за I квартал этот показатель увеличился на 12,4%). Население сокращало объем средств на банковских депозитах (за январь-март 2014 г. общий объем депозитов населения в банках сократился на 2,3%, за аналогичный период предшествующего года этот показатель возрос на 3,4%). В условиях роста структурного дефицита ликвидности кредитные организации наращивали заимствования у Банка России (их объем за первые три месяца года увеличился на 5,9%). В итоге за I квартал 2014 г. более 85% прироста банковских пассивов приходилось на заимствования у Банка России, текущие счета и краткосрочные депозиты организаций. Увеличение доли нестабильных (преимущественно краткосрочных) обязательств в банковских пассивах в сочетании с сохраняющейся тенденцией к росту доли низколиквидных долгосрочных банковских активов привело к снижению ликвидности банковских балансов, что проявлялось, в част-

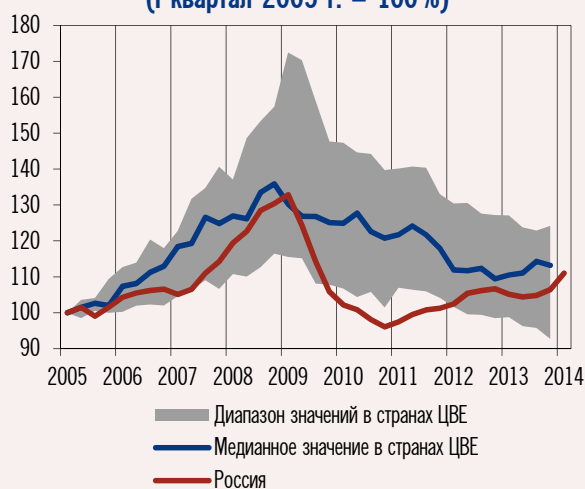
Структура активов и пассивов российских банков (трлн. руб.)



Структура валютных активов и обязательств российских банков (млрд. долл. США)



**Динамика отношения кредитов к депозитам в странах ЦВЕ (I квартал 2005 г. = 100%)**



Источник: Банк России

ропы<sup>2</sup> (ЦВЕ). Несмотря на то, что данное сопоставление показывает заметное ускорение роста отношения кредитов к депозитам в России в последние месяцы текущего года на фоне устойчивого снижения в странах ЦВЕ, этот показатель, вероятно, еще не достиг пороговых значений, отражающих существенное ухудшение ликвидности банковских балансов, так как находится ниже медианного значения в странах ЦВЕ (по сравнению с уровнем на начало 2005 г.).

Другим направлением изменения структуры банковских балансов в условиях существенного снижения номинального курса рубля стало сокращение чистых валютных активов банков. Клиенты банков переводили часть своих рублевых вкладов в валютные, в том числе путем совершения конверсионных сделок с банками. Объем валютных депозитов организаций (включая нерезидентов) за январь-март 2014 г. увеличился на 23,4 млрд. долл. США (до 189,5 млрд. долл. США), валютных депозитов населения – на 3,7 млрд. долл. США (до 94,1 млрд. долл. США).

Банки, столкнувшись с опережающим ростом валютных обязательств по сравнению с валютными активами, предприняли меры по предотвращению дальнейшего снижения чистых валютных активов. Российские банки увеличили объемы размещения валютных средств в иностранных банках (на 1,3 млрд. долл. США за I квартал, до 114,4 млрд. долл. США) и снижали ставки по валютным кредитам и депозитам. В результате чистые валютные активы банков стабилизировались на уровне 12–15 млрд. долл. США, практически не изменившись по сравнению с началом года.

Тенденции к сокращению сроков банковских пассивов и росту их долларизации были взаимосвязаны. Более половины всего прироста банковских пассивов в I квартале 2014 г. составляли текущие валютные счета организаций. Рост соотношения кредитов и депозитов по рублевым операциям банков опережал рост аналогичного показателя по валютным сделкам.

<sup>1</sup> Индекс NSFR разрабатывается в рамках стандарта Базель III. Для расчета данного индекса методика Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН) (см. «Basel III: The Net Stable Funding Ratio», BCBS Consultative Document, January 2014) была адаптирована к специфике российского бухгалтерского учета. В расчет индекса активы включались со следующими весами: наличные деньги, корреспондентские счета в Банке России и других банках – 0; государственные облигации и облигации Банка России, предоставленные МБК на срок до 1 года – 0,15; прочие облигации, акции, кредиты организациям и населению на срок до 1 года – 0,50; векселя, кредиты организациям и населению сроком свыше 1 года – 0,85; основные средства, заложенные ценные бумаги и прочие активы – 1,0. Пассивы включаются в расчет индекса со следующими весами: собственный капитал и сформированные резервы – 1,0; привлеченные МБК, депозиты населения и организаций на срок свыше 1 года, выпущенные облигации – 0,9; депозиты населения и организаций на срок до 1 года, средства, привлеченные от Банка России, выпущенные векселя – 0,5; привлеченные МБК на срок до 1 года, текущие счета и прочие пассивы – 0.

<sup>2</sup> В выборку были включены Азербайджан, Армения, Беларусь, Болгария, Венгрия, Грузия, Казахстан, Латвия, Литва, Македония, Польша, Румыния, Сербия, Словакия, Словения, Украина, Хорватия, Чехия, Эстония. Приводятся 25-й и 75-й процентиля всей выборки значений.

*В апреле - мае описанные выше тенденции изменения структуры банковского фондирования ослабли или сменились на противоположные. Возобновился приток средств на депозиты населения (хотя в нем преобладали краткосрочные депозиты), организации сокращали остатки на текущих счетах, клиенты банков начали замещать валютные депозиты рублевыми.*

*Это дает основание ожидать того, что сдвиги в структуре банковских балансов не будут иметь существенных макроэкономических последствий и постепенно балансы нормализуются. В то же время дальнейшее снижение темпов роста депозитов может заставить банки увеличить уровень ликвидности своих активов, что окажет сдерживающее влияние на расширение предложения кредитов и, соответственно, совокупный спрос.*

## I.3. Внутренние экономические условия

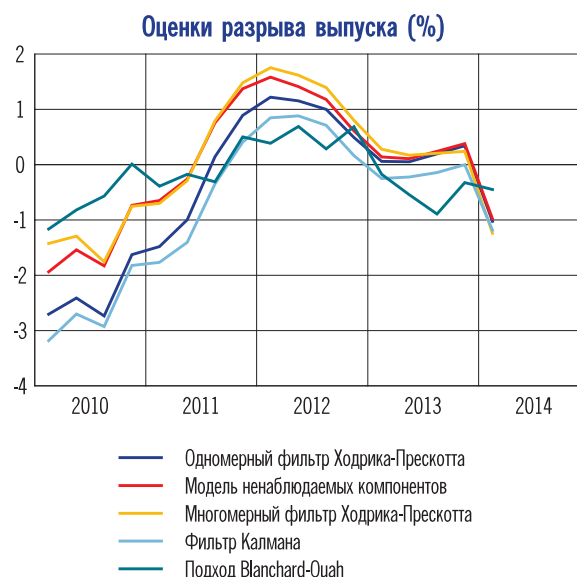
Нарастание экономической и внешне-политической неопределенности в первые месяцы 2014 г. привело к существенному падению инвестиционного спроса. Потребительская активность в феврале-марте, напротив, возросла. Значительный рост потребления в этот период был вызван всплеском спроса в условиях ожидаемого ускорения инфляции на фоне ослабления рубля. В целом темпы экономического роста в данный период замедлились. В то же время в дальнейшем ожидается постепенное восстановление экономической активности по мере снижения геополитической неопределенности и улучшения настроений экономических агентов. Уровень инфляции сложился несколько выше прогнозируемого в силу более значительного, чем ожидалось, влияния со стороны динамики обменного курса. Проинфляционный эффект ослабления рубля был дополнен ростом цен на ряд продовольственных товаров в результате действия специфических факторов. По оценкам Банка России, с учетом распределенного во времени эффекта переноса повышение инфляции может продолжиться и в июне (до уровня около 7,8%), после чего прогнозируется ее снижение до 6,8–7,0% в сентябре 2014 г. и до уровня около 6% к концу 2014 г. в условиях ожидаемой стабилизации курсовой динамики, хорошего урожая, снижения уровня индексации цен и тарифов на услуги ЖКХ в 2014 г., слабой динамики спроса.

### Экономическая активность

Положительная квартальная динамика ВВП, отмечавшаяся в 2013 г., в I квартале текущего года сменилась на негативную. По оценке, по отношению к IV кварталу 2013 г. ВВП снизился на 0,9% (с исключением сезонного фактора) после роста в течение четырех кварталов подряд. Рост ВВП по отношению к соответствующему периоду годом

ранее замедлился с 2% в IV квартале 2013 г. до 0,9% в I квартале 2014 г., что ниже оценок Банка России, сделанных в феврале текущего года. Отклонение фактически сложившегося в I квартале темпа роста ВВП от прогнозирувавшегося в феврале объясняется в первую очередь более существенным, чем ожидалось, падением валового накопления (в основном за счет снижения запасов материальных оборотных средств).

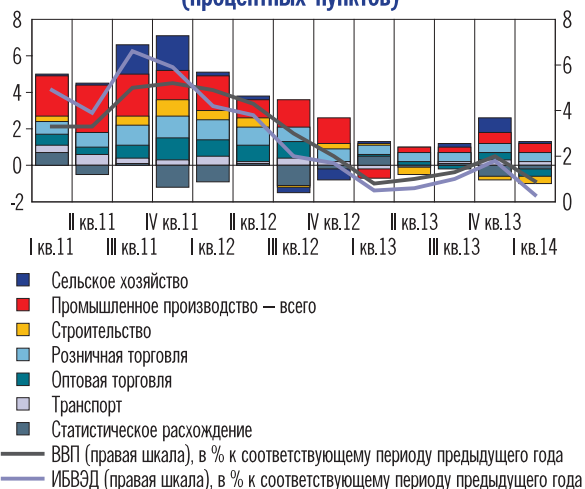
Достаточно резкое снижение темпов роста ВВП к соответствующему периоду предыдущего года с уровней, в среднем превышающих 1,5%, во втором полугодии 2013 г. привело к формированию отрицательного разрыва выпуска, который оценивается в диапазоне 0,5-1,2%<sup>1</sup>. Согласно различным оценкам, наблюдавшийся в I квартале 2014 г. спад экономической активности обусловлен циклическим снижением спроса и действием временных факторов. Потенциальные темпы роста также снижаются под действием структурных факторов. Продолжительный



Источник: расчеты Банка России.

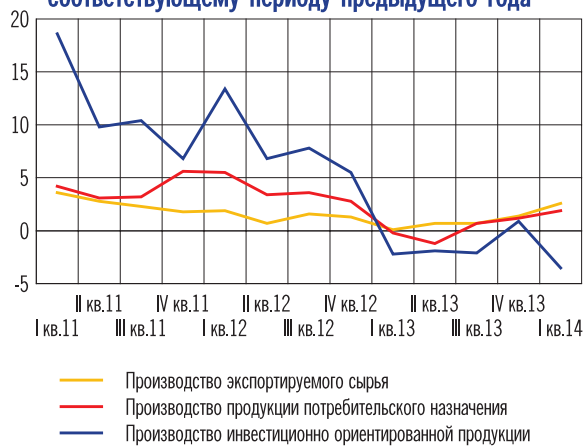
<sup>1</sup> В предыдущем выпуске Доклада разрыв выпуска оценивался как слабоотрицательный. После пересмотра Росстатом статистических данных по ВВП за 2011–2013 гг. разрыв выпуска в IV квартале оценивается близким к нулю.

**Динамика выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности и его компоненты (процентных пунктов)**



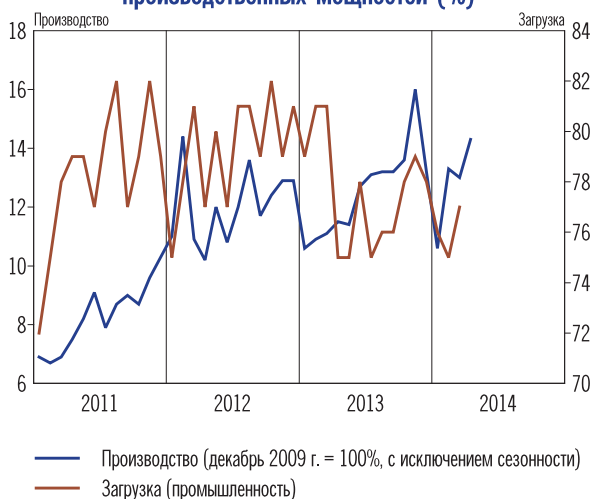
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Динамика промышленных производств, ориентированных на экспорт, на потребительский спрос и инвестиционный спрос, в % к соответствующему периоду предыдущего года**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Прирост промышленного производства и загрузка производственных мощностей (%)**



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

период снижения объемов инвестиций в основной капитал может привести к дополнительному замедлению роста потенциального выпуска на горизонте 1,5–2 лет.

Со стороны производства, по оценкам, значимый вклад в снижение темпов экономического роста внесли оптовая торговля, добывающие производства, сельское хозяйство, транспорт, возрос отрицательный вклад строительства. В целом рост выпуска по базовым видам экономической деятельности в I квартале 2014 г. замедлился до 0,3% по сравнению с соответствующим кварталом 2013 г. (против 1,8% в IV квартале 2013 г.).

Динамика показателей производственной активности в январе-апреле 2014 г. была волатильной. Январское снижение промышленного производства (на 0,2% к соответствующему периоду предыдущего года) сменилось его ростом в феврале-апреле. В I квартале рост промышленного производства по сравнению с соответствующим периодом 2013 г. составил 1,1%, а в апреле – 2,4%.

Наиболее высокими темпами рос объем выпуска в обрабатывающих отраслях. Темпы роста производства в добывающей промышленности были умеренными. Снижение выработки тепла и электроэнергии из-за аномально теплой погоды в первые месяцы текущего года внесло негативный вклад в динамику промышленного производства.

Ослабление рубля, наблюдавшееся в начале 2014 г., оказало разнонаправленное воздействие на выпуск в промышленных производствах.

По оценкам, снижение курса национальной валюты оказало некоторое положительное влияние на производство товаров потребительского назначения. В феврале-апреле среди производств, ориентированных на потребительский спрос, наиболее заметный рост выпуска наблюдался в производстве кожи, изделий из кожи и обуви, текстильном



**Динамика производства в видах деятельности, ориентированных на инвестиционный спрос (прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источник: Росстат.

**Динамика производства в видах деятельности, ориентированных на экспорт (прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источник: Росстат.

и швейном производстве, а также других товаров<sup>2</sup>. Это может свидетельствовать о наличии потенциала для импортозамещения в указанных видах деятельности. Производству продукции потребительского назначения в феврале-марте также оказал поддержку всплеск потребительской активности.

Повышение ценовой конкурентоспособности экспорта отразилось на увеличении выпуска ряда экспортно ориентированных производств (наиболее существенное повы-

<sup>2</sup> Мебель, украшения, музыкальные инструменты, спортивные товары, игры и игрушки, предметы быта и интерьера, галантерея и другие товары потребительского назначения.

**Динамика производства в видах деятельности, ориентированных на потребительский спрос (прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



\* Мебель, украшения, музыкальные инструменты, спортивные товары, игры и игрушки, предметы быта и интерьера, галантерея и другие товары потребительского спроса.  
 Источник: Росстат.

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

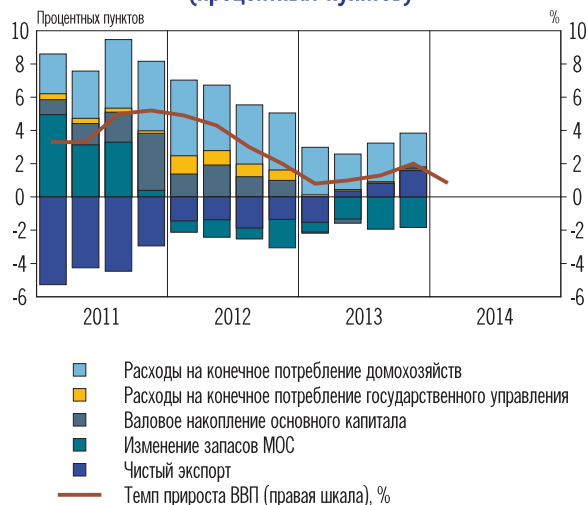


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

шение темпов роста наблюдалось в производстве кокса и нефтепродуктов).

Однако ослабление рубля оказывало негативное влияние на финансовое положение предприятий, имеющих высокую долю пассивов, номинированных в иностранной валюте. Кроме того, снижение рентабельности происходило вследствие удорожания импортируемой промежуточной продукции. Наименее чувствительными к изменению курсовой динамики с точки зрения издержек были производства, имеющие невысокую долю импорта в затратах на производство готовой продукции (добывающие производ-

**Структура прироста ВВП по элементам использования (процентных пунктов)**



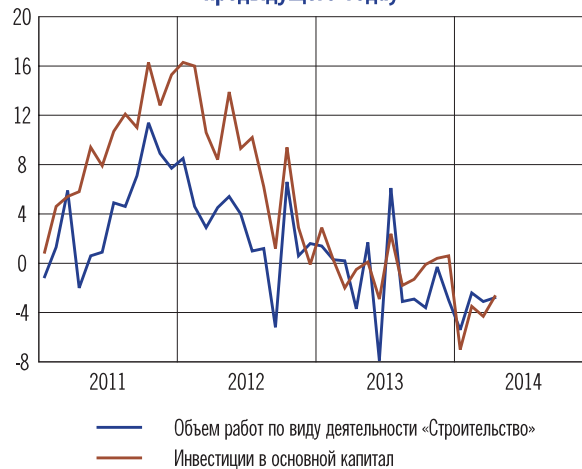
Источники: расчеты Банка России, Росстат.

ства, обработка древесины, целлюлозно-бумажное, химическое, металлургическое производства, производство кокса и нефтепродуктов, прочих неметаллических минеральных продуктов). Напротив, по оценкам, производства с высокой долей импортной составляющей в выпуске готовой продукции, в том числе высокотехнологичные производства, в наибольшей мере ощутили негативное влияние ослабления рубля.

Высокая доля импорта в затратах и падение инвестиционного спроса являлись факторами дальнейшего сокращения объемов производства в инвестиционно ориентированных видах деятельности. Наиболее заметный спад наблюдался в производстве машин и оборудования, а также производстве электрооборудования, электронного и оптического оборудования.

Несмотря на ускорение темпов роста в промышленности в апреле-мае, индикаторы настроений производителей оставались на низком уровне. По мнению руководителей предприятий, среди факторов, сдерживавших рост выпуска, традиционно преобладали недостаточный спрос на продукцию на внутреннем рынке (в обрабатывающих производствах), высокий уровень налогообложения и недостаток финансовых средств. Вместе с тем в обрабатывающих производ-

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



Источник: Росстат.

ствах наметилась тенденция к улучшению настроений.

С точки зрения компонентов использования ВВП потребление домашних хозяйств оставалось основным фактором, поддерживавшим экономический рост. Чистый экспорт, по оценкам, также внес положительный вклад. Слабая экономическая динамика в первую очередь была обусловлена падением валового накопления. В I квартале 2014 г. инвестиции в основной капитал сократились на 4,8% по отношению к соответствующему периоду 2013 года. Падение запасов материальных оборотных средств, по оценкам, было еще более значительным. Снижение инвестиций в основной капитал продолжилось и в апреле (на 2,7% к соответствующему периоду предыдущего года).

Падение инвестиций в основной капитал в текущем году было обусловлено повышением экономической неопределенности, ухудшением финансового состояния компаний реального сектора, а также ужесточением условий банковского кредитования. Рост долларизации депозитов корпоративного сектора свидетельствует о том, что предприятия в настоящее время придерживаются «осторожной стратегии» управления активами и предпочитают скорее хеджировать валютные (и другие) риски, а не вкладывать

### Сальдированный финансовый результат\* за январь-март в 2012-2014 гг. по крупным и средним российским организациям (млрд. руб.)



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

средства в производственные или инвестиционные проекты.

Высокая потребительская активность, оказавшая поддержку темпам роста ВВП, выразилась в существенном повышении темпов роста оборота розничной торговли (с 2,6% в январе 2014 г. до 4,0% к соответствующему периоду предыдущего года в марте). Ускорение роста розничного товарооборота происходило прежде всего в результате повышения продаж непродовольственных товаров, что, вероятнее всего, было обусловлено стремлением домашних хозяйств осуществить крупные покупки впрок (в первую очередь товаров длительного пользования), в ожидании роста цен на них после масштабного ослабления рубля в феврале-марте 2014 года. Для этого население частично использовало сбережения<sup>3</sup>: в январе-марте отмечалось падение нормы сбережения. В апреле по мере исчерпания шока повышенного спроса на товары длительного пользования в условиях существенного роста цен на потребительские товары наблюдалось замедление роста оборота розничной торговли до 2,6% к соответствующему периоду предыдущего года.

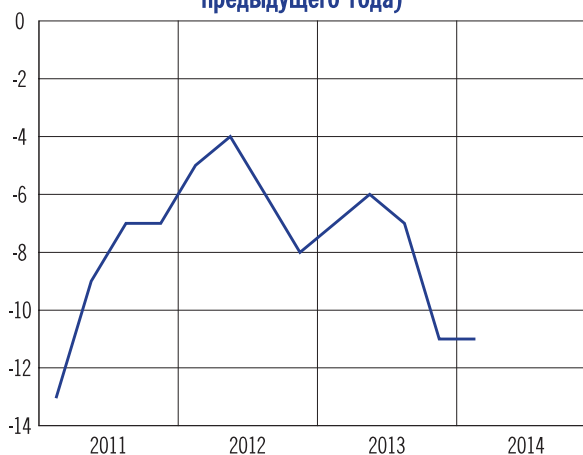
<sup>3</sup> Сбережения включают прирост (уменьшение) вкладов, приобретение ценных бумаг, изменение средств на счетах индивидуальных предпринимателей, изменение задолженности по кредитам, приобретение недвижимости, покупку населением скота и птицы.

### Динамика оборота розничной торговли



Источник: Росстат.

### Индекс потребительской уверенности (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)

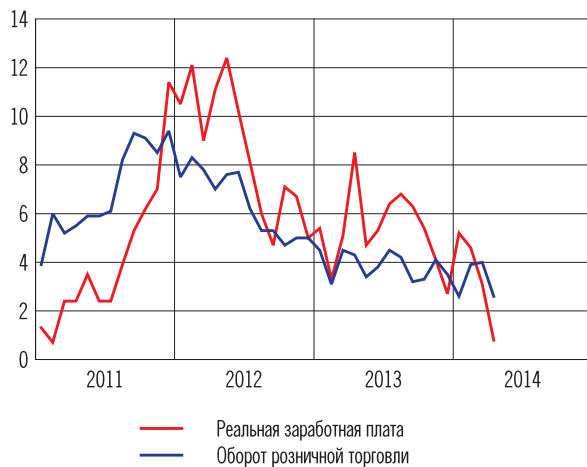


Источник: Росстат.

Потребительские настроения не демонстрировали тенденции к ухудшению, несмотря на негативный экономический фон. Индекс потребительской уверенности, рассчитываемый Росстатом, в I квартале 2014 г. по сравнению с IV кварталом 2013 г. не изменился. Динамика индекса потребительских настроений (согласно опросу ООО «инФОМ», проводимому по заказу Банка России) свидетельствовала об их улучшении в апреле-мае 2014 года.

В то же время показатели благосостояния населения демонстрировали противоположную динамику: на протяжении января-апреля

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



Источник: Росстат.

ля темпы роста реальных заработных плат снижались (с 5,2% к соответствующему периоду предыдущего года в январе до 0,8% в апреле) как за счет ускорения инфляции, так и вследствие замедления роста номинальных заработных плат.

В начале 2014 г. наблюдалось снижение уровня безработицы (5,6% в январе-феврале, 5,4% в марте и 5,3% в апреле). При этом обобщающий индикатор состояния рынка труда<sup>4</sup>, рассчитанный по 16 альтернативным

**Динамика уровня безработицы и главной компоненты 16 показателей рынка труда**



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

показателям (не включающим уровень безработицы) снизился, также свидетельствуя об увеличении дефицита рабочей силы в начале 2014 года. Наибольший вклад в снижение уровня указанного индикатора внесли уменьшение численности официальных безработных на одну заявленную вакансию, доли безработных, получающих пособие по безработице, и доли безработных с опытом работы, уволенных по сокращению штатов.

При сохранении низкого уровня безработицы наблюдалось снижение темпов роста заработных плат в частном секторе, что может являться косвенным подтверждением того, что дефицит рабочей силы на рынке труда в ближайшие месяцы будет сокращаться.

В целом слабая динамика реальных располагаемых доходов населения в совокупности с восстановлением склонности населения к сбережениям, по оценкам, обусловят стабилизацию темпов роста расходов на конечное потребление во II–III кварталах 2014 г. на более низком уровне по сравнению с наблюдавшимся в I квартале. В то же время потребительский спрос, по оценкам, будет оставаться основным фактором экономического роста.

<sup>4</sup> Обобщающий индикатор рынка труда рассчитан с использованием метода главных компонент. Исходными данными для расчета главной компоненты послужили: отношение численности занятых к численности населения в возрасте 15–72 года; индекс занятости «Российского Экономического Барометра» (РЭБ); индекс загрузки занятых в обрабатывающей промышленности (РЭБ); индекс роста числа занятых (РЭБ); индексы Росстата численности занятых на предприятиях видов деятельности С и D (по опросам экономической активности); индексы Росстата нехватки квалифицированных рабочих на предприятиях видов деятельности С и D (по опросам экономической активности); компонента занятости общего индекса HSBC PMI; численность официальных безработных на одну заявленную вакансию (Росстат); процент безработных, получающих пособие по безработице (Росстат); отношение числа безработных (МОТ) к числу официально зарегистрированных безработных (Росстат) – отражает стимулы к поиску работы; число отработанных часов на одного занятого в месяц (Росстат); доля занятых, отработавших фактически более 41 часа в неделю (Росстат); среднее время поиска работы (Росстат); доля безработных с опытом работы, уволенных по сокращению штатов (Росстат).

Темп роста ВВП во II квартале 2014 г. к предшествующему кварталу ожидается на уровне, близком к нулю (с исключением сезонности). Во втором полугодии в отсутствие существенных внешних шоков темпы роста ВВП будут иметь слабую положительную динамику. Во II квартале 2014 г. прирост ВВП по сравнению с соответствующим периодом 2013 г. оценивается на уровне 0,4–0,6%, в III квартале – 0,2–0,4%. Снижение темпов роста по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года во втором полугодии связано с высокой базой второй половины 2013 г., когда наблюдались ускорение экономического роста, обусловленное динамикой сельского хозяйства и смежных с ним производств, а также существенный рост экспорта.

Прогноз постепенного восстановления экономической активности основывается на предположении о снижении геополитической напряженности и экономической неопределенности во втором полугодии 2014 года. Ожидается, что на фоне уменьшения оттока капитала и улучшения настроений производителей сокращение инвестиций в основной капитал замедлится и завершится цикл коррекции запасов. Кроме того, экономический рост будет поддерживаться увеличением экспорта на фоне восстановления мировой экономики.

Следует отметить, что прямое влияние уже объявленных экономических санкций со стороны ряда стран оценивается как незначительное. По оценкам, реализация объявленных мероприятий может нанести ущерб и экономикам стран, их иницирующих, и поэтому, как ожидается, будет осторожной.

### **Бюджетная политика**

В соответствии с данными Казначейства России и Минфина России в январе-марте 2014 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 34,0% ВВП, непроцентные расходы – 33,0% ВВП, что ниже аналогичных показателей за соответствующий

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



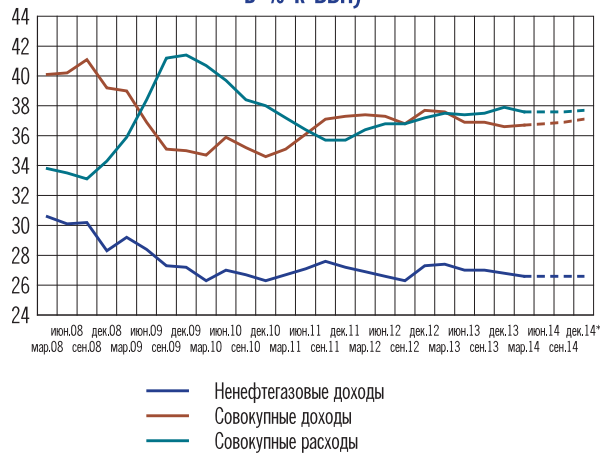
Источники: Казначейство России, Основные направления бюджетной политики Российской Федерации на 2014 год и на плановый период 2015 и 2016 годов, расчеты Банка России.

период 2013 г. на 0,9 и 1,0 процентного пункта соответственно.

На фоне роста величины бюджетных доходов по отношению к ВВП, который определяется увеличением нефтегазовых поступлений в результате снижения курса национальной валюты при одновременном снижении ненефтегазовых доходов, бюджеты бюджетной системы Российской Федерации были исполнены с профицитом 3,3% ВВП, что на 1,3 процентного пункта превышает аналогичный показатель 2013 года. В то же время ненефтегазовый первичный дефицит бюджетной системы РФ в I квартале 2014 г. составил 7,1% ВВП, что всего на 0,2 процентного пункта ниже аналогичного показателя за соответствующий период 2013 года.

По оценкам Банка России, в 2014 г. ожидается снижение относительно 2013 г. совокупного и структурного ненефтегазового первичного дефицита бюджетной системы Российской Федерации на 0,7 и 0,5 процентного пункта ВВП, до 0,6 и 10,3% ВВП соответственно. Снижение показателя совокупного дефицита объясняется в первую очередь положительной динамикой нефтегазовых поступлений, а структурного ненефтегазового первичного дефицита – сокращением показателя непроцентных расходов.

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



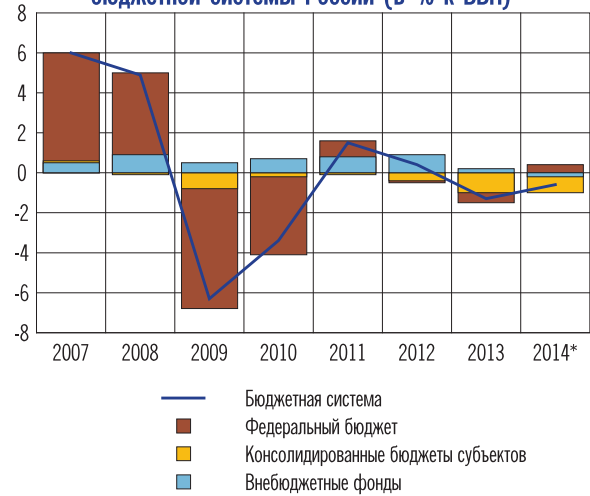
\* Прогноз Банка России.

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

По оценкам Банка России, в 2014 г. ожидается положительное воздействие на рост совокупного спроса со стороны сектора государственного управления в размере 0,1–0,2 процентного пункта. Положительное влияние объясняется динамикой основных показателей государственных финансов предыдущих лет, эффект от которых на экономическую активность распределен во времени, несмотря на негативное влияние со стороны бюджетных показателей в отдельно взятом 2014 году. Дополнительный положительный эффект на экономический рост может оказать запланированное использование части средств Фонда национального благосостояния на приоритетные инвестиционные проекты, в случае если средства уже в текущем году дойдут непосредственно до реального сектора экономики.

Оценки устойчивости государственных финансов, основанные на индикаторе фискального стресса, позволяют сделать вывод о сохранении в краткосрочной перспективе высокого уровня устойчивости государственных финансов России. О наличии рисков для устойчивости государственных финансов по-прежнему свидетельствуют значения группы показателей, характеризующих долгосрочные тренды, при этом основные бюджетные показатели находятся на безопас-

**Структура совокупного профицита (+) / дефицита (-) бюджетной системы России (в % к ВВП)**



\* Прогноз Банка России.

Источники: Казначейство России, Росстат, расчеты Банка России.

ном уровне. В то же время при сохранении неопределенности в отношении геополитической ситуации можно ожидать, что отдельные показатели будут сигнализировать об увеличении рисков для устойчивости государственных финансов, в частности снижение средневзвешенного срока погашения государственного долга и рост ставки по государственному долгу в условиях сокращения прогнозных темпов роста ВВП.

Ожидается, что в 2014 г. будет существенно скорректирован вниз объем перечисляемых в Резервный фонд дополнительных нефтегазовых доходов в результате объявленного отказа от привлечения внешних займов, запланированного существенного снижения привлечения заемных средств на внутреннем рынке и объемов приватизации, а также увеличения кредитования субъектов Российской Федерации.

Расширение программы кредитования регионов обусловлено тем, что некоторые из них, вероятно, испытывают трудности с привлечением необходимого объема средств для финансирования дефицита на рыночных условиях. Это в свою очередь является следствием сохранения относительно высокого дефицита консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации и значительного роста величин

ны их задолженности (соответственно 1,0 и 3,0% ВВП по итогам 2013 г.).

Состояние региональных финансов является основным источником дефицита бюджетной системы с 2012 г., что связано с замедлением экономического роста, недостаточными усилиями региональных властей по повышению качества управления финансами, в частности, по улучшению эффективности расходования средств, а также увеличением расходной части бюджетов в результате исполнения «майских указов» 2012 года.

Вхождение в состав России Республики Крым и города федерального значения Севастополь также оказывает влияние на основные показатели государственных финансов России. При этом дополнительные расходы на приведение социальных выплат в соответствие с общероссийскими стандартами, а также инвестирование средств в развитие данных территорий предположительно будут профинансированы за счет перераспределения средств в рамках действующих бюджетных правил.

### Инфляция

В первые месяцы 2014 г. наблюдалось существенное ускорение инфляции. Годовые темпы прироста потребительских цен возросли с 6,1% в январе до 7,6% в мае, достигнув максимального значения за период с сентября 2011 года. Базовая инфляция увеличилась с 5,5 до 7,0% соответственно. Повысились основные субиндексы потребительских цен, очищенные от влияния наиболее волатильных компонентов и административных факторов. Прекратилась тенденция к снижению годовых темпов роста цен на непродовольственные товары без учета бензина<sup>5</sup>, наблюдавшаяся с ноября 2011 года. Темпы роста цен на указанную группу товаров воз-

<sup>5</sup> Субиндекс цен, в наименьшей мере подверженный влиянию волатильных и административных факторов.

Вклад в инфляцию  
(процентных пунктов)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

росли до 4,9% в мае после значения 4,3% в январе и феврале текущего года.

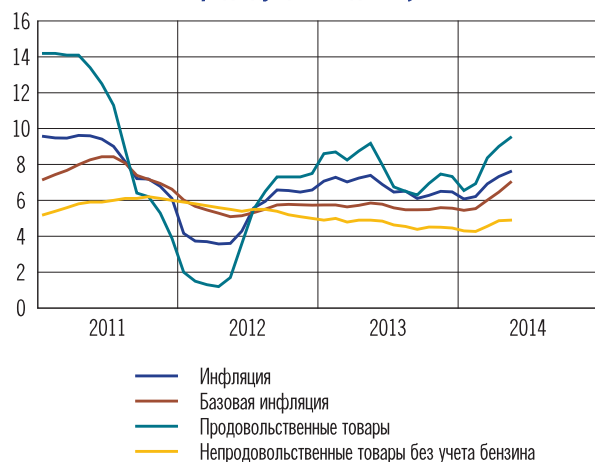
Основным фактором, обусловившим повышение инфляции, являлось снижение курса рубля. Оценки эффекта переноса курсовой динамики на цены продовольственных и непродовольственных товаров находятся в диапазоне 0,1–0,2<sup>6</sup>. Влияние курсовой динамики на цены услуг было менее значительным, так как заметную долю в них составляют не чувствительные к ней регулируемые цены и тарифы. Влияние изменения курса на темпы роста потребительских цен в наибольшей степени проявляется в течение двух кварталов.

По оценкам, вклад в годовые темпы роста потребительских цен со стороны динамики курса рубля составил по состоянию на май около 0,8 процентного пункта (0,5 процентного пункта – от ослабления рубля в 2014 г. и 0,3 – от ослабления рубля в конце 2013 г.). Согласно оценкам, влияние динамики валютного курса на годовую инфляцию в январе-апреле 2014 г. будет исчерпано в сентябре 2014 года.

Наиболее заметным было ускорение роста цен на продовольственные товары –

<sup>6</sup> Снижение курса рубля (ослабление рубля) на 1 процентный пункт приводит к ускорению инфляции на 0,1–0,2 процентных пункта.

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

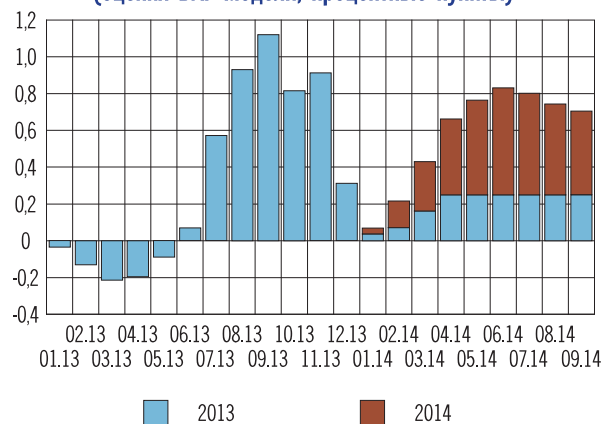


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

до 9,5% в мае 2014 года. Проинфляционное влияние переноса курсовой динамики было усилено повышением мировых цен на отдельные виды аграрной продукции, ростом затрат, снижением предложения ряда продуктов питания (см. врезку). В частности, низкий собранный урожай прошлого года обусловил ускорение роста цен на картофель и отдельные виды овощей. Меры по защите российского рынка (введение временных ограничений на ввоз свинины, рыбы) стали фактором снижения предложения и ускорения роста цен на рынках этих продуктов, а также товаров-субститутов. Повышение мировых цен повлияло на сохранение высоких темпов роста цен на молоко и молочную продукцию, сахар.

Повышение годовых темпов роста цен также наблюдалось в большинстве основных групп непродовольственных товаров и услуг. Особенно заметным был рост цен на товары и услуги, на рынках которых высока доля импорта, либо при производстве которых активно используются импортные комплектующие, материалы. В группе непродовольственных товаров наиболее существенное ускорение в темпах роста цен наблюдалось на телерадиотовары, электротовары и другие бытовые приборы, в группе услуг – на услуги в сфере зарубежного туризма. Фактором, оказывающим дополнительное давление на цены отдельных непродовольственных товаров, являлось временное повышение потребительского спроса в феврале-марте.

**Изменения потребительской инфляции, вызванные динамикой номинального эффективного курса рубля к иностранным валютам в 2013-2014 гг. (оценки VAR-модели, процентные пункты)**



Источник: расчеты Банка России.

вающим дополнительное давление на цены отдельных непродовольственных товаров, являлось временное повышение потребительского спроса в феврале-марте.

Распределенное во времени влияние динамики валютного курса обусловит дальнейшее повышение инфляции в июне.

С учетом указанных выше факторов прогноз инфляции на ближайшие месяцы 2014 г. повышен. Вместо ожидавшегося ранее снижения инфляции в июне 2014 г. по отношению к июню 2013 г. до 5,8–6,1%, прогнозируется ее повышение до 7,7–7,9%.

К сентябрю 2014 г. прогнозируется замедление инфляции до 6,8–7,0% в условиях стабилизации курсовой динамики, хорошего урожая, снижения уровня индексации цен и тарифов на услуги ЖКХ<sup>7</sup>, слабой динамики спроса.

## Инфляционные ожидания

### Население

Оценки наблюдаемой инфляции и инфляционные ожидания на год вперед после снижения в начале 2014 г. в мае повысились. На месячном горизонте оценки наблюдаемой и ожидаемой инфляции в мае по срав-

<sup>7</sup> По оценке, более низкие темпы роста тарифов на жилищно-коммунальные услуги понизят инфляцию на 0,4 процентного пункта по сравнению с 2013 годом.



### Динамика цен на продовольственные товары

В начале 2014 г. отмечалось заметное повышение годовых индексов цен на продовольственные товары, что было обусловлено обесценением рубля, а также действием факторов со стороны предложения и издержек производства.

В значительной мере ускорение роста цен продовольственных товаров было вызвано ослаблением рубля. Курсовая динамика может напрямую влиять на цены ввозимых готовых продуктов питания (например, на сыры, мясную продукцию, фрукты и цитрусовые). Их доля на российском рынке значительна: в 2013 г. на импорт приходилось 36% объема товарных ресурсов розничной торговли продовольственными товарами. Изменение курса рубля может влиять на потребительские цены и косвенно – через цены на ввозимое аграрное сырье (сухое молоко, сырое мясо, сахар-сырец). Полнота переноса курсовой динамики в изменение рублевой цены зависит от уровня конкуренции на рынке конкретного продукта, способа назначения цены (в валюте производителя или потребителя), доли импорта в цене (даже в цене конечной импортной продукции есть «отечественная» составляющая – транспортные расходы, торговые наценки, налоги), а также от глубины и длительности обесценения валюты. Эластичность продовольственных цен по номинальному обменному курсу рубля оценивается в диапазоне 0,1–0,2 (оценки величины эффекта переноса различаются в зависимости от используемых моделей<sup>1</sup>). По оценке, в I квартале 2014 г. до половины ускорения цен на продовольствие (на 1,1 п.п.) было обусловлено ослаблением рубля (включая лаговое влияние предыдущих периодов).

Тем не менее, курсовая динамика является не единственным фактором продовольственной инфляции (на цены некоторых продуктов питания она практически не оказывает влияния). Важную роль играет конъюнктура рынков отдельных товаров, определяемая особенностями формирования их предложения и спроса на них (объемами урожая, его качества, объемами экспорта и импорта, изменением запасов), динамикой цен мировых аграрных рынков, мерами государственной поддержки производителей.

Действие факторов со стороны предложения влияло на динамику цен на продукцию переработки зерновых культур, плодоовощной продукции, а также свинины и рыбопродуктов. Так, например, в первые месяцы текущего года продолжилась тенденция к снижению годовых темпов роста цен на хлеб и хлебобулочные изделия, начавшаяся в середине прошлого года, когда был получен хороший урожай основных видов зерновых культур. Схожей была динамика цен на макаронные и крупяные изделия. В то же время в марте-мае 2014 г. наблюдалось ускорение роста цен на рис и пшено – начали сказываться последствия низких объемов производства этих культур, недостаточного качества урожая. Такие же факторы определяли повышение годовых темпов роста цен на картофель, отдельные виды овощей.

### Отдельные показатели, характеризующие финансовое положение крупных и средних организаций сельского хозяйства

	2012	2013
Сальдированный финансовый результат, в % к предыдущему году		
– всего (справочно)	109,9	85,7
– сельское хозяйство	123,3	59,1
Доля убыточных организаций в их общем количестве, %	22,3	22,6
Убыток, в % к предыдущему году	124,9	197,8
Рентабельность продаж, %	11,4	6,4
Расходы по оплате процентов за кредит, в % к прибыли от продаж*	60,1	122,1
Возмещение из федерального бюджета процентной ставки по краткосрочным кредитам (займам) в расходах по оплате процентов*, %	26,0	25,5

\* Оценка.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

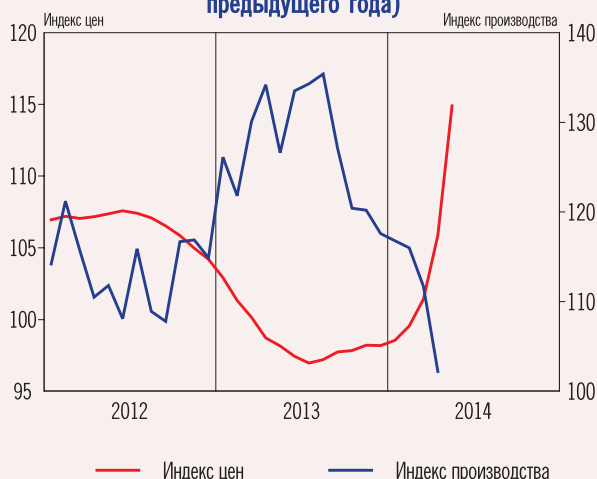
<sup>1</sup> См., например: Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. (2014). Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России. // Вопросы экономики. № 3. С. 21–35.

В результате исчерпания действия факторов, вызвавших сокращение предложения и нарастание производственных издержек в 2013 г., снижение цен на яйца за январь-май 2014 г. (на 22,7%) в основном компенсировало их резкое удорожание в 2013 году.

Определенный позитивный эффект дали предпринятые в 2013 г. меры государственной финансовой поддержки сельскохозяйственных производителей (в том числе в связи с удорожанием приобретенных кормов<sup>2</sup>). Они были связаны с заметным ухудшением финансового состояния сельскохозяйственных организаций. В 2013 г. заметно сократился их сальдированный финансовый результат вследствие роста издержек и снижения рентабельности продаж, что повлекло, в частности, рост долговой нагрузки.

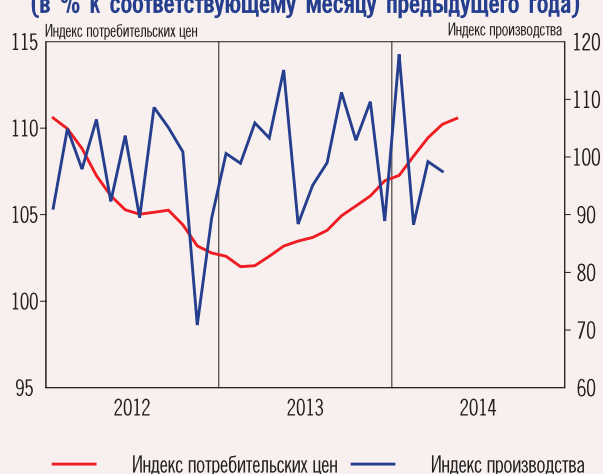
Существенный вклад в повышение годовой инфляции внесло ускорение роста цен на свинину (в мае он оценивается на уровне 0,2 процентного пункта). Увеличение темпа роста цен было обусловлено возникновением дефицита на рынке данного продукта: падение импорта в январе-апреле в результате временных ограничений на поставки свинины из стран ЕС (в связи со вспышкой

**Индекс потребительских цен на свинину и ее производства (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



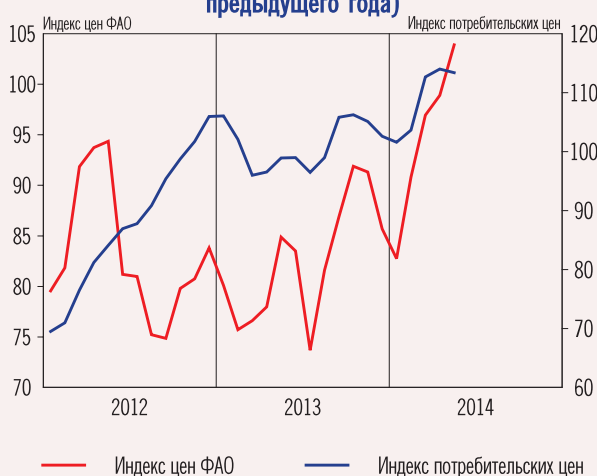
Источник: Росстат.

**Индексы потребительских цен на рыбопродукты и производства мороженой рыбы (кроме сельди) (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



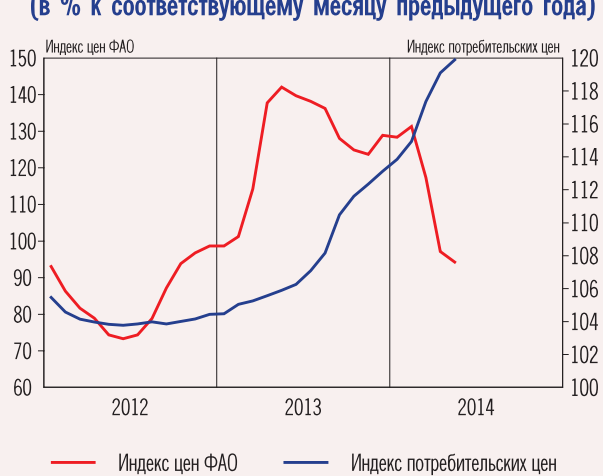
Источник: Росстат.

**Индекс потребительских цен на сахар и индекс цен на сахар ФАО (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



Источник: Росстат.

**Индекс потребительских цен на молоко и молочную продукцию и индекс цен на молочную продукцию ФАО (в % к соответствующему месяцу предыдущего года)**



Источники: Росстат, ФАО.

<sup>2</sup> Федеральный закон от 7.06.2013 N 133-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов».

африканской чумы свиней) было лишь отчасти компенсировано приростом отечественного производства.

По итогам января-апреля 2014 г. отмечалось также снижение объемов импорта рыбопродукции как результат введения в январе Россельхознадзором запретов на ввоз отдельных видов рыбы и рыбной продукции (из крупнейшего российского поставщика – Норвегии, а также из Эстонии, Латвии, Вьетнама), обусловленных нарушением поставщиками ветеринарно-санитарных требований. Проинфляционными факторами на рынке рыбопродукции являлись также продолжение роста контрактных цен, усиленное ослаблением рубля, сокращение внутреннего производства рыбы (в мае вклад в инфляцию роста цен на рыбопродукты оценивается на уровне 0,2 процентного пункта).

В первые месяцы 2014 г. сохранились повышенные темпы прироста цен на сыр, молоко и молочную продукцию. Они добавили в мае около 0,8 процентного пункта к годовой инфляции. В отличие от 2013 г. ускорение роста цен происходило на фоне увеличения объемов производства. Проинфляционным фактором выступило повышение темпов роста в конце 2013 – начале 2014 г. мировых цен на готовую молочную продукцию и на сухое молоко (в большей мере используемое в это время года российскими производителями), дополненное ослаблением рубля.

Существенное увеличение темпов роста потребительских цен на сахар на российском рынке также было обусловлено ускоренным повышением мировых цен на ввозимое сырье в период сезонного увеличения спроса на него. Темп прироста цен на сахар ускорился до 14,0% в апреле, его вклад в инфляцию возрос до 0,1 процентного пункта. В мае темпы роста цен несколько снизились.

Таким образом, в начале 2014 г. ускорение роста цен на продовольственные товары было вызвано усилением ослабления рубля, ростом мировых цен на отдельные виды аграрной продукции, снижением объема предложения ряда видов продуктов питания, увеличением затрат. Сдерживали рост цен высокая обеспеченность внутреннего рынка продукцией переработки зерна, рост производства отдельных продуктов питания (мяса, животных и растительных жиров).

нению с апрелем также возросли, что могло стать следствием ускорения фактической инфляции.

Согласно результатам опроса населения, проведенного ООО «инФОМ»<sup>8</sup> по заказу Банка России в мае 2014 г., медианные оценки наблюдаемой и ожидаемой годовой инфляции возросли. Динамика данных показателей тесно связана с восприятием населением инфляции за прошедший период.

Большинство опрошенных по-прежнему полагают, что в течение следующих 12 месяцев темпы роста цен будут близки к текущим. При этом после кратковременного повышения (в апреле) снизилась доля респондентов, которые полагают, что цены будут расти медленнее или их рост остановится. Доля тех,

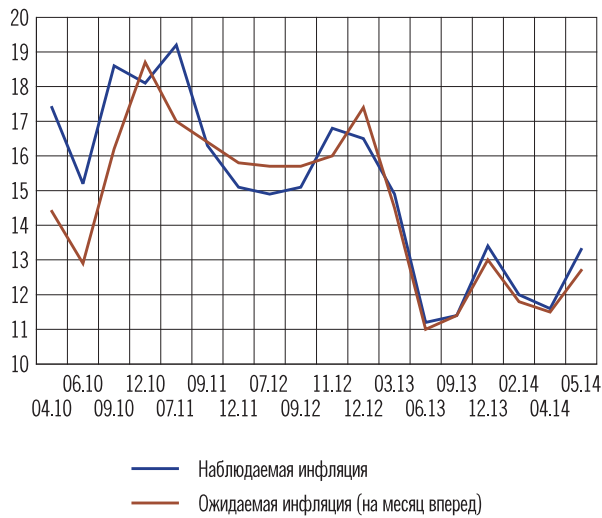
кто ожидает ускорение годовой инфляции в дальнейшем, по сравнению с предыдущей волной опроса не изменилась.

По данным опросов Всероссийского центра изучения общественного мнения (ВЦИОМ), на инфляцию как наиболее актуальную для страны проблему в марте текущего года указали 62% опрошенного населения (в феврале 2014 г. – 52%, в марте 2013 г. – 47%).

В мае текущего года, по данным опросов ООО «инФОМ», оценки ожидаемой инфляции на месяц вперед повысились по сравнению с апрельским наблюдением, что могло стать следствием ускорения роста цен на ряд товаров и услуг в связи с ослаблением рубля, а также действием локальных факторов на рынке продовольствия. Доля опрошенных, ожидавших рост цен в следующем месяце, возросла по сравнению с предыдущим наблюдением с 79 до 85% и стала максимальной за весь период наблюдения.

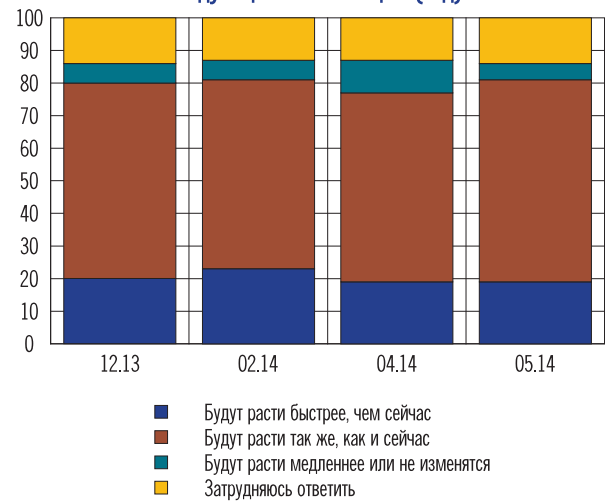
<sup>8</sup> Для сопоставления данных за предыдущие периоды здесь и далее использованы результаты исследования ФОМ «Измерение инфляционных ожиданий и потребительских настроений на основе опросов населения».

Прямые оценки инфляции: медианные значения (%)



Источник: ФОМ, инфОМ.

Как, по Вашему мнению, будут меняться цены в следующие 12 месяцев (год)?



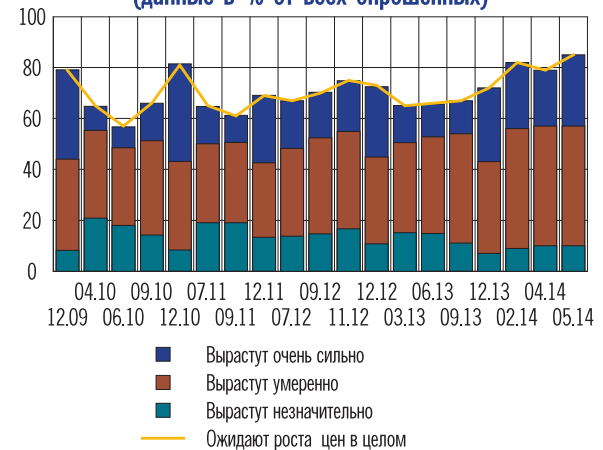
Источник: ФОМ, инфОМ.

Ожидаемая и фактическая инфляция



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

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



Источники: ФОМ, инфОМ.

Сохранение высоких значений инфляционных ожиданий в основном обусловлено увеличением доли респондентов, которые ожидают, что цены вырастут очень сильно<sup>9</sup> (с 16% в апреле до 21% в мае). Доля респондентов, которые прогнозируют умеренный рост цен по сравнению с апрелем, не изменилась (53%).

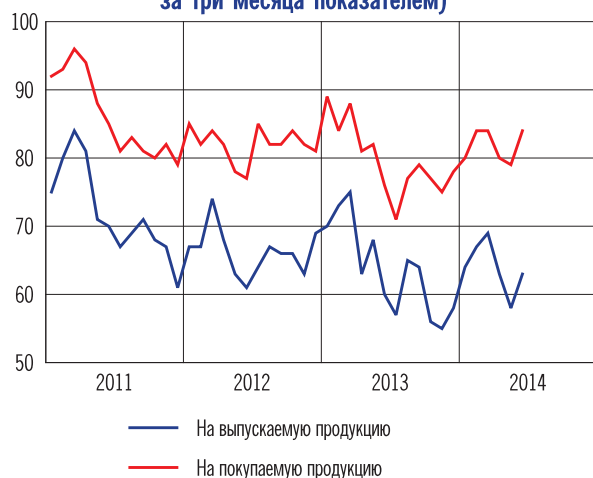
<sup>9</sup> Проведенные ранее расчеты показали, что показатель «доля указавших на сильный рост цен» в наибольшей мере коррелирует с динамикой фактической инфляции. Использование аналогичного показателя при прогнозировании инфляции также дает наиболее надежные результаты. Поэтому при анализе ответов респондентов на данную группу обычно обращается большее внимание.

Согласно квартальным опросам Росстата, в январе-марте 2014 г. инфляционные ожидания населения незначительно повысились.

### Предприятия

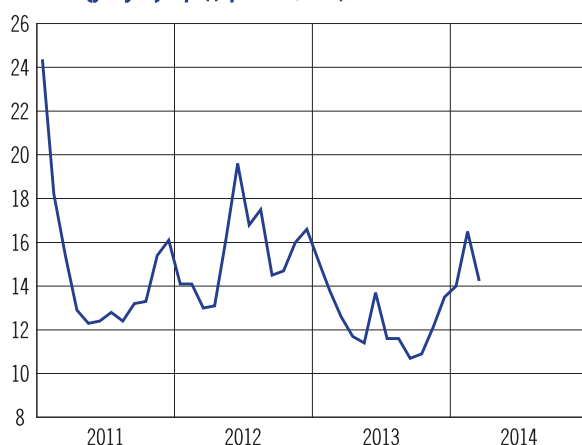
Ожидания изменения цен на выпускаемую продукцию во II квартале 2014 г. по опросам предприятий в различных сегментах экономики имеют разнонаправленную динамику: производители готовой продукции, в том числе в промышленности, предполагают в целом замедление роста цен, а предприятия торговли и сферы услуг ожидают сохранения повышательной ценовой динамики.

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



Источник: данные опроса РЭБ.

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



Источник: Банк России

Согласно опросам Российского экономического барометра, в марте 2014 г. предприятия предполагали, что цены на выпускаемую и покупаемую продукцию в ближайшие три месяца будут иметь схожую динамику: после замедления темпов роста в апреле-мае, в июне ожидается их ускорение, что соответствует сезонности. По результатам апрельских опросов, проводимых Банком России, предприятия ожидают некоторое замедление роста цен на свою продукцию в ближайшие три месяца. По-видимому, предприятия прогнозируют стабилизацию курсовой динамики и, следовательно, снижение повыша-

тельного давления со стороны ослабления рубля на ценовую динамику.

По опросам Росстата, проведенным в I квартале, в розничной торговле и сфере услуг предприятия ожидают сохранения повышательной ценовой динамики во II квартале на фоне общеэкономической неопределенности и сохраняющегося эффекта переноса ослабления рубля.

### Профессиональные аналитики

Прогнозы инфляции на 2014 г. профессиональных аналитиков существенно повысились в апреле-мае вслед за ускорением фактической инфляции и с учетом возможного сохранения влияния со стороны курсовой динамики. Инфляционные ожидания, заложенные в ставки МБК и доходности ОФЗ, также повысились.

Профессиональные аналитики продолжают пересматривать свои прогнозы инфляции на 2014 г. в сторону повышения вслед за ускорением фактической инфляции и учитывая эффект переноса курсовой динамики. Медианные значения последних прогнозов на 2014 г. (по состоянию на конец мая) составляют 6,3–6,5%.

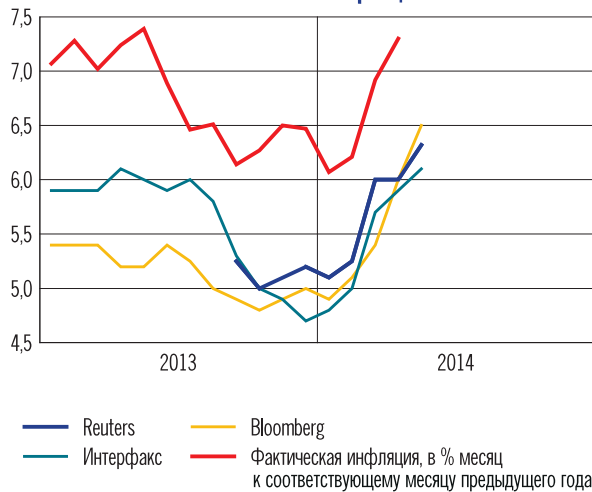
При этом медианное значение ожидаемой инфляции в конце 2014 г., рассчитанное с учетом точности прогнозов участников опроса Bloomberg, составляет 6,2%.

Краткосрочные инфляционные ожидания, рассчитанные по данным финансового рынка, указывают на повышение в I квартале 2014 г. инфляционных ожиданий на один квартал вперед<sup>10</sup>.

Долгосрочные ожидания профессиональных аналитиков также повысились. Консенсус-прогноз Центра развития на 2016 г. повышен с 4,9% в феврале до 5,2% в мае,

<sup>10</sup> Модель по данным рынка МБК основана на анализе совместной динамики реальной процентной ставки и ожидаемой инфляции (в качестве номинальной процентной ставки используется ставка MIACR на срок на 31–90 дней). Модель по данным рынка облигаций основана на анализе динамики инфляции как одного из факторов, объясняющих динамику доходностей ОФЗ на различные сроки.

Прогнозы профессиональных аналитиков по инфляции



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters.

Инфляционные ожидания (оценка по данным финансовых рынков, %)



Источник: расчеты Банка России.

что выше среднесрочной цели по инфляции, установленной Банком России на конец 2016 г. (4%).

Таким образом, динамика большинства индикаторов краткосрочных инфляционных ожиданий экономических агентов свидетельствует об их высокой инерцион-

ности. В то же время долгосрочные прогнозы инфляции профессиональных участников рынка (на несколько лет вперед) учитывают целевые ориентиры Банка России на соответствующий период в части долгосрочной траектории к снижению.

### Текущее положение рубля относительно равновесия

Одним из подходов, используемых Банком России для оценки краткосрочных отклонений динамики курса рубля от своего равновесия, является модель «поведенческого равновесного валютного курса» (BEER, от англ. behavioral equilibrium exchange rate). Данный подход был впервые представлен П. Кларком и Р. Макдональдом в 1999 г.<sup>1</sup> и базируется на эмпирическом анализе зависимости валютного курса от ряда фундаментальных макроэкономических факторов при определении такой его траектории, которая обеспечивает достижение внутреннего (рынок неторгуемых товаров) и внешнего (рынок торгуемых товаров) равновесий.

Среди фундаментальных факторов традиционно рассматриваются следующие переменные: условия торговли ( $tot$ ), дифференциал процентных ставок с остальным миром ( $i\_dif$ ), эффект Балассы-Самуэльсона как соотношение производительностей труда в сферах торгуемых и неторгуемых товаров ( $bs\_effect$ ), а также прочие показатели.

Эмпирическое оценивание равновесного реального эффективного курса рубля к иностранным валютам (REER) осуществлялось посредством параметризации с помощью модифицированного метода наименьших квадратов зависимости приведенной формы в виде коинтеграционного соотношения:

$$REER_t = \beta_1 tot_t + \beta_2 bs\_effect_t + \beta_3 i\_dif_t + \varepsilon_t$$

где:

<sup>1</sup> Clark, P. B. and R. Macdonald (1999) «Exchange rates and economic fundamentals: A methodological comparison of BEERs and FEERs,» in R. Macdonald and J. L. Stein: Equilibrium exchange rates, Norwell, MA., 285–322.

$\varepsilon_t$  – случайная ошибка;

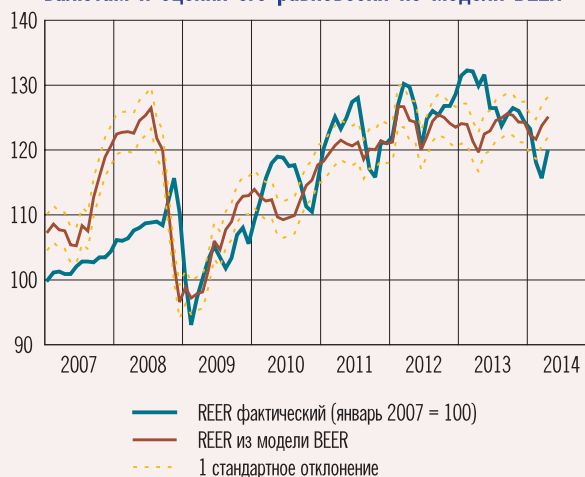
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  – неизвестные оцениваемые параметры.

Текущие результаты модельных расчетов указывают на то, что изменения условий торговли, которые применительно к расчетам для российской экономики аппроксимировались показателем реальных цен на нефть марки Urals, среди прочих фундаментальных факторов определяют динамику реального эффективного курса более чем на 70%. Относительный вклад процентного дифференциала и эффекта Балассы-Самуэльсона при этом оценивается на уровне около 20 и 10% соответственно.

В соответствии с оценками модели поведенческого равновесного валютного курса реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам на протяжении января-марта 2014 г. был существенно недооценен относительно своего краткосрочного равновесного уровня. Последнее объяснялось в том числе высоким уровнем неопределенности в отношении перспектив развития российской экономики на фоне сохранения напряженной геополитической ситуации. Укрепление национальной валюты в апреле носило корректирующий характер и способствовало снижению разрыва валютного курса.

В случае возвращения курса национальной валюты к своему равновесному уровню в течение текущего года, которое может реализоваться при отсутствии существенных колебаний на финансовых рынках, ослабление реального эффективного курса рубля к иностранным валютам в 2014 г. по отношению к 2013 г. составит не более 2,0%.

**Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам и оценки его равновесия по модели BEER**



Источник: расчеты Банка России.

## II. Перспективы развития экономической ситуации, оценка рисков и решения в области денежно-кредитной политики

### II.1. Перспективы развития экономической ситуации и решения об уровне ключевой ставки Банка России

Темпы роста мировой экономики, согласно прогнозу МВФ, увеличатся с 3,6% в 2014 г. до 4,0% в 2016 году. В отличие от 2014 г. ускорение роста мировой экономики в последующий период будет обеспечено в первую очередь за счет роста ВВП стран с формирующимися рынками. ВВП в этой группе стран вырастет в среднем на 5,4% в 2016 г. по сравнению с 4,9% в 2014 г., в то время как в развитых странах темпы роста ВВП за тот же период увеличатся с 2,2 до 2,4%. Несмотря на это, разница между темпами экономического роста в странах с формирующимися рынками и в развитых странах будет существенно ниже предкризисного уровня.

Несмотря на ожидаемое ускорение темпов роста мировой экономики, в период 2014–2016 гг. внешний спрос по-прежнему будет оставаться фактором, сдерживающим экономический рост в России. При этом по сравнению с предыдущими оценками прогноз роста в странах – торговых партнерах России понижен в связи с ухудшением перспектив экономического роста в странах СНГ.

Разрывы выпуска в США и еврозоне к 2016 г. останутся отрицательными, хотя и существенно сократятся (до -1,3 и -1,1% соответственно по сравнению с -3,3 и -2,2% в 2014 г.)<sup>1</sup>.

Экономическая ситуация в развитых странах позволит начать нормализацию денежно-кредитной политики. Оживление деловой активности, сворачивание стимули-

рующих мер и повышение ключевых ставок центральных банков будут способствовать росту процентных ставок на мировом финансовом рынке. Для стран с формирующимися рынками это будет означать ужесточение ценового компонента условий внешнего финансирования, которое будет отчасти компенсироваться готовностью внешних кредиторов предоставлять больший объем финансирования по мере восстановления мировых финансовых рынков и роста оптимизма инвесторов.

В ближайшие три года Банк России, как и международные организации, ожидает постепенного снижения цен на нефть. По прогнозу Банка России, используемому для расчетов базового среднесрочного сценария, цена на нефть марки «Юралс» снизится с 108,3 долл. США за баррель в 2013 г. до 102 долл. США за баррель в 2016 году. Снижение цен будет обусловлено более быстрым расширением мирового предложения по сравнению с мировым спросом и достаточной рентабельностью добычи нефти из нетрадиционных источников (например, введение в эксплуатацию дополнительных мощностей по добыче нефти из канадских нефтеносных песков рентабельно при ценах от 80 долл. США за баррель<sup>2</sup>).

В 2014–2015 гг. мировой спрос на сырую нефть будет расти менее чем на 1,5%<sup>3</sup> в год, главным образом за счет стран с фор-

<sup>1</sup> Согласно прогнозу МВФ.

<sup>2</sup> Всемирный банк, *Commodity Markets Outlook*, апрель 2014 года.

<sup>3</sup> Там же.





Источник: МВФ.

мирующимся рынками. Однако даже в этой группе стран рост спроса на нефть замедлится. Увеличение спроса на нефть со стороны ОЭСР будет сдерживаться низкими темпами экономического роста.

Расширение мирового предложения будет обусловлено распространением инновационных технологий разведки (в том числе глубоководного разведочного бурения и добычи сланцевого жидкого топлива) и новых способов извлечения нефти из существующих нефтяных скважин. В 2014–2015 гг. мировая добыча нефти будет расти в среднем на 2,7% в год за счет быстрого увеличения добычи в США, Канаде, Ираке<sup>4</sup>. В Ираке в феврале 2014 г. добыча нефти уже достигла максимального уровня с момента вторжения коалиционных сил в 2003 году.

Таким образом, снижение цен на нефть наряду с ухудшением конъюнктуры других товарных рынков, а также ожидаемое продолжение роста цен российского импорта обусловит сохранение тенденции к ухудшению условий торговли в среднесрочной перспективе, что станет дополнительным фактором, ограничивающим экономический рост.

<sup>4</sup> Там же.



Источник: расчеты Банка России.

Прогноз экономического развития пересмотрен в сторону снижения<sup>5</sup> вследствие изменения оценок темпов роста внутреннего спроса. В условиях возросшей неопределенности относительно дальнейшего развития событий на Украине наблюдалось увеличение оттока капитала с внутреннего финансового рынка, значительное ухудшение настроений производителей, что в совокупности со слабыми финансовыми результатами компаний и ужесточением условий заимствований привело к падению инвестиционного спроса. В дальнейшем в течение 2014 г. ограниченный доступ на внешние рынки капитала, вероятно, приведет к сужению ресурсной базы банков, а рост рискованной составляющей ставок по кредитам повысит стоимость заемных ресурсов для предприятий. В этих условиях инвестиционная активность будет оставаться слабой в течение всего 2014 г., однако во втором полугодии снижение инвестиций в основной капитал замедлится в условиях стабилизации внешнеэкономической ситу-

<sup>5</sup> В связи с тем, что прогноз, изложенный в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015–2016 годов был пересмотрен в февральском выпуске Доклада о денежно-кредитной политике, текущий прогноз приводится в сравнении с прогнозом, изложенным в февральском Докладе о денежно-кредитной политике.

### Долгосрочный прогноз мирового спроса на нефть

Мировой спрос на нефть к 2035 г. вырастет, но его рост замедлится. Прирост мирового спроса на нефть, по прогнозу ОПЕК, на 88%<sup>1</sup> будет обеспечиваться за счет развивающихся стран Азии, а многие развитые государства снизят свое потребление. Наибольший вклад в расширение мирового спроса на нефть внесет транспортный сектор, доля которого увеличится с 57 до 60% в 2014–2035 годах.<sup>2</sup>

#### Факторы роста

Росту мирового спроса на энергию (в том числе на нефть) в долгосрочной перспективе будут способствовать социально-экономические факторы. Увеличение численности населения в мире на 2 млрд. человек<sup>3</sup> к 2040 г. неотъемлемо связано с ростом энергопотребления, который замедлится на фоне окончания демографического перехода к низкому уровню рождаемости и смертности.

Также увеличение мирового спроса на нефть будет обеспечиваться благодаря повышению уровня урбанизации в мире с 52 до 60%<sup>4</sup> в 2014–2040 гг. (в городах более высокий уровень энергопотребления, чем в сельской местности). Лидерами по темпам урбанизации станут развивающиеся страны Азии, прежде всего Китай и Индия.

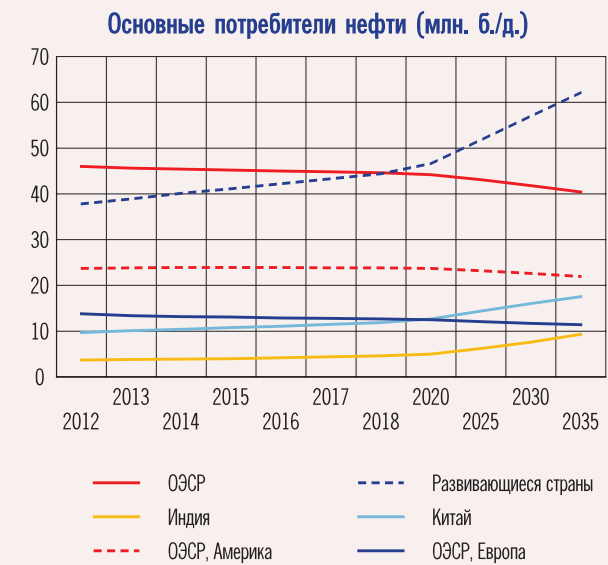
Ключевым фактором роста мирового спроса на нефть будет повышение благосостояния населения, которое приведет к расширению спроса на энергоемкие товары. Особенно ярко это проявится в транспортном секторе в связи с увеличением количества легковых автомобилей в развивающихся странах на 800 млн. единиц в 2014–2035 годах.<sup>5</sup> Способствовать росту спроса на нефть будет и восстановление мировой экономики.

#### Факторы снижения

Сдерживать рост мирового спроса на нефть будет сокращение потребления развитых стран вследствие пройденного ими пика спроса на нефть и нефтепродукты, изменения энергетической



Источник: ОПЕК.



Источник: ОПЕК.

<sup>1</sup> World Oil Outlook 2013. OPEC. P.58 URL: [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/WOO\\_2013.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2013.pdf)

<sup>2</sup> World Oil Outlook 2013. OPEC. P.72 URL: [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/WOO\\_2013.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2013.pdf)

<sup>3</sup> United Nations, Population Division of the Department of economic and social affairs, "World Population Prospects 2012 Revision", июнь 2013 год.

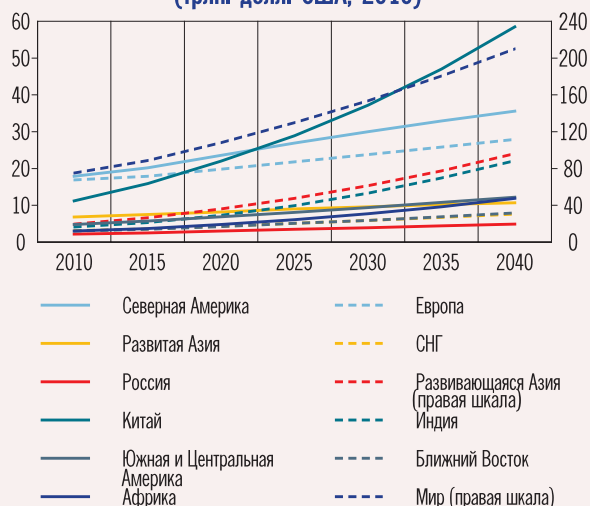
<sup>4</sup> Прогноз развития энергетики мира и России до 2040 г. ИНЭИ РАН. 2014. С.9. URL: [http://www.eriras.ru/files/forecast\\_2040.pdf](http://www.eriras.ru/files/forecast_2040.pdf)

<sup>5</sup> World Oil Outlook 2013. OPEC. P.11 URL: [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/WOO\\_2013.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2013.pdf)

политики в пользу активного внедрения энергосберегающих технологий, возобновляемых источников энергии, увеличения собственной добычи нефти.

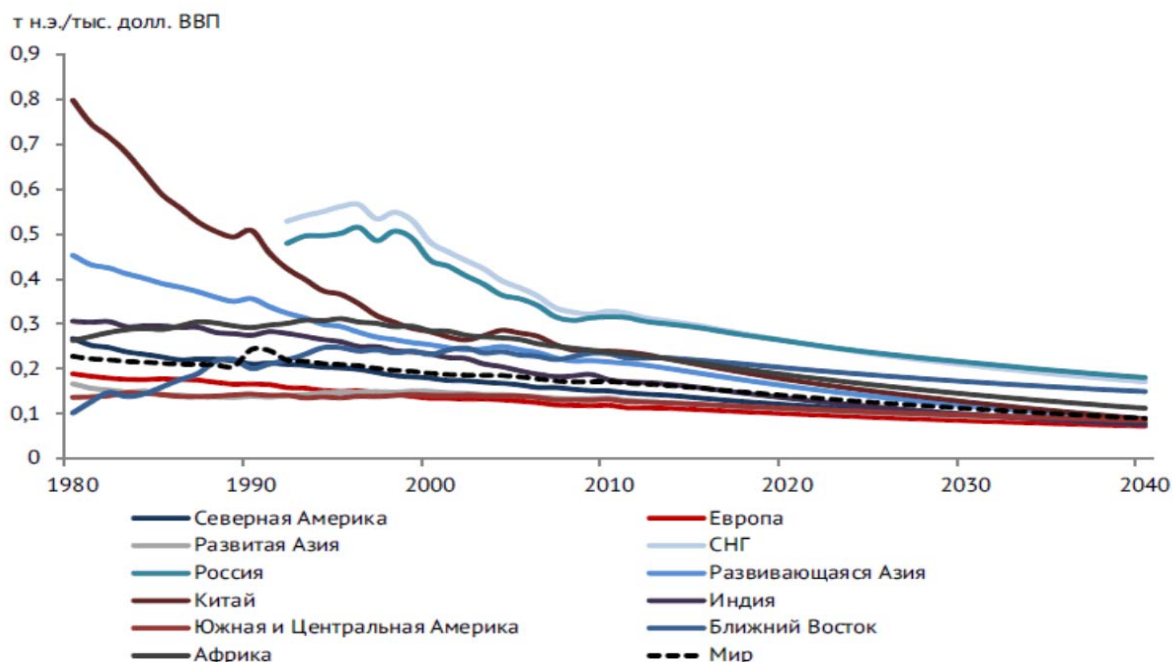
Основным фактором снижения мирового спроса на нефть станет распространение энергосберегающих технологий. По прогнозу Института энергетических исследований РАН, энергоёмкость мировой экономики в 2014–2040 гг. снизится на 44%<sup>6</sup>. Энергосберегающие технологии распространяются во всех секторах, в том числе на транспорте. За последнее десятилетие совершенствование технологий позволило снизить расход топлива для авиации на 30%, для грузового автотранспорта в 1990–2010 гг. на 10% и еще на 43% к 2040 г., для легковых автомобилей – на 50% в 2010–2040 гг.<sup>7</sup> Ощутимый вклад в повышение энергоэффективности экономики вносит энергетическая политика стран. Например, в Японии внедрение стандартов по энергоэффективности для отечественных и импортных товаров позволило повысить энергоэффективность транспортных средств

Динамика ВВП (ППС) по регионам мира  
(трлн. долл. США, 2010)



Источник: ИНЭИ РАН.

Динамика энергоёмкости ВВП по регионам мира



Источник: ИНЭИ РАН.

<sup>6</sup> Прогноз развития энергетики мира и России до 2040 г. ИНЭИ РАН. 2014. С.5. URL: [http://www.eriras.ru/files/forecast\\_2040.pdf](http://www.eriras.ru/files/forecast_2040.pdf)

<sup>7</sup> Прогноз развития энергетики мира и России до 2040 г. ИНЭИ РАН. 2014. С.31-32. URL: [http://www.eriras.ru/files/forecast\\_2040.pdf](http://www.eriras.ru/files/forecast_2040.pdf)

на 50% по сравнению с уровнем 1995–2010 гг., в дальнейшем планируется снизить расход энергии в домах с помощью улучшения термоизоляции<sup>8</sup>.

Другими значимыми факторами снижения спроса на нефть являются межтопливная конкуренция и развитие альтернативных источников энергии. В транспортном секторе спрос на нефть и нефтепродукты может снизиться в связи с развитием производства автомобилей на более дешевом природном газе (на 1,5 долл./галлон дешевле, чем газойль или дизель)<sup>9</sup>. Однако ввиду неразвитой инфраструктуры автозаправочных станций в среднесрочной перспективе газ не составит серьезную конкуренцию нефти в транспортном секторе. Газ, возможно, будет сдерживать мировой спрос на нефть в других отраслях. В США в нефтехимической промышленности и при генерации электроэнергии вместо нефти будут активно использоваться сланцевый газ.

<sup>8</sup> Energy Policy Highlights. 2014. IEA. P. 29, 35, 39-40. URL: [http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/Energy\\_Policy\\_Highlights\\_2013.pdf](http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/Energy_Policy_Highlights_2013.pdf)

<sup>9</sup> World Oil Outlook 2013. OPEC. P.88. URL: [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/WOO\\_2013.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/WOO_2013.pdf).

ации и улучшения настроений производителей. По оценкам, сокращение инвестиций в основной капитал в 2014 г. составит около 3%.

В дальнейшем в 2015–2016 гг. восстановление инвестиционного спроса (темпы роста инвестиций в основной капитал прогнозируются на уровне 2–4%) будет происходить главным образом в результате роста инвестиционной активности компаний частного сектора. Существенного дополнительного вклада бюджетного сектора в повышение инвестиционной активности при этом не ожидается ввиду ограниченных возможностей увеличения государственных расходов в рамках действия бюджетных правил и с учетом умеренного масштаба и распределенного на длительный период эффекта от выделения средств Фонда национального благосостояния на финансирование инфраструктурных проектов.

Положительным событием, которое может способствовать повышению оценок экономическими агентами перспектив развития российской экономики, стало заключение в мае договора о поставках газа в Китай. Условия договора предусматривают ежегодные поставки газа начиная с 2018 г. на общую сумму 400 млрд. долл. США. При этом расходы на инфраструктуру с российской стороны составят 55 млрд. долл. США, что, безусловно, должно оказать поддержку ин-

вестиционной активности. В то же время распределение во времени вложений в инфраструктуру пока не определено. С высокой вероятностью запуск инвестиционных программ произойдет не ранее 2015 года. В более долгосрочной перспективе осуществление поставок газа в Китай в рамках данного соглашения будет оказывать существенную поддержку российскому экспорту.

Основным источником экономического роста, как и ранее, будет оставаться потребительский спрос, однако заметного его оживления в 2014 г. не ожидается: основным драйвером повышенного спроса в начале года были краткосрочные факторы. В 2014 г. увеличение расходов домашних хозяйств на конечное потребление будет сдерживаться низкими темпами роста заработных плат как в частном (в условиях отсутствия возможностей у компаний по наращиванию затрат на оплату труда), так и в государственном секторе (с учетом более низких параметров индексации трудовых компенсаций работникам бюджетных секторов). При этом темпы роста реальных располагаемых доходов населения в 2014 г., как ожидается, будут несколько ниже темпов роста реальных заработных плат, что будет обусловлено снижением доходов от собственности и предпринимательской деятельности. Кроме того, в течение 2014–2016 гг. рост реальных располагаемых доходов будет ограничен уве-

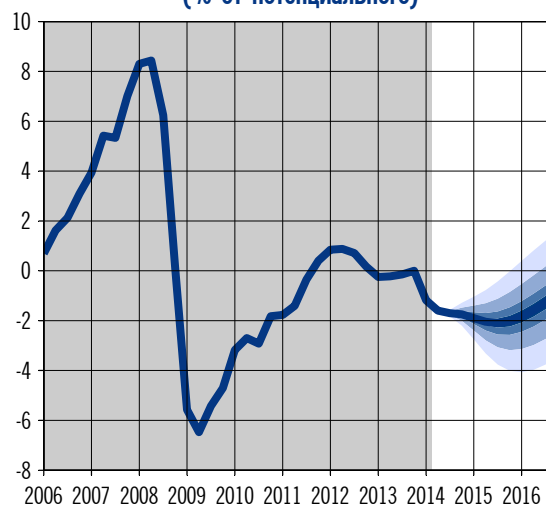
личением объемов платежей по кредитным обязательствам. В 2015–2016 гг. в условиях увеличения совокупного спроса прогнозируется постепенное восстановление темпов роста трудовых компенсаций, что обусловит некоторое ускорение роста потребительского спроса.

С учетом относительной негибкости российского рынка труда, а также влияния демографических факторов (таких как сокращение численности населения в трудоспособном возрасте и повышение долей в экономически активном населении групп с традиционно низким уровнем безработицы) негативные тенденции в динамике экономической активности незначительно отразятся на состоянии рынка труда. Ожидается, что средний уровень безработицы в 2014 г. не превысит 5,5%, а в 2015–2016 гг. вернется к низким значениям начала текущего года (5,1–5,3%).

Заметный вклад в темп прироста ВВП в 2014 г., вероятно, внесет динамика чистого экспорта. Ожидается, что на фоне падения инвестиционного спроса, снижения темпов роста потребительских расходов и ослабления рубля физические объемы импорта сократятся. При этом экспорт товаров и услуг сохранит слабую положительную динамику.

В 2015–2016 гг. вклад чистого экспорта прогнозируется слабоотрицательным, что будет обеспечено сбалансированными темпами роста экспорта (около 1–2% в год) и импорта (2–4% в год), пропорциональными ожидаемой динамике внешнего и внутреннего спроса при стабильной динамике курса рубля. По оценкам Банка России, указанные темпы роста экспорта и импорта товаров и услуг обусловят постепенное снижение положительного сальдо текущего счета платежного баланса России с около 2% в 2014 г. до менее 1% в 2016 году. Одновременно в условиях отсутствия неблагоприятных внешних шоков при сохранении положительного дифференциала внешних и внутренних процентных ставок и постепенной

**Разрыв выпуска  
(% от потенциального)**



Источник: расчеты Банка России.

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

адаптации финансового и реального секторов к плавающему валютному курсу ожидается некоторое пропорциональное сокращение величины чистого оттока капитала.

По прогнозу Банка России, темп роста ВВП в 2014 г. составит около 0,4%. В течение всего 2014 г. будет сохраняться значительный отрицательный разрыв выпуска, что станет одним из факторов, способствующих замедлению роста цен. Базовый сценарий прогноза предполагает, что разрыв выпуска заметно сократится к концу 2016 года. При этом в среднесрочной перспективе ожидается снижение потенциального роста экономики на фоне неблагоприятных демографических тенденций, ухудшения условий торговли и снижения потенциальных темпов роста экономик стран – торговых партнеров.

Рост российской экономики, по прогнозу Банка России, составит 0,9% в 2015 г., 1,9% – в 2016 году. Определяющее значение для увеличения темпов экономического роста в дальнейшем будет играть политика правительства, направленная на реализацию структурных реформ.

При реализации описанных выше макроэкономических прогнозов до конца 2014 г. в российском финансовом секторе

будут сохраняться тенденции, наблюдавшиеся в первом полугодии 2014 года. В условиях сохранения ключевой ставки Банка России на сложившемся уровне и повышения кредитных рисков, связанного с замедлением экономического роста и некоторым ухудшением качества кредитного портфеля, ставки по рублевым кредитам конечным заемщикам будут умеренно повышаться. При этом на фоне экономической неопределенности банки будут продолжать ужесточать неценовые условия кредитования, прежде всего требования к финансовому положению заемщиков, что может несколько сдерживать рост процентных ставок.

Спрос организаций на кредиты будет ограничиваться слабой инвестиционной активностью компаний. В то же время снижение доступности внешних заимствований может стимулировать увеличение спроса организаций на внутреннем кредитном рынке. В сегменте кредитования населения можно ожидать дальнейшего замедления годовых темпов роста кредитного портфеля. В целом темпы роста кредита экономике будут находиться в диапазоне, соответствующем базовому сценарию Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов.

Ставки по банковским депозитам в 2014 г. продолжают умеренный рост в условиях растущей конкуренции между банками за долгосрочные пассивы. Рост ставок и постепенная стабилизация ситуации будут способствовать восстановлению притока средств населения в банки. В условиях стабилизации курса рубля будет продолжаться снижение долларизации депозитов до средних значений последних лет, вследствие чего темп роста денежного агрегата М2 будет превышать аналогичный показатель для широкой денежной массы (агрегата М2Х).

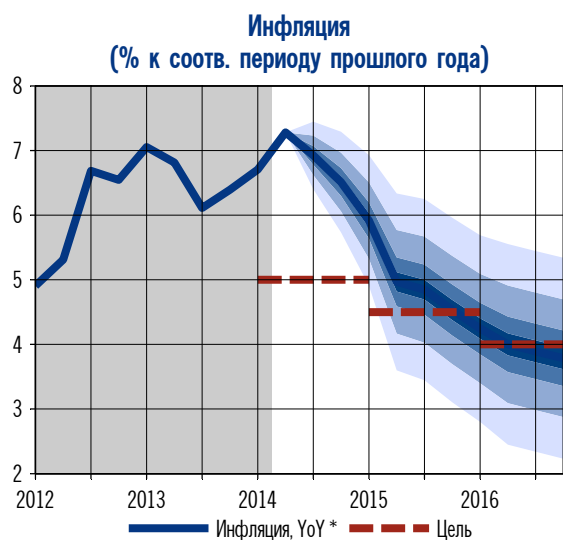
В среднесрочной перспективе (2015–2016 гг.) замедление инфляции будет способствовать снижению ставок по кре-

дитным и депозитным операциям банков. Дополнительным фактором снижения кредитных ставок может быть восстановление экономического роста и сопутствующее ему снижение кредитных рисков. Темпы роста кредита экономике по-прежнему прогнозируются на уровне около 15%. Кредитование продолжит оставаться основным источником роста широких денежных агрегатов. При отсутствии шоков на валютном рынке можно ожидать стабилизации валютной структуры банковских депозитов и, соответственно, сближения темпов роста денежных агрегатов М2 и М2Х.

Прогнозируемое замедление инфляции и постепенное восстановление темпов роста российской экономики при отсутствии новых внешних шоков будут способствовать улучшению настроений участников финансовых рынков, повышению инвестиционной привлекательности российских активов, снижению уровня ставок и доходности облигаций на внутреннем рынке. Существенное сокращение в 2014 г. объема предложения ОФЗ и корпоративных облигаций в сочетании с сохраняющейся высокой потребностью банковского сектора в рефинансировании, предоставляемом Банком России, и недостатком рыночного обеспечения также будут стимулировать в 2015–2016 гг. рост спроса и снижение стоимости заимствований на рынках государственных и корпоративных облигаций.

В конце февраля – начале марта на фоне развития негативных тенденций на финансовых рынках и увеличения общеэкономической неопределенности существенно возросла вероятность превышения инфляцией целевого уровня в 5,0% в конце 2014 года. В целях сдерживания инфляционного давления Банк России 3 марта 2014 г. повысил ключевую ставку на 1,5 процентного пункта до 7,00% годовых.

Вместе с тем в марте-апреле 2014 г. инфляционные риски увеличивались, что было обусловлено влиянием курсовой динами-



\* Показатель рассчитан на основе сезонно сглаженных значений.

Источник: расчеты Банка России.

ки на потребительские цены, сохранением на повышенном уровне инфляционных ожиданий, а также неблагоприятной конъюнктурой рынков отдельных товаров. В этих условиях Банк России в апреле 2014 г. повысил ключевую ставку еще на 0,5 процентного пункта – до 7,50% годовых.

Во второй половине 2014 г. ожидается снижение темпа роста потребительских цен. Этому будет способствовать стабили-

зация динамики курса рубля, ожидаемый хороший урожай, меньший по сравнению с прошлым годом масштаб индексации регулируемых цен и тарифов, снижение инфляционных ожиданий и сохранение совокупного выпуска товаров и услуг ниже потенциального уровня. Учитывая, что влияние денежно-кредитной политики на экономику распределено во времени, замедление инфляции до целевого уровня 5,0% в 2014 году маловероятно. В соответствии с прогнозом Банка России, темп роста потребительских цен к концу 2014 г. снизится до 6%. При этом риски превышения инфляцией уровня 6% в 2014 г. остаются высокими. В дальнейшем действие факторов, обусловивших наблюдаемое ускорение роста потребительских цен, будет исчерпано. При отсутствии новых шоков сохранение текущей направленности денежно-кредитной политики позволит обеспечить замедление инфляции до целевых уровней в среднесрочной перспективе. В связи с этим Банк России в июне 2014 г. сохранил ключевую ставку на уровне 7,50% годовых.

## II.2. Оценка рисков

В соответствии с базовым сценарием по итогам 2015 и 2016 гг. инфляция достигнет целевых значений. Баланс рисков для прогноза инфляции, как и ранее, смещен вверх, при этом за прошедший квартал увеличились риски превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе. К основным рискам прогноза следует отнести неопределенность по поводу дальнейшего развития событий на Украине и их влияния на экономику России, включая вопрос о доступе российских компаний на рынки капитала, а также высокую инерционность инфляционных ожиданий и возможность ухудшения конъюнктуры на рынке продовольствия.

В случае затягивания разрешения конфликта на Украине возможны как прямые, так и косвенные негативные последствия для российской экономики. Такая ситуация, помимо вероятных потерь от сворачивания торговли и повышения рисков для транзита российского газа в Европу, может обусловить формирование ожиданий расширения санкций в отношении России со стороны США и ЕС, что может оказать значительное негативное влияние на настроения как международных, так и внутренних инвесторов. Вероятным следствием ухудшения ожиданий инвесторов может стать углубление спада деловой активности и возобновление ослабления рубля во второй половине 2014 г., обусловленное дальнейшим снижением спроса на рублевые активы. Реакция Банка России в случае реализации данного шока будет определяться исходя из ожидаемого влияния эффекта переноса и снижения деловой активности на темпы роста потребительских цен. В случае реализации данного сценария Банк России будет проводить активную денежно-кредитную политику, направленную на ограничение инфляционных рисков.

Адаптивный характер формирования инфляционных ожиданий также может стать существенным фактором, препятствующим снижению инфляции. Базовый сценарий прогноза предполагает заметное замедление инфляции уже к концу 2014 г., обусловленное как снижением деловой активности, так и стабилизацией курсовой динамики. В этих условиях сохранение ожиданий на повышенном уровне в течение длительного периода или их дальнейший рост, обусловленные высокими темпами инфляции в начале 2014 г., будут препятствовать достижению цели по инфляции в 2015–2016 годах. В случае реализации данного риска может потребоваться проведение более жесткой денежно-кредитной политики.

Ситуация на рынке продовольственных товаров также может стать источником инфляционных рисков в период до конца 2014 года. В базовом сценарии предполагается, что рост цен на продовольствие уже в III квартале 2014 г. значительно замедлится на фоне прогнозируемого хорошего урожая и достаточно быстрой стабилизации ситуации на рынках отдельных продовольственных товаров. Данные предпосылки в настоящее время представляются реалистичными при прогнозировании ситуации на рынке продовольствия. Однако учитывая традиционно высокую волатильность цен на этом рынке, а также неопределенность, связанную с погодным фактором, в динамике продовольственных цен до конца года нельзя исключить заметных колебаний. Они могут оказать заметное влияние на темпы роста цен, так как продовольствие составляет значительную долю (до 40%) потребительской корзины. Банк России традиционно рассматривает такие шоки как экзогенные и краткосрочные. Реакция денежно-кредитной



политики на возникновение таких шоков следует только в том случае, если они приведут к значимому пересмотру среднесрочных

прогнозов инфляции или к ускорению роста цен в других товарных группах и росту инфляционных ожиданий.

## II.3. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики

Решения в области денежно-кредитной политики принимаются Банком России на основе среднесрочного макроэкономического прогноза и оценки инфляционных рисков и воздействуют на экономику на агрегированном уровне. Вместе с тем Банк России также может принимать меры, направленные на стимулирование отдельных сегментов кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами. Для этого используются специализированные механизмы рефинансирования, создание которых не связано или лишь частично связано с решением задач денежно-кредитной политики.

Одной из структурных особенностей российского банковского сектора является сравнительно невысокий уровень развития долгосрочного кредитования, при том что в целом темпы роста кредитования нефинансовых организаций остаются высокими. При этом в условиях продолжающегося уменьшения прибыли компаний реального сектора возрастает значимость заемных средств как источника финансирования инвестиционных проектов. В связи с этим Совет директоров Банка России в апреле 2014 г. принял решение о внедрении новой специализированной программы рефинансирования<sup>1</sup>. В рамках данного механизма кредитные организации смогут привлекать от Банка России средства на срок до 3 лет по фиксированной ставке 6,5% годовых под залог прав требования по кредитам, предоставленным для финансирования инвестиционных проектов, отобранных в соответствии с правилами, у-

<sup>1</sup> Пресс-релиз от 25 апреля 2014 г. о рефинансировании кредитов на инвестиционные проекты размещен в разделе «Денежно-кредитная политика» («Пресс-релизы по вопросам денежно-кредитной политики») официального сайта Банка России ([http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=25042014\\_134515ref.htm](http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=25042014_134515ref.htm)).

твержденными Правительством Российской Федерации. В обеспечение принимаются кредиты, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации. С 29 мая 2014 г. действие программы также распространяется на облигации из Ломбардного списка Банка России, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов<sup>2</sup>.

В соответствии с решением Совета директоров Банка России к участию в новой программе допущены 16 кредитных организаций, размер собственных средств (капитала) которых составляет более 50 млрд. рублей. Лимит кредитования установлен в размере 50 млрд. рублей.

Предоставление банкам-участникам средств по процентной ставке ниже ключевой ставки Банка России на более длительные сроки кредитования, чем в рамках стандартных инструментов, создает дополнительные стимулы для финансирования инвестиционных проектов. При этом Банком России не установлено ограничений на ставки конечным заемщикам или на темпы роста кредитного портфеля.

В марте-апреле 2014 г. Банк России осуществил техническое повышение процентных ставок по всем приостановленным операциям в общей сложности на 2,0 процентных пункта, что соответствует изменению ключе-

<sup>2</sup> Пресс-релиз от 29 мая 2014 г. о дополнении механизма рефинансирования кредитов под инвестиционные проекты размещен в разделе «Денежно-кредитная политика» («Пресс-релизы по вопросам денежно-кредитной политики») официального сайта Банка России ([http://cbr.ru/press/pr.aspx?file=29052014\\_200826inform.htm](http://cbr.ru/press/pr.aspx?file=29052014_200826inform.htm)). В настоящее время в Ломбардный список Банка России включены облигации ОАО «Западный скоростной диаметр», ООО «Северо-Западная концессионная компания», ГК «Российские автомобильные дороги» и ОАО «Главная дорога», имеющие соответствующие характеристики.

### Программы поддержки кредитования: мировой опыт и инструменты Банка России

Программы стимулирования кредитования относятся к нестандартным мерам центрального банка, направленным на увеличение кредитной активности и расширение внутреннего спроса за счет повышения доступности кредитов для целевых групп заемщиков, в особенности малых и средних предприятий (МСП). В течение срока действия такой программы кредитные организации могут получить от центрального банка рефинансирование на льготных условиях, при этом, как правило, они берут на себя определенные обязательства по кредитованию экономики. В качестве примеров реализации таких программ можно привести опыт Великобритании (Funding-for-Lending Scheme, FLS) и Венгрии (Funding-for-Growth Scheme, FGS) и отчасти США (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF). Опыт применения программ стимулирования кредитования имеется и у Банка России.

В рамках действия программы стимулирования кредитования в Великобритании (FLS) **Банк Англии** проводит обмен обеспечения, предоставляя кредитным организациям казначейские облигации под залог широкого круга активов (от ценных бумаг с высоким кредитным качеством до кредитных требований) на срок до 4 лет за вознаграждение, определяемое в зависимости от изменения кредитного портфеля банка. В свою очередь, казначейские облигации могут быть использованы банками в качестве обеспечения по основным операциям рефинансирования Банка Англии либо при привлечении средств на межбанковском рынке. Таким образом, стоимость рефинансирования для банков превышает ключевую ставку центрального банка на стоимость вознаграждения за обмен обеспечения в рамках FLS. Совокупный объем программы не ограничен, при этом существуют индивидуальные ограничения на объем обмениваемых в рамках FLS казначейских облигаций. Так, начальный лимит для банка установлен на уровне 5% его кредитного портфеля. В дальнейшем лимит увеличивается пропорционально чистому приросту кредитного портфеля, однако не уменьшается в случае его сокращения. Действие программы заканчивается в январе 2015 года.

Программа восстановления кредитования субъектов МСП и поддержания финансовой стабильности в Венгрии (FGS) предполагает предоставление **Банком Венгрии** рефинансирования под залог портфеля кредитов, выданных субъектам МСП в рамках действия указанной программы. Предоставляемые средства могут быть направлены на кредитование субъектов МСП для целей финансирования основного или оборотного капитала либо на рефинансирование выданных им кредитов в иностранной валюте. Банк Венгрии предоставляет средства по нулевой процентной ставке на срок, равный сроку кредита МСП, но не более 10 лет. Процентная ставка для конечных заемщиков установлена на уровне 2,5% годовых<sup>1</sup>. Максимальный объем средств, который может быть предоставлен в рамках механизма FGS, с сентября 2013 г. составляет 2750 млрд. форинтов (9,1 млрд. евро по курсу ЕЦБ на 28 мая 2014 г.). Действие программы FGS заканчивается в декабре 2014 года.

Во время финансового кризиса **ФРС США** также внедрила ряд дополнительных инструментов в целях стабилизации финансовых рынков, активизации кредитования и восстановления экономического роста. В отличие от программ Банка Венгрии и Банка Англии, к участию в созданной в 2009 г. программе TALF допускались не только кредитные организации, но все компании, зарегистрированные в США, во владении которых находились удовлетворяющие условиям программы активы. Программа была направлена на поддержку кредитования физических лиц и малых предприятий путем стимулирования секьюритизации кредитов, предоставленных указанным субъектам (автокредиты, студенческие кредиты, кредитные карты, кредиты малому бизнесу), и проводилась при участии Казначейства США<sup>2</sup>. В дальнейшем к указанному перечню активов были до-

<sup>1</sup> Ключевая ставка Банка Венгрии с 27 мая 2014 г. установлена на уровне 2,4% годовых. По итогам апреля 2014 г. в Венгрии зафиксирована дефляция на уровне 0,1% при таргетируемом уровне инфляции, равном 3%.

<sup>2</sup> Казначейство США предоставляло ФРС США «кредитную страховку» в размере 20 млрд. долл. США на выкуп обеспеченных облигаций в рамках механизма TALF в случае возможных убытков, при этом с января 2013 г. было принято решение о прекращении предоставления кредитной поддержки со стороны Казначейства, поскольку объем собранных комиссий за предоставление средств в рамках программы TALF превысил объем выданных кредитов.

бавлены коммерческая ипотека и кредиты на покрытие страховой премии. В рамках данной программы Федеральный Резервный Банк Нью-Йорка предоставлял средства под залог обеспеченных допустимыми видами кредитов облигаций, которые должны были иметь гарантию высшего кредитного уровня от ведущих рейтинговых агентств. Срок предоставления средств первоначально ограничивался одним годом, но впоследствии были приняты решения о предоставлении средств под залог ряда активов на срок до трех и пяти лет в зависимости от вида обеспечения. Процентные ставки в рамках программы TALF зависели от срока и типа обеспечения и были привязаны к рыночным ставкам (LIBOR, OIS), при этом за заключение каждой сделки уплачивалась комиссия. Максимальный объем средств, одобренный для предоставления средств в рамках программы TAFL, составлял 200 млрд. долл. США и распределялся в фиксированном объеме на каждый месяц. Действие данной программы завершилось 30 июня 2010 года.

**Банк России**, помимо введенной в апреле 2014 г. программы рефинансирования кредитов на инвестиционные проекты, применяет и другие специальные механизмы стимулирования кредитования, направленные на поддержку кредитования субъектов МСП, а также экспортно ориентированных отраслей экономики.

С августа 2009 г. Банк России предоставляет открытому акционерному обществу «Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства» (ОАО «МСП Банк») кредиты, под залог прав требования по межбанковским кредитным договорам, заключенным ОАО «МСП Банк» с банками – партнерами<sup>3</sup> в рамках Программы финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства. Кредиты предоставляются Банком России на срок до 1 года по фиксированной процентной ставке, в настоящее время установленной на уровне 4% годовых.

Программа, реализуемая ОАО «МСП-Банк», призвана способствовать обеспечению кредитоспособных субъектов малого и среднего предпринимательства (субъектов МСП) долгосрочными и доступными кредитными ресурсами на всей территории Российской Федерации, а также изменению отраслевой структуры МСП за счет приоритетного финансирования неторгового и инновационного секторов. Для этого ОАО «МСП-Банк» осуществляет, в частности, рефинансирование кредитов, предоставленных банками-партнерами субъектам МСП.

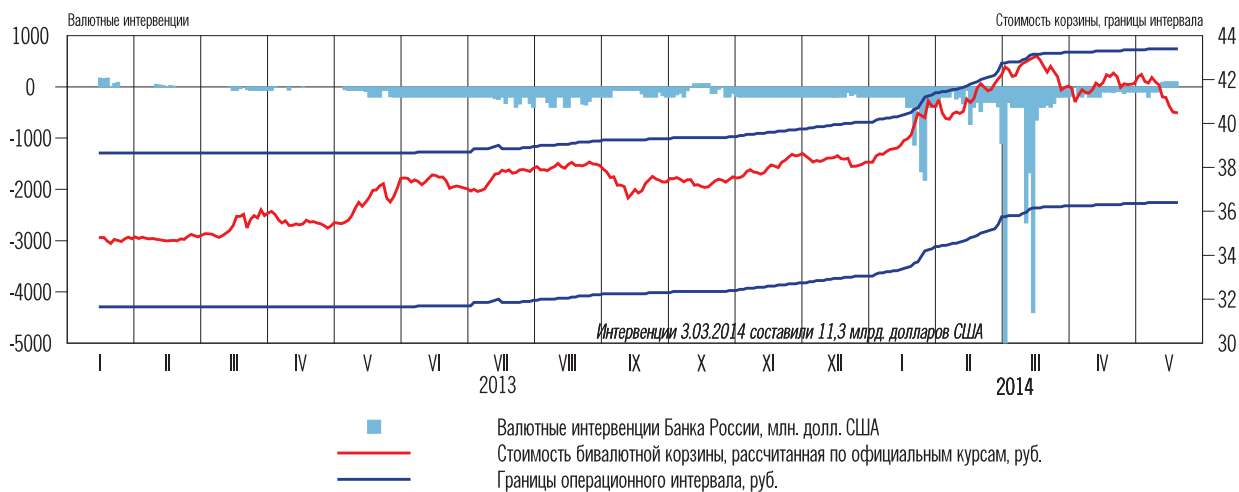
По состоянию на 1 мая 2014 г. задолженность субъектов МСП по таким договорам составила 80 млрд. рублей. Средневзвешенная ставка по портфелю кредитов, выданных банками-партнерами субъектам МСП, по состоянию на 1 апреля 2014 г. составила 12,65% годовых<sup>4</sup>.

В целях оказания косвенной поддержки экспортно ориентированным организациям (в том числе являющимися субъектами МСП) с августа 2013 г. Банк России предоставляет кредитным организациям средства под залог прав требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования ОАО «Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций» (ОАО «ЭКСПАР»). Кредиты предоставляются банкам на срок до 1 года по фиксированной процентной ставке 6,5% годовых. Отличительной особенностью данного механизма является отсутствие каких-либо требований Банка России к организациям-заемщикам по предоставляемым кредитам, поскольку риск, связанный с указанными заемщиками, компенсируется наличием договоров страхования ОАО «ЭКСПАР». К участию в данной программе допущены девять кредитных организаций, осуществляющих взаимодействие с ОАО «ЭКСПАР» по вопросам предоставления экспортных кредитов.

<sup>3</sup> Банк-партнер – банк, являющийся резидентом Российской Федерации, отобранный в соответствии с порядком, определенным ОАО «МСП Банк», осуществляющий кредитование субъектов МСП в соответствии со стандартом кредитования субъектов МСП, определенным ОАО «МСП Банк». Стандарт включает требования по сроку, обеспечению и эффективной процентной ставке по кредиту субъекту МСП, а также по предоставляемым субъектом МСП документам.

<sup>4</sup> Размеры процентной ставки и комиссий для субъектов МСП определяются банками-партнерами самостоятельно, при этом ограничения на размер процентной ставки по заключаемому между банками-партнерами и субъектами МСП кредитному договору (при его финансировании за счет средств ОАО «МСП Банк») фиксируются в договоре о предоставлении кредита, заключаемом между банком-партнером и ОАО «МСП Банк».

### Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и динамика рублевой стоимости бивалютной корзины



Источник: Банк России.

вой ставки за указанный период.<sup>3</sup> Данное решение принято с учетом того, что процентные ставки по приостановленным операциям используются при расчете выплат по отдельным инструментам российского финансового рынка, включая долговые ценные бумаги и банковские кредиты. Вместе с тем Банк России считает нецелесообразным в дальнейшем устанавливать процентные ставки по указанным операциям. В настоящее время формирование системы инструментов денежно-кредитной политики в целом завершено, при этом после вступления в силу с 1 февраля 2014 г. ряда решений, принятых в сентябре 2013 г., количество приостановленных операций существенно возросло. Чтобы избежать возможных искажений в понимании общественностью проводимой денежно-кредитной политики, с 25 июля 2014 года Банк России прекратит устанавливать процентные ставки по указанным операциям, за исключением операций РЕПО постоянного действия на срок 12 месяцев. До этого срока участники финансового рынка смо-

гут при необходимости скорректировать порядок расчета выплат, привязанных к уровню процентных ставок по приостановленным операциям Банка России.

#### Решения в области политики валютного курса

В течение значительной части рассматриваемого периода Банк России проводил курсовую политику в условиях повышенной волатильности курса рубля по отношению к основным мировым валютам. Банк России использовал прежний механизм курсовой политики, однако его параметры были существенно изменены в целях поддержания финансовой стабильности.

Обострение внешнеполитической конъюнктуры в конце февраля – начале марта 2014 г. спровоцировало резкое ослабление рубля, которое могло создать угрозы для устойчивости внутренних финансовых рынков. В целях ограничения колебаний курса национальной валюты в период с 3 марта величина накопленных интервенций, достижение которой приводит к сдвигу границ операционного интервала на 5 коп., была увеличена до 1,5 млрд. долл. США по сравнению с 350 млн. долл. США в период с 10 декабря 2013 г. по 28 февраля 2014 года. Данная корректировка привела к уменьшению чувствительности границ операционно-

<sup>3</sup> Пресс-релиз от 3 апреля 2014 г. о процентных ставках по приостановленным операциям Банка России размещен в разделе «Денежно-кредитная политика» («Пресс-релизы по вопросам денежно-кредитной политики») официального сайта Банка России ([http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=03042014\\_202550dkpnew.htm](http://cbr.ru/press/PR.aspx?file=03042014_202550dkpnew.htm)).

го интервала к объему совершенных Банком России валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний валютного курса. Прочие параметры механизма были оставлены без изменений.

В отдельные дни с 8 января по 18 марта, когда стоимость бивалютной корзины достигала верхней границы операционного интервала, Банк России согласно действовавшему механизму курсовой политики проводил валютные интервенции без ограничения по объему.

Принятые меры способствовали нормализации ситуации на внутреннем валютном рынке. Стабилизация курса рубля снизила девальвационные ожидания в экономике, что позволило смягчить инфляционные последствия ослабления национальной валюты, а также не допустить существенного роста долларизации депозитов.

Описанное выше изменение параметров операций на валютном рынке рассматривается Банком России как временное. Завершение перехода к плавающему валютному курсу к 1 января 2015 г. остается одной из ключевых задач при переходе к режиму таргетирования инфляции.

С 22 мая 2014 г. Банк России продолжил постепенное повышение гибкости курсообразования национальной валюты, снизив объем валютных интервенций, направленных на сглаживание волатильности курса рубля, во внутренних диапазонах плавающего операционного интервала на 100 млн. долл. США. Вместе с тем, учитывая сохраня-

ющуюся неопределенность развития внешних условий, объем накопленных интервенций, достижение которого приводит к сдвигу границ операционного интервала на 5 коп., был сохранен на уровне 1,5 млрд. долл. США<sup>4</sup>.

Нестабильная ситуация на внутреннем финансовом рынке отразилась также на конверсионных операциях Министерства финансов Российской Федерации. С 20 февраля 2014 г. Министерство финансов Российской Федерации и Федеральное казначейство начали перечисление средств в Резервный фонд по итогам 2013 г. на сумму, эквивалентную 212,2 млрд. рублей. Пополнение осуществлялось путем проведения покупок Федеральным казначейством иностранных валют у Банка России в объеме, эквивалентном 3,5 млрд. руб. в день. Рост напряженности на внутреннем валютном рынке и ослабление рубля побудили Министерство финансов Российской Федерации и Федеральное казначейство с 4 марта приостановить проведение указанных операций.

С 14 апреля после нормализации ситуации на внутреннем валютном рынке пополнение Резервного фонда было возобновлено. При этом в целях обеспечения гибкости механизма покупки в случае изменения рыночной конъюнктуры величина покупок иностранных валют стала определяться в зависимости от того, в каком диапазоне операционного интервала находится стоимость бивалютной корзины<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> После подготовки данного выпуска Доклада параметры курсовой политики были изменены. Пресс-релиз от 17 июня 2014 г. «О параметрах курсовой политики Банка России» размещен в разделе «Пресс-релизы» официального сайта Банка России ([http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17062014\\_100351dkp2014-06-17T09\\_47\\_56.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=17062014_100351dkp2014-06-17T09_47_56.htm)).

<sup>5</sup> Пресс-релиз Министерства финансов Российской Федерации от 10 апреля 2014 г. о возобновлении операций по покупке валют для пополнения Резервного фонда размещен в разделе «Пресс-служба Минфина России» («Пресс-релизы») сайта Министерства финансов Российской Федерации ([http://www.minfin.ru/ru/press/press-releases/index.php?id\\_4=21466](http://www.minfin.ru/ru/press/press-releases/index.php?id_4=21466)).

## Глоссарий

### **Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора**

Факторы изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К автономным факторам относятся факторы изменения 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 кредитных организаций вследствие изменения базы резервирования.

### **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).

### **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».

### **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 всех компонент денежного агрегата М1 и срочных депозитов в валюте Российской Федерации, размещенных резидентами Российской Федерации (физическими лицами, нефинансовыми и финансовыми (кроме кредитных) организациями), в действующих кредитных организациях.

### **Денежный агрегат М1**

Сумма наличных денег в обращении и остатков средств нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Россий-

ской Федерации, на расчетных, текущих и иных счетах до востребования, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации.

### **Денежный агрегат М2**

Сумма наличных денег в обращении и безналичных средств нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации, на счетах до востребования и срочных счетах, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации.

### **Долларизация депозитов**

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

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

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

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

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

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

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

### **Индекс условий банковского кредитования**

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



### **Индекс RGBEY**

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

### **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).

### **Ликвидность банковского сектора**

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

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

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

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

Векселя и кредитные требования, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России в соответствии с Положением Банка России от 12.11.2007 № 312-П «О порядке пре-

доставления 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.

### **Операции на открытом рынке**

Операции, которые проводятся по инициативе центрального банка. К данному виду относятся проводимые на аукционной основе операции рефинансирования и стерилизации (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 по фиксированным процентным ставкам, проводимые Банком России.

### **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 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 со-

ответствующей даты по ранее предоставленным по плавающей ставке кредитам применяется процентная ставка, скорректированная на величину изменения ключевой ставки.

### **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.

### **Режим плавающего валютного курса**

В рамках данного режима курс национальной валюты формируется преимущественно под влиянием рыночных факторов и его траектория не является предсказуемой. Центральный банк не устанавливает целевых ориентиров для уровня или изменения валютного курса. При этом допускается проведение центральным банком валютных интервенций для сглаживания чрезмерных колебаний валютного курса, не связанных с действием фундаментальных факторов.

### **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 являет-

ся практика регулярного разъяснения общественности принимаемых центральным банком решений, что обеспечивает подотчетность и информационную открытость центрального банка.

### **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.

### **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 получении ликвидности посредством операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности у кредитных организаций в размещении средств в Банке России – представляет собой структурный профицит ликвидности.

### **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, покрываемое ежедневными операциями Банка России на денежном рынке. Обратная ситуация – превышение предложением банковской ликвидности спроса на нее в конкретный день – представляет собой текущий профицит ликвидности.

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

Процесс воздействия решений в области денежно-кредитной политики (в частности, решения центрального банка относительно изменения процентных ставок по своим операциям) на экономику в целом и прежде всего на ценовую динамику. Важнейшим каналом трансмиссии денежно-кредитной политики является процентный канал, действие которого основано на влиянии политики центрального банка на изменения процентных ставок, по которым субъекты экономики могут размещать и привлекать средства, а че-

рез них – на решения о потреблении, сбережении и инвестировании и, таким образом, на уровень совокупного спроса, экономическую активность и инфляцию.

### **Усреднение обязательных резервов**

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

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

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

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

Валовой кредит Банка России кредитным организациям за вычетом остатков средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (включая усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложений кредитных организаций в облигации Банка России (по фиксированной на начало текущего года стоимости).

### **Широкая денежная масса (денежный агрегат М2Х)**

Сумма всех компонент денежного агрегата М2 и депозитов в иностранной валюте, размещенных резидентами Российской Федерации (физическими лицами, нефинансовыми и финансовыми (кроме кредитных) организациями), в действующих кредитных организациях.

## Приложение

Таблица 1

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2012</b>								
Январь	0,5	0,5	0,8	0,6	2,8	0,4	0,5	0,2
Февраль	0,4	0,4	0,7	0,5	2,1	0,3	0,4	0,0
Март	0,6	0,5	0,8	0,6	2,7	0,5	0,5	0,4
Апрель	0,3	0,4	0,2	0,3	-0,4	0,4	0,4	0,3
Май	0,5	0,2	0,6	0,0	5,8	0,4	0,3	0,7
Июнь	0,9	0,4	1,6	0,3	13,4	0,2	0,2	0,8
Июль	1,2	0,5	1,1	0,8	3,5	0,3	0,3	2,7
Август	0,1	0,6	-0,5	0,8	-10,8	0,4	0,4	0,6
Сентябрь	0,6	0,7	0,1	0,8	-5,6	0,7	0,6	1,0
Октябрь	0,5	0,6	0,5	0,8	-2,2	0,7	0,6	0,1
Ноябрь	0,3	0,5	0,5	0,6	-1,3	0,4	0,4	0,0
Декабрь	0,5	0,4	0,9	0,7	2,4	0,3	0,3	0,4
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,6	5,7	7,5	7,1	11,0	5,2	5,0	7,3
<b>2013</b>								
Январь	1,0	0,5	1,8	1,2	7,4	0,4	0,4	0,6
Февраль	0,6	0,4	0,8	0,6	2,8	0,4	0,4	0,4
Март	0,3	0,4	0,4	0,5	0,1	0,4	0,4	0,2
Апрель	0,5	0,4	0,7	0,4	3,6	0,4	0,4	0,5
Май	0,7	0,3	1,0	0,3	6,5	0,3	0,3	0,8
Июнь	0,4	0,3	0,5	0,2	3,0	0,2	0,2	0,6
Июль	0,8	0,3	0,0	0,4	-3,0	0,1	0,1	3,1
Август	0,1	0,5	-0,7	0,6	-11,3	0,5	0,3	0,9
Сентябрь	0,2	0,7	0,0	0,8	-7,6	0,5	0,4	0,1
Октябрь	0,6	0,6	1,1	0,9	3,6	0,5	0,5	-0,1
Ноябрь	0,6	0,6	0,9	0,7	3,0	0,4	0,5	0,2
Декабрь	0,5	0,4	0,8	0,5	2,8	0,2	0,3	0,6
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,5	5,6	7,3	7,1	9,3	4,5	4,4	8,0
<b>2014</b>								
Январь	0,6	0,4	1,0	0,5	5,8	0,3	0,3	0,5
Февраль	0,7	0,5	1,2	0,7	5,1	0,4	0,4	0,4
Март	1,0	0,8	1,8	1,3	5,3	0,7	0,6	0,5
Апрель	0,9	0,9	1,3	1,2	2,3	0,6	0,6	0,7
Май	0,9	0,9	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5	0,8

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 2

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2012</b>								
Январь	4,2	6,0	2,0	6,3	-30,5	6,2	5,9	4,7
Февраль	3,7	5,7	1,5	5,8	-30,8	6,2	5,8	3,9
Март	3,7	5,5	1,3	5,5	-29,9	6,2	5,7	3,9
Апрель	3,6	5,3	1,2	5,2	-29,1	6,1	5,6	3,7
Май	3,6	5,1	1,7	4,9	-23,8	5,6	5,5	3,7
Июнь	4,3	5,2	3,6	5,1	-10,8	5,4	5,4	3,8
Июль	5,6	5,3	5,5	5,6	1,7	5,5	5,5	5,9
Август	5,9	5,5	6,5	6,1	8,0	5,3	5,5	6,2
Сентябрь	6,6	5,7	7,3	6,7	13,1	5,4	5,4	7,3
Октябрь	6,5	5,8	7,3	7,0	10,1	5,3	5,2	7,2
Ноябрь	6,5	5,8	7,3	7,0	9,8	5,2	5,1	7,2
Декабрь	6,6	5,7	7,5	7,1	11,0	5,2	5,0	7,3
<b>2013</b>								
Январь	7,1	5,7	8,6	7,8	16,1	5,1	4,9	7,8
Февраль	7,3	5,7	8,7	7,8	16,8	5,3	5,0	8,2
Март	7,0	5,6	8,3	7,7	13,8	5,2	4,9	7,9
Апрель	7,2	5,7	8,8	7,7	18,3	5,1	4,9	8,1
Май	7,4	5,9	9,2	8,0	19,1	5,0	4,8	8,3
Июнь	6,9	5,8	8,0	7,9	8,2	4,9	4,9	8,1
Июль	6,5	5,6	6,8	7,4	1,3	4,8	4,6	8,4
Август	6,5	5,5	6,5	7,2	0,8	4,9	4,6	8,7
Сентябрь	6,1	5,5	6,3	7,2	-1,4	4,7	4,4	7,8
Октябрь	6,3	5,5	6,9	7,2	4,4	4,5	4,3	7,7
Ноябрь	6,5	5,6	7,5	7,3	8,9	4,5	4,4	7,9
Декабрь	6,5	5,6	7,3	7,1	9,3	4,5	4,4	8,0
<b>2014</b>								
Январь	6,1	5,5	6,5	6,4	7,7	4,3	4,3	7,8
Февраль	6,2	5,6	6,9	6,5	10,1	4,3	4,3	7,9
Март	6,9	6,0	8,4	7,5	15,9	4,6	4,5	8,2
Апрель	7,3	6,5	9,0	8,3	14,4	4,9	4,7	8,5
Май	7,6	7,0	9,5	9,5	10,1	5,1	4,9	8,4

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 3

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

	Промышлен- ное производ- ство <sup>1</sup>	Сельское хозяйство	Строительство	Грузооборот транспорта	Оборот рознич- ной торговли	Инвестиции в основной ка- питал	Потребительские расходы населения	ИБВЭД <sup>2</sup>	ВВП <sup>3</sup>
<b>2012</b>									
Январь	0,7	0,7	-0,3	2,0	0,2	-0,2	-0,6	0,0	
Февраль	1,7	0,9	0,2	-1,6	1,0	1,0	1,3	0,2	
Март	-1,6	0,8	-0,1	1,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,9
Апрель	-0,4	0,7	1,2	-0,3	0,4	-0,1	0,2	0,5	
Май	1,1	0,7	-0,8	-0,4	0,7	1,0	1,1	0,5	
Июнь	-1,0	0,5	1,7	0,1	0,4	0,4	0,8	0,0	0,5
Июль	1,0	1,4	-1,2	0,3	0,1	-0,7	-0,4	-0,2	
Август	0,9	0,7	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,4	0,6	
Сентябрь	-1,1	1,4	-5,3	0,9	0,6	0,0	0,7	-0,4	0,4
Октябрь	0,7	-1,7	6,5	-2,2	0,2	0,6	0,5	-0,1	
Ноябрь	-0,4	1,7	-1,8	1,6	0,2	-1,3	0,4	-0,2	
Декабрь	1,0	-0,6	0,8	0,2	0,4	0,1	0,5	1,1	0,0
<b>2013</b>									
Январь	-1,2	0,4	-0,5	-0,9	0,4	1,9	0,7	-0,3	
Февраль	-1,0	0,3	-0,5	0,3	-0,2	-1,2	-0,3	-0,3	
Март	1,0	0,3	0,0	-0,2	0,6	-0,1	0,5	0,5	0,1
Апрель	0,2	0,2	-0,9	0,8	0,5	-0,8	0,7	-0,2	
Май	-0,2	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,7	0,0	-0,1	
Июнь	0,9	0,4	-1,4	-0,5	0,4	-0,8	0,5	0,1	0,5
Июль	0,0	0,7	13,4	0,3	0,4	0,7	0,6	0,4	
Август	-0,1	0,2	-11,6	0,4	0,2	-0,7	0,3	-0,3	
Сентябрь	0,4	0,2	-0,8	1,0	0,1	-0,7	0,0	0,1	0,7
Октябрь	0,3	1,9	-0,3	1,3	0,2	0,5	0,2	0,6	
Ноябрь	1,0	-0,6	0,4	-2,2	0,4	0,2	0,3	0,4	
Декабрь	-1,0	-0,5	-1,0	1,7	0,1	-0,6	0,3	-0,8	0,6
<b>2014</b>									
Январь	-0,9	0,2	0,0	0,2	0,1	-1,9	-0,4	-0,3	
Февраль	0,8	0,2	-0,1	-1,3	0,4	0,9	0,8	0,7	
Март	0,2	0,3	-0,4	-0,1	0,2	-0,6	0,3	-0,2	-0,9
Апрель	0,8	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,1	

<sup>1</sup> Оценка Росстата.

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

<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.



Таблица 4

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

	2014 г.					Справочно: 2013 г. январь-апрель
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Январь-апрель	
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,4	0,7
Промышленное производство	-0,2	2,1	1,4	2,4	1,4	-0,6
Продукция сельского хозяйства	0,8	1,0	1,3	1,8	1,3	1,2
Инвестиции в основной капитал	-7,0	-3,5	-4,3	-2,7	-4,3	-0,1
Строительные работы	-5,4	-2,4	-3,1	-2,8	-3,3	-0,7
Оборот розничной торговли	2,6	3,9	4,0	2,6	3,3	4,1
Реальные располагаемые денежные доходы населения	-0,5	0,5	-7,0	1,9	-1,2	6,3
Реальная начисленная заработная плата одного работника	5,2	4,6	3,8	0,8	3,4	5,5
Численность безработных	-6,6	-2,5	-5,4	-4,7	-4,8	-5,8
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению, на конец периода)	5,6	5,6	5,4	5,3	5,3	5,6

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 5

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП стран – торговых партнеров России в 2014 г.**

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

Источник: Банк России.

# Перечень врезок

Состояние рынка недвижимости Китая .....	20
Влияние изменения цен в странах – торговых партнерах России на российскую инфляцию .....	22
Долгосрочные тенденции на мировом рынке продовольствия .....	26
О факторах увеличения валового кредита Банка России банковскому сектору .....	35
Изменение структуры банковского фондирования .....	50
Динамика цен на продовольственные товары .....	63
Текущее положение рубля относительно равновесия .....	68
Долгосрочный прогноз мирового спроса на нефть .....	72
Программы поддержки кредитования: мировой опыт и инструменты Банка России .....	81



