

СОДЕРЖАНИЕ

ОФИЦИАЛЬНЫЕ СООБЩЕНИЯ	2
ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2017 ГОД И ПЕРИОД 2018 И 2019 ГОДОВ	3
ВВЕДЕНИЕ	3
1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ	4
2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2016 ГОДУ	11
3. ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2016 ГОДУ И В 2017–2019 ГОДАХ	21
4. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2017–2019 ГОДАХ	25
ПРИЛОЖЕНИЯ	34
Приложение 1 <i>График заседаний Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в 2017 году</i>	34
Приложение 2 <i>Опросы населения и бизнеса</i>	35
Приложение 3 <i>Подходы к оценке реальных процентных ставок и инфляционных ожиданий</i>	36
Приложение 4 <i>Прогноз основных показателей по счетам органов денежно-кредитного регулирования (показатели денежной программы)</i>	39
Приложение 5 <i>Статистические таблицы</i>	40
ГЛОССАРИЙ	50
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	54

ОФИЦИАЛЬНЫЕ СООБЩЕНИЯ

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ДУМА
ФЕДЕРАЛЬНОГО СОБРАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
СЕДЬМОГО СОЗЫВА

ПОСТАНОВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДУМЫ

Об Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов

Рассмотрев представленные Центральным банком Российской Федерации Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов, в соответствии со статьей 45 Федерального закона от 10 июля 2002 года № 86-ФЗ “О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)” Государственная Дума Федерального Собрания Российской Федерации **постановляет**:

1. Принять к сведению Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов.
2. Настоящее Постановление вступает в силу со дня его принятия.

Председатель Государственной Думы
Федерального Собрания Российской Федерации

В.В. ВОЛОДИН

Москва
2 декабря 2016 года
№ 350-7 ГД

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА 2017 ГОД И ПЕРИОД 2018 И 2019 ГОДОВ¹

ВВЕДЕНИЕ

События последних лет показывают, что назрела необходимость смены модели экономического развития России. Для того чтобы обеспечить устойчивый экономический рост и повышение благосостояния общества, важно снизить уязвимость экономики к изменению внешних условий, решить глубокие внутренние структурные проблемы. Они проявились не только в экономическом спаде, последовавшем за снижением цен на сырьевые товары российского экспорта в 2014 г., но и в предшествовавшей ему затухающей экономической динамике (даже при благоприятной конъюнктуре мировых товарных рынков). Вектор развития России будет зависеть от готовности как органов государственного управления, так и всех членов общества перейти к инвестиционно-инновационной модели экономического роста, приложить усилия к формированию его внутреннего потенциала и созданию благоприятной среды для экономической деятельности. Для этого в первую очередь требуются повышение эффективности управления, обновление основных фондов и развитие инфраструктуры, внедрение новых технологий, а также формирование качественных институтов, что будет способствовать повышению производительности труда. По сути, это вызов для органов государственного управления, регуляторов и всех участников экономических отношений на всех уровнях, в том числе для Банка России.

Банк России нацелен на обеспечение ценовой и финансовой стабильности как важных условий для устойчивого экономического роста и социального благополучия. Комплексность и многоплановость решаемых задач, а также широкий спектр воздействия на экономическую систему принимаемых Банком России решений требуют от него взвешенного и сбалансированного подхода, особенно в условиях накопившихся структурных ограничений в экономике и при сохраняющемся негативном влиянии внешних факторов. Неотъемлемым элементом

такого подхода является согласованность решений по всем направлениям деятельности Банка России, а также его тесное взаимодействие с органами законодательной и исполнительной власти.

Проводимая в рамках стратегии таргетирования инфляции денежно-кредитная политика, наряду с другими мерами государственной политики, в исключительно сложных внешних условиях сыграла роль амортизатора, сгладив влияние внешних шоков на функционирование экономики и жизнь людей. Действия Банка России и в дальнейшем будут направлены на поддержание внутренней экономической стабильности, в первую очередь – на замедление инфляции и сохранение ее на уровне около 4%, а также на стимулирование сбережений домашних хозяйств, их защиту от инфляционного обесценения и создание условий для трансформации сбережений в инвестиции, что является важной составляющей новой модели роста экономики. Для решения этих задач необходимо сохранить умеренно жесткую денежно-кредитную политику, обеспечивающую положительный уровень реальных процентных ставок.

Политика Центрального банка обеспечивает ряд важных условий для сбалансированного экономического развития. В то же время с учетом характера решаемых Центральным банком задач его политика по объективным причинам не может стать основной движущей силой экономического роста. Успешность принимаемых Банком России мер будет во многом зависеть от контекста общей стратегии макроэкономической политики, перспектив преодоления структурных ограничений в экономике. Для устойчивого роста благосостояния, повышения уровня и качества жизни людей необходимо, чтобы структурная политика, создающая стимулы для интенсивного развития, стала основным пунктом общественной, политической и экономической повестки.

¹ Одобрено Советом директоров Банка России 11.11.2016.

1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА СРЕДНЕСРОЧНУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

В настоящее время, когда в целом удалось обеспечить стабилизацию ситуации в российской экономике после второй волны нефтяных шоков середины 2015 – начала 2016 г. и наметились признаки ее адаптации к изменившимся внешним условиям, первостепенной задачей государственной макроэкономической политики становится создание условий и стимулов для поступательного и устойчивого экономического развития России. Сохранение модели экономического роста, основанной на экспорте сырьевых товаров и стимулировании потребления, даст лишь краткосрочный эффект, поскольку ее потенциал во многом исчерпан в предшествующие годы. В настоящее время востребованной является стратегия, направленная на преодоление структурных проблем российской экономики, улучшение качества функционирования социально-экономических институтов, обеспечение макроэкономической, в том числе финансовой и ценовой, стабильности. При этом важно сформировать у всех членов общества, в первую очередь участников экономических отношений, понимание того, что источники экстенсивного роста во многом исчерпаны. Для того чтобы за фазой восстановления экономической активности последовал переход к устойчивому росту экономики и благосостояния населения, необходимы создание внутренних источников развития, стимулов для повышения производительности и эффективности экономической деятельности, улучшение качества управления на всех уровнях как в государственном, так и в частном секторе. На формирование такой долгосрочной стратегии и на создание у всех хозяйствующих субъектов стимулов к интенсивному развитию должны быть направлены скоординированные действия всех ветвей власти, контрольно-регулирующих органов и системы государственного управления в целом.

При выполнении своих законодательно определенных функций и задач Банк России исходит из того, что цели его политики и подходы к ее реализации должны способствовать обеспечению устойчивого экономического развития. В части своей компетенции Банк России формирует ряд необходимых для этого условий, обеспечивая ценовую и финансовую стабильность, предупреждая накопление финансовых дисбалансов и амортизируя воздействие на экономику негативных внешних шоков и процессов. Банк России также принимает меры по развитию национальной платежной системы, конкурентоспособного, устойчивого и заслуживающего доверия финансового рынка, использующего передовые технологии, предоставляющего широ-

кий спектр финансовых услуг населению и бизнесу и в наибольшей степени отвечающего потребностям развития экономики. Комплексность и многофакторность стоящих перед Банком России задач требуют четкости и согласованности действий по всем направлениям его деятельности, тесного взаимодействия с органами законодательной и исполнительной власти. Именно координация мер Правительства Российской Федерации и Банка России сыграли важную роль в преодолении острой фазы кризиса конца 2014 – начала 2015 г. и последующей стабилизации ситуации.

При этом успешное выполнение Банком России своих функций формирует далеко не все, а лишь некоторые условия экономического благополучия и само по себе не может стать основным драйвером экономического роста. Будущее экономики в решающей степени будет зависеть от перспектив преодоления структурных ограничений. Структурная, налоговая и бюджетная политика государства должна определять степень, формы и условия его влияния на движение материальных и финансовых ресурсов в экономике, содействовать появлению новых отраслей и отраслевой диверсификации, оптимизации территориального размещения факторов производства, технологическому перевооружению, развитию всех видов экономической и социальной инфраструктуры, повышению конкурентоспособности российских товаров до мирового уровня. От выбора вектора общей макроэкономической политики будут во многом зависеть эффективность принимаемых Банком России мер и их влияние на благосостояние российских граждан.

Денежно-кредитная политика Банка России играет основную роль в формировании таких важных условий экономического развития и социальной стабильности, как низкие темпы инфляции, предсказуемый уровень процентных ставок, защищающий сбережения от инфляционного обесценения и необходимый для планирования инвестиций. Эти условия обеспечиваются прежде всего через сдерживание инфляционных процессов. Денежно-кредитная политика нацелена на постепенное снижение годовой инфляции до 4% и поддержание ее вблизи этого уровня в дальнейшем. При стабильно низкой инфляции предприятия и домашние хозяйства могут более уверенно строить производственные и семейные планы, принимать решения о расходах, сбережениях и инвестициях. Напротив, высокая инфляция, как правило, подвержена сильным колебаниям, увеличивает неопределенность и хозяйственные риски, осложняет расчеты на будущее, сокращает горизонт планирования, снижая

стимулы к сбережениям и инвестициям, усиливает социальную дифференциацию. Высокая и волатильная инфляция, как правило, закладывается в процентные ставки, становясь дополнительным бременем для домашних хозяйств и предприятий. При прочих равных условиях высокая инфляция способствует усилению социального неравенства, росту дифференциации доходов, отражаясь наиболее негативно на благополучии людей со средним и низким уровнем достатка, номинальные доходы которых, как правило, относительно стабильны. В ходе социологических опросов российские граждане не случайно называют высокую инфляцию одной из самых острых для себя проблем (см. приложение 2). Ценовая стабильность является неотъемлемым элементом благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса, для устойчивого экономического роста.

Экономика может расти и на фоне относительно высокой инфляции. Но такая инфляция, как правило, нестабильна и таит в себе угрозу дальнейшего ускорения и перехода к быстрому росту цен даже под влиянием временных факторов. В этих условиях возникают риски накопления диспропорций в финансовой сфере, реальном секторе, обострения социальной напряженности, при которых невозможно устойчивое экономическое развитие.

Целевой уровень инфляции 4% выбран с учетом особенностей ценообразования и структуры экономики в нашей стране. Это несколько выше, чем в странах с развитыми рыночными механизмами, многолетним опытом сохранения ценовой стабильности, укрепившимся доверием к денежным властям и низкими инфляционными ожиданиями. В таких странах цель по инфляции обычно устанавливается на уровне от 1 до 3%. Постоянное поддержание инфляции в России вблизи этих значений мерами денежно-кредитной политики сильно затруднено из-за структурных экономических проблем: повышенного уровня монополизации и относительной неразвитости рыночных механизмов, низкой эффективности и недостаточной отраслевой диверсификации экономики. Кроме того, устойчивой стабилизации инфляции на исторически нехарактерном, низком для России уровне на начальном этапе будет также мешать инертность инфляционных ожиданий – укоренившаяся за многие годы привычка населения и бизнеса вести хозяйство в условиях высокой инфляции.

Наряду с указанными факторами выбор в пользу 4% продиктован необходимостью минимизации рисков возникновения дефляционных тенденций на рынках отдельных товаров. В условиях существующей структуры российской экономики изменение цен на различные группы товаров происходит неравномерно, в потребительской корзине довольно высока доля товаров и услуг, цены на которые могут сильно колебаться. Поэтому при общем

уровне инфляции существенно ниже 4% возникает риск продолжительного снижения цен, то есть дефляции, на рынках различных групп товаров. Дефляция, охватывающая широкий круг товаров, может повлечь за собой не менее негативные последствия, чем высокая инфляция. Для того чтобы процесс выравнивания относительных цен не приводил к дефляционным явлениям, целевой показатель прироста общего индекса потребительских цен в нашей стране должен устанавливаться с некоторым “запасом”. В то же время этот “запас” не должен быть слишком большим, поскольку при более высокой инфляции (например, около 10%), как правило, возрастает амплитуда ее колебаний и становится сложнее обеспечить ее стабильность и предсказуемость в случае реализации различных шоков, чем при инфляции около 4%. Это особенно проявляется, когда значительная доля потребительской корзины приходится на товары, цены которых могут существенно изменяться. В России такой группой товаров является продовольствие, составляющее более трети потребительской корзины. Динамика цен продовольственных товаров сильно зависит от итогов сбора урожая, конъюнктуры мировых товарных рынков. При невысоком целевом уровне инфляции снижается и потенциал роста цен на эту социально значимую группу товаров в случае действия неблагоприятных факторов. Устойчивость, предсказуемость темпов роста потребительских цен имеют не менее важное значение для экономического развития и благополучной жизни людей, чем их абсолютный низкий уровень.

Банк России проводит денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции, основанного на управлении внутренним спросом. Поэтапный переход к нему начался после кризиса 2008–2009 гг. и был завершён в конце 2014 года. При данном подходе основным каналом влияния центрального банка на денежно-кредитные условия в экономике и в конечном счете на инфляцию становятся процентные ставки. Изменяя ключевую ставку, Банк России воздействует на краткосрочные ставки денежного рынка, а через них – на весь спектр процентных ставок в финансовом секторе экономики по всей длине кривой доходности (от процентных ставок по рыночным облигациям до ставок по депозитам и кредитам банков). Повышение процентных ставок при прочих равных условиях стимулирует сбережения, ослабляет кредитную активность, ограничивая, таким образом, спрос на товары и услуги и сдерживая инфляционное давление. Снижение процентных ставок действует в обратном направлении: оказывает стимулирующее влияние на внутренний спрос, создавая мотивацию к сокращению сбережений и повышая доступность кредита. Таким образом, воздействуя через процентные ставки на спрос на товары и услуги, центральный банк оказывает влияние на темпы роста

цен в экономике. Повышение или снижение процентных ставок также отражается на динамике курса национальной валюты, который может изменяться и под воздействием других факторов, оказывая влияние в первую очередь на цены импортных товаров и через них на инфляцию в целом. Косвенный эффект динамики валютного курса связан с изменением ценовой привлекательности отечественной продукции относительно импортной, которое приводит к изменению спроса и цен на эти группы товаров. Чувствительность инфляции к изменениям валютного курса зависит не только от доли импорта в потребительской корзине, но и от характера инфляционных ожиданий, а также доверия общества к проводимой денежно-кредитной политике. Если центральный банк последовательно обеспечивает ценовую стабильность, то укрепляется уверенность домашних хозяйств и бизнеса в сохранении низкой инфляции. Участники экономических отношений становятся менее чувствительными к действию проинфляционных факторов, а также курсовой динамике. В обществе формируется уверенность, что центральный банк не допустит существенных колебаний потребительских цен или их продолжительного и устойчивого роста. В такой ситуации инфляционные ожидания остаются стабильно низкими и при этом чутко реагируют не только на действия, но и заявления центрального банка. В этих условиях большое значение приобретают информационная открытость центрального банка, разъяснение им широкой общественности целей и ожидаемых результатов денежно-кредитной политики, публикация оценок текущей ситуации и прогноза. Это позволяет повысить прозрачность и предсказуемость проводимой политики, тем самым снижая степень экономической неопределенности, и вносит вклад в укрепление доверия к центральному банку.

Стратегия таргетирования инфляции в наибольшей степени подходит для России на современном этапе, особенно в условиях неблагоприятной и изменчивой конъюнктуры мировых рынков, ограниченного доступа российской экономики к внешнему финансированию. В рамках данного подхода центральный банк нацелен на обеспечение внутренней экономической стабильности, в первую очередь стабильности цен и предсказуемости изменения процентных ставок. Такая модель денежно-кредитной политики в наибольшей степени соответствует задаче создания благоприятных внутренних условий для развития экономики. Применяемый с конца 2014 г. режим плавающего валютного курса позволяет не только сохранить валютные резервы, но и формирует стимулы к правильной реакции всех участников экономических отношений на изменение внешних условий, обеспечивая оптимальную подстройку к ним экономики. Таким образом, плавающий валютный курс защищает экономическую систему от накопления дисбалансов, в том числе

избыточного наращивания внешнего долга, и делает ее более устойчивой в долгосрочном плане к колебаниям внешнеэкономической конъюнктуры. Попытки регулирования валютного курса в условиях внешних шоков, напротив, заканчивались финансовыми и экономическими кризисами, что подтверждает опыт России и других стран. Значительные изменения валютного курса в ответ на динамику мировых товарных рынков связаны с сильной сырьевой ориентацией экономики и, безусловно, негативно влияют как на реальный сектор, так и на инфляцию. Однако эти курсовые колебания не связаны непосредственно с использованием режима таргетирования инфляции, а вызваны резким ухудшением внешних условий для российской экономики при ее сохраняющихся структурных проблемах. Вследствие колебаний цен на мировых товарных рынках резкие и болезненные перепады испытывают не только валютный курс и цены, но и темпы экономического роста, уровень жизни населения в сырьевой, слабо диверсифицированной экономике. Долговременная стабилизация валютного курса, снижение его реакции на изменения внешних условий, при которых он будет подвержен лишь небольшим колебаниям, а также уменьшение влияния валютного курса на инфляцию, настроения и ожидания населения и бизнеса, состояние экономики в целом станут по-настоящему возможны только после преодоления ее сырьевой зависимости.

Воздействуя через процентные ставки на спрос и инфляцию, центральный банк неизбежно влияет и на экономическую активность. Эффективность влияния денежно-кредитной политики на инфляцию, а также степень, в которой меры по снижению инфляции будут отражаться на деловой активности, зависят от того, насколько чувствительна реакция экономической системы на изменение ключевой ставки центрального банка, то есть от того, насколько хорошо работает трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. Это определяется множеством разнообразных факторов на уровне как финансового, так и реального сектора, а также особенностями макроэкономической политики в целом.

Четкость передачи сигнала от ключевой ставки к финансовой сфере и его влияние на деятельность предприятий и домашних хозяйств во многом зависят от роли финансового сектора в движении денежных ресурсов в экономике, в формировании сбережений и кредита. При этом важным условием является доверие населения и бизнеса к финансовым посредникам. Большое значение имеют также технологии и сложившиеся практики осуществления платежей и расчетов в экономике. В России сохраняется большой потенциал для качественного изменения и усиления роли финансовых институтов в обслуживании экономической деятельности. Последовательная политика Банка России в сфере

надзора, регулирования и развития всех сегментов финансовой системы, нацеленная на укрепление финансовых институтов, будет создавать условия для сбалансированного развития финансовой системы. Это также улучшает условия реализации денежно-кредитной политики, увеличивая эффективность трансмиссионного механизма. Повышение качества финансового посредничества окажет позитивное влияние на доступность услуг организациям, которые способны выступать надежными заемщиками и эмитентами ценных бумаг в целях осуществления инвестиционной деятельности. Развитие широкого спектра инструментов с различным соотношением риска и доходности будет повышать инвестиционную привлекательность российского финансового рынка и его институтов.

Эффективность влияния центрального банка на динамику потребительских цен, как отмечено выше, в значительной мере зависит от характера инфляционных ожиданий, уровень которых в России пока довольно высок (при заметной тенденции к их снижению). Более чем за два десятилетия, в которые Россия пережила не один экономический кризис, домашние хозяйства и бизнес привыкли к тому, что цены могут заметно и непредсказуемо расти, и закладывают это на будущее. Но такая ситуация, сложившаяся в России, не уникальна: многие страны, имевшие высокую и нестабильную инфляцию, столкнулись с этой проблемой и постепенно решили ее. Последовательная политика Банка России, направленная на замедление инфляции, со временем стабилизирует инфляционные ожидания на низком уровне, существенно облегчая задачу поддержания ее около целевого уровня в дальнейшем.

Действенность мер денежно-кредитной политики Банка России определяется и структурными особенностями российской экономики. Динамика цен зависит не только от изменений платежеспособного спроса, на регулирование которого в основном ориентирована денежно-кредитная политика, но и факторами на стороне товарного предложения. Можно выделить целый ряд причин структурного характера, которые тормозят расширение и снижают гибкость товарного предложения, а также уменьшают чувствительность производства и потребления к изменению уровня цен. Это существенно усложняет задачу регулирования инфляции мерами денежно-кредитной политики, а также препятствует экономическому росту. В числе таких факторов – высокая степень монополизации во многих отраслях экономики. При низкой конкуренции естественные монополии, другие крупные предприятия и торговые посредники не имеют достаточных стимулов к повышению операционной эффективности и снижению издержек производства, перекладывая их в значительной мере на плечи потребителя. В таких условиях отсутствует гибкая реакция со стороны

производителей на изменение спроса, в том числе и под влиянием мер денежно-кредитной политики. Кроме того, возможности компаний наращивать производство в ответ на увеличение платежеспособного спроса ограничены накопившимися диспропорциями, которые затрудняют увеличение экономического потенциала. Эти диспропорции в том числе связаны с сильным физическим и моральным износом парка машин и оборудования, низким уровнем внедрения передовых технологий, недостаточной развитостью транспортной и логистической инфраструктуры.

Другим фактором, который может привести к ограничению возможностей центрального банка влиять на цены через платежеспособный спрос, является высокий уровень социального неравенства, который выражается в неравномерном распределении доходов и богатства в обществе. Резкая дифференциация доходов и сбережений может быть причиной слабой ценовой эластичности спроса. С одной стороны, семьи с низкими доходами, в основном покупающие товары первой необходимости, не могут в ответ на рост цен сокращать потребление большинства товаров ниже минимально необходимого для жизни уровня. Как правило, такие семьи не имеют сбережений, а их возможности получения кредита сильно ограничены. Расходы этих домашних хозяйств на потребление почти не реагируют на изменения процентных ставок в экономике. С другой стороны, состоятельные домашние хозяйства тратят небольшую долю своих высоких доходов на покупку основных товаров потребительской корзины, поэтому изменения цен большинства товаров существенно не влияют на объемы их потребления. Семьи со средним уровнем дохода наиболее чутко реагируют на изменение процентных ставок и потребительских цен, что, в свою очередь, стимулирует производителей подстраиваться под изменения их спроса. Неравномерность распределения сбережений при прочих равных условиях препятствует их трансформации в инвестиции и негативно влияет на экономический рост. Значительная часть российского населения имеет небольшие сбережения, а наиболее состоятельные семьи в современных реалиях склонны к формам накопления, не способствующим экономическому развитию страны (в основном в виде вкладов в зарубежных банках, приобретения дорогой недвижимости за границей и импортных предметов роскоши). Экономическая политика, способствующая более равномерному распределению доходов в обществе, будет формировать условия не только для сбалансированного развития и социальной стабильности, но и для усиления действенности сигналов денежно-кредитной политики, которые в зависимости от обстоятельств направлены на повышение склонности людей к потреблению или сбережению.

Структурные проблемы и особенности российской экономики не делают замедление инфляции в России невозможным, но они снижают действенность мер денежно-кредитной политики, увеличивая риски недостижения целевого показателя по инфляции или его достижения неприемлемой ценой “переохлаждения” экономики, снижения потенциала ее роста. Процесс замедления инфляции становится более болезненным и сложным, а Центральный банк для достижения цели по инфляции при прочих равных условиях вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем это было бы необходимо в отсутствие структурных ограничений. С учетом указанных факторов Банк России следует стратегии постепенного замедления инфляции до 4% в течение нескольких лет, выбирая скорость ее снижения с учетом экономических условий. В частности, при резком изменении внешнеэкономической ситуации в 2014 г., которое негативно отразилось на российской экономике, горизонт достижения целевого уровня инфляции был расширен с 2016 г. до конца 2017 года.

Учитывая, что решения по ключевой ставке оказывают влияние на экономическую систему в целом, Банк России наряду с инфляционными рисками в равной степени оценивает и учитывает возможные последствия принятых решений для реального и финансового секторов экономики, чтобы своими действиями не создавать угроз для финансовой стабильности и не спровоцировать ухудшение экономической ситуации. Принимая меры и просчитывая их ожидаемые последствия, Банк России придерживается взвешенного подхода, придавая большое значение сбалансированности своих решений. Это обеспечивается в том числе через разработку макроэкономического прогноза на три года вперед, в рамках которого проводится всесторонний анализ факторов и перспектив экономического развития с учетом последних тенденций, заявленных мер макроэкономической политики и потенциальных источников рисков. Банк России принимает решения, опираясь в первую очередь на долговременные устойчивые экономические тенденции, в меньшей степени реагируя на проявления краткосрочных факторов, которые могут оказать лишь временное влияние на инфляцию и экономическую динамику. Это позволяет избежать неоправданно частых изменений ключевой ставки, обеспечивая стабильность процентных ставок в экономике, и достичь с помощью проводимой политики более сбалансированного в среднесрочном плане результата.

В то же время эффективность денежно-кредитной политики, как и макроэкономической политики в целом, в решающей степени зависит от согласо-

ванности действий всех органов государственного управления. Банк России учитывает особенности проведения денежно-кредитной политики в условиях существующих структурных проблем и координирует свои действия с усилиями Правительства Российской Федерации по преодолению структурных ограничений в экономике. Координация денежно-кредитной и бюджетной политики важна и в вопросах формирования суверенных фондов, которые позволяют сгладить воздействие изменений конъюнктуры мировых товарных рынков на экономику, в том числе на реальный валютный курс и конкурентоспособность российских товаров и услуг. Пополнение и расходование суверенных фондов в рамках бюджетного правила, возможность применения которого рассматривается уже с 2017 г.¹, обеспечит устойчивость государственных финансов и предсказуемость макроэкономической политики в целом.

Учитывая многоплановость решаемых Банком России задач, большое значение приобретают выверенность и взаимная согласованность мер, принимаемых по различным направлениям его деятельности, а также учет их влияния на условия реализации денежно-кредитной политики и макроэкономической политики в целом. При этом важно комплексное применение инструментов, имеющихся в распоряжении Центрального банка. В частности, ключевая ставка имеет широкий спектр влияния и не может быть инструментом точечного воздействия. Банк России имеет в своем арсенале инструменты макроprudенциального регулирования для предупреждения возникновения финансовых дисбалансов, перегрева отдельных сегментов финансового рынка, которые могут угрожать ценовой стабильности и негативно повлиять на экономическую ситуацию.

В текущих условиях при накопившихся структурных дисбалансах и негативном воздействии внешних факторов денежно-кредитная политика, по сути, выполняет функцию стабилизатора экономики. При объективной невозможности в силу характера решаемых задач стать основным двигателем экономического развития Банк России наряду с замедлением инфляции сосредоточивает свои усилия на поддержании стабильности внутренних финансовых условий, создании стимулов к формированию сбережений и снижению долговой нагрузки, уровень которой в отдельных секторах экономики весьма высок (с точки зрения отношения платежей по обслуживанию долга к получаемым доходам). Решение этих задач вместе со снижением инфляции требует от Центрального банка проведения умеренно жесткой денежно-кредитной политики для

¹ Подход к применению бюджетного правила представлен в проекте “Основных направлений бюджетной политики на 2017 год и на плановый период 2018–2019 годов”. Применение бюджетного правила планируется начать с 2020 года. В 2017–2019 гг. предполагается использование переходных положений бюджетного правила.

формирования номинальных процентных ставок на уровне, обеспечивающем положительные реальные ставки процента. На среднесрочном горизонте такой подход сохранится, делая возможным постепенное снижение инфляции, а также номинальных ставок процента при сохранении в положительной области реальных ставок процента. Это делает банковские депозиты и иные рублевые сберегательные продукты привлекательными для населения, защищая их от инфляционного обесценения и поддерживая склонность к сбережениям. В этих условиях кредитные ставки также формируются на уровнях, превышающих инфляцию, стимулируя производителей и торговых посредников повышать операционную эффективность и предупреждая избыточное накопление долговой нагрузки, что способствует повышению устойчивости балансов реального и финансового секторов. Стабильность процентных ставок, защищающих сбережения от инфляции, и их предсказуемое постепенное снижение по мере замедления темпов роста потребительских цен представляются существенным фактором стабилизации экономики, одним из условий ее перехода к фазе устойчивого роста.

Альтернативные подходы к проведению денежно-кредитной политики, в основном предполагающие ее резкое смягчение через ускоренное снижение процентных ставок и увеличение объемов банковского кредитования, в текущих условиях могут создать системные риски для экономической стабильности и социального благополучия. Безусловно, в настоящее время важным вектором государственной экономической политики должно стать создание условий и стимулов для инвестиций, технологического перевооружения промышленности для направления имеющихся в экономике ресурсов в приоритетные отрасли и проекты, которые могут стать катализатором экономического роста. Однако за попыткой решения данной задачи посредством масштабного расширения денежной эмиссии последует существенное ускорение инфляции при одновременном снижении реальных процентных ставок с их переходом в отрицательную область. Это приведет к инфляционному обесценению сбережений и доходов основной массы населения. По существу, предлагается метод стимулирования промышленности за счет инфляционного налога, снижающего благополучие большинства домашних хозяйств, особенно социально незащищенных слоев населения. Такой подход создает очевидные угрозы для социальной и экономической стабильности, но при этом не решает поставленную задачу как минимум по двум причинам. Во-первых, усиление роли государства в выборе направлений кредитования потребовало бы подготовительных мер по перестройке государственных институтов как на

уровне национальной экономики, так и на уровне отдельных отраслей. Произвольное, вне системы эффективного государственного управления, удовлетворение заявок на получение дешевых кредитов не обеспечит поступательного экономического развития. Во-вторых, банковский кредит не является основным источником инвестиций для большинства организаций. В предыдущие годы многие российские предприятия накопили высокий уровень задолженности, и в текущих условиях, напротив, необходимо снижение долговой нагрузки, которая для некоторых отраслей корпоративного сектора уже находится на уровне, близком к максимальным значениям для стран с формирующимися рынками. Дальнейшее ее повышение даже под низкий процент приведет к накоплению системных рисков, что идет вразрез с задачей повышения устойчивости экономики.

Необходимы иные решения, позволяющие активизировать роль государства в стимулировании экономического развития, но не приводящие к ускорению инфляции и накоплению дисбалансов, а также не создающие угроз для социальной стабильности. Финансирование приоритетных для экономического развития проектов и программ может осуществляться прежде всего через привлечение капитала на принципах государственно-частного партнерства, а также через использование иных рыночных, налоговых, бюджетных и регуляторных механизмов и мотиваций в целях перераспределения уже созданных денежных накоплений между предприятиями, отраслями и сегментами экономики без существенного увеличения банковского кредитования и долговой нагрузки. Динамика банковского кредитования и соответствующее увеличение денежной массы представляют собой производную от потребностей экономики, формируемых наличием материальных, людских, управленческих ресурсов для увеличения производства товаров и услуг. Применение любых методов льготного снижения процентной ставки по банковским кредитам ниже рыночного уровня (помимо бюджетных субсидий) для создания более мягких условий кредитования отдельных проектов и программ должно быть ограниченным. При прочих равных условиях это приводит к удорожанию стоимости кредитов для экономики в целом за счет ухудшения условий кредитования отраслей, не получающих государственных льгот. Это основная причина, по которой Банк России ограничивает объемы предоставления средств в рамках своих специализированных инструментов рефинансирования².

Как показывает мировой опыт, существуют различные примеры распределения ролей между государственными институтами при проведении политики стимулирования экономического разви-

² Информация о специализированных инструментах рефинансирования Банка России представлена в разделах 2, 4 и в таблице 9 приложения 5.

тия. Наиболее успешным зарекомендовал себя подход, при котором центральный банк и министерство финансов отвечают за ценовую и финансовую стабильность на макроуровне, а другие государственные институты создают условия и стимулы к перераспределению финансовых потоков между отраслями, секторами и сегментами экономики (при соблюдении общего ограничения по ресурсам) в рамках согласованной системы государственного стратегического и оперативного управления. Основные цели и принципы денежно-кредитной политики, которая является неотъемлемым элементом общей государственной экономической полити-

ки, достаточно универсальны для любой модели экономики. Ценовая и финансовая стабильность при любых формах взаимодействия государства с бизнесом способствует экономическому и социальному благополучию. Последовательная денежно-кредитная политика, нацеленная на сохранение внутренней экономической стабильности, снижает неопределенность, создает для всех участников экономических отношений четкие ориентиры, понятные «правила игры», что важно как для ведения текущей деятельности, так и для составления планов на будущее всеми участниками экономических отношений.

2. УСЛОВИЯ РЕАЛИЗАЦИИ И ОСНОВНЫЕ МЕРЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2016 ГОДУ

Денежно-кредитная политика Банка России, проводимая в рамках режима таргетирования инфляции, в 2015–2016 гг. была нацелена на обеспечение ценовой стабильности при сохранении финансовой стабильности в условиях высокой изменчивости внешней конъюнктуры. Действия Банка России как в части реализации денежно-кредитной политики, так и мер по обеспечению устойчивого функционирования банковского сектора и развития других сегментов финансовой системы являлись частью согласованной макроэкономической политики, направленной на сохранение устойчивости российской экономики и формирование условий для восстановления ее роста. Проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики способствовало последовательному замедлению инфляции (с 12,9% в декабре 2015 г. до 6,1% в октябре 2016 г.) при сохранении стабильной ситуации в финансовой системе в целом.

Условия развития экономики России и формирования денежно-кредитной политики Банка России оставались непростыми, что во многом определялось внешнеэкономическими факторами. В конце 2015 – начале 2016 г. произошло падение цен на нефть на международных рынках, которое по масштабу было сопоставимо с первым “нефтяным шоком” конца 2014 – начала 2015 года. В первые месяцы 2016 г. цена на нефть марки “Юралс” опустилась до 25–30 долл. США за баррель, оказавшись более чем в два раза ниже уровня середины предыдущего года. Мировые цены на другие энергоносители, а также на большинство иных сырьевых товаров, имеющих значимую долю в российском экспорте, также преимущественно демонстрировали негативную динамику и к началу 2016 г. достигли минимальных за последние 5–7 лет уровней. В целом при значительных колебаниях цен на энергоносители в течение года в январе–октябре средняя цена на нефть марки “Юралс” сложилась на уровне около 40 долл. США за баррель, что ближе к рисковому сценарию, представленному в “Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов” (далее – ОН ДКП)¹.

На мировых финансовых рынках, как и на сырьевых, наблюдалась разнородная динамика, настроения и ожидания участников рынка по-прежнему характеризовались изменчивостью. Неустойчивость восстановления деловой активности в развитых странах, неопределенность относительно замедле-

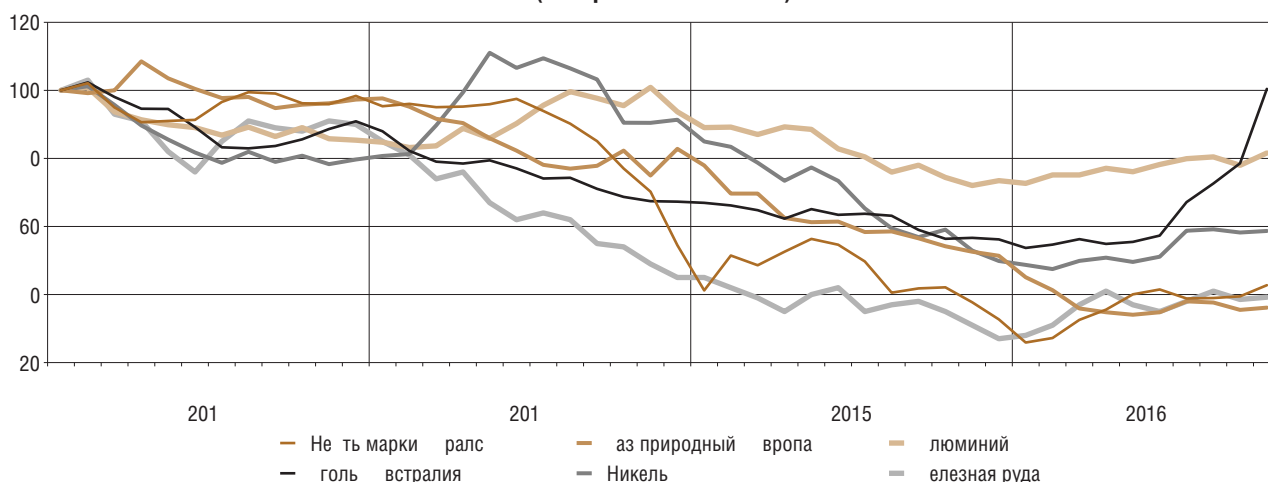
ния роста экономики Китая и масштаба его влияния на другие страны с формирующимися рынками продолжали вызывать обеспокоенность у глобальных инвесторов. Решения регуляторов крупнейших стран как с развитыми, так и с формирующимися рынками в области макроэкономической политики также оставались предметом пристального внимания участников экономических отношений. В частности, на конъюнктуру мировых финансовых рынков оказали заметное воздействие изменения ожиданий относительно скорости повышения процентной ставки ФРС США. Негативное влияние на настроения глобальных инвесторов также оказал результат июньского референдума о выходе Великобритании из Европейского союза. Однако последовавшие за референдумом высказывания представителей центральных банков ряда развитых стран и фактически осуществленные Банком Англии меры по смягчению денежно-кредитной политики, по оценкам инвесторов, снизили потенциальные риски этого события. Помимо сохранения относительно неустойчивой конъюнктуры мировых финансовых рынков, ухудшение условий привлечения средств из внешних источников для российских заемщиков также связано с международными финансовыми санкциями.

Можно говорить о том, что в целом внешние условия оставались сдерживающим неблагоприятным фактором для российской экономики. В такой ситуации действия Банка России были направлены на обеспечение ценовой стабильности при сохранении финансовой стабильности и смягчение негативного влияния внешних факторов, что необходимо для сохранения устойчивости российской экономики в целом. Решение поставленных задач достигалось проведением умеренно жесткой денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции в сочетании с плавающим валютным курсом национальной валюты.

При принятии решений по денежно-кредитной политике в непростых экономических условиях Банк России использовал сбалансированный подход. Во-первых, решения формировались на основе среднесрочного прогноза развития экономики и динамики инфляции, исходящего из консервативных предпосылок как относительно внутренних структурных факторов (структуры экономики, действующих ограничений со стороны демографических, инфраструктурных и институциональных характеристик), так и внешней конъюнктуры. Так, в базовом

¹ В рамках базового сценария средняя цена на нефть марки “Юралс” на 2016 г. предполагалась на уровне 50 долл. США за баррель, в рисковом сценарии – менее 40 долл. США за баррель.

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



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

сценарии Банк России в кратко- и среднесрочной перспективе не предполагал повышения мировых цен на нефть относительно складывающихся к соответствующему периоду рыночных уровней. Во втором полугодии 2015–2016 гг. в базовом сценарии, публикуемом в Докладе о денежно-кредитной политике², ожидаемый уровень цены на нефть марки «Юралс» варьировался от 30 до 50 долл. США за баррель.

Во-вторых, помимо базового сценария, Банк России рассматривал рискованные варианты развития внешних условий, а также учитывал возможность реализации дополнительных рисков в части ценовой динамики. Среди таких рисков рассматривались следующие: колебания внутренних и внешних продовольственных цен (с учетом урожая основных сельскохозяйственных культур); неопределенность мер бюджетной политики, параметров индексации пенсий и заработной платы в государственном и частном секторах; решения по повышению административно регулируемых цен и тарифов; сохранение высоких инфляционных ожиданий, возможное ослабление стимулов домашних хозяйств к сбережениям. В течение 2016 г. некоторые из инфляционных рисков снижались (со стороны урожая, индексации регулируемых цен и тарифов), в то время как вероятность реализации других существенно не менялась (со стороны инфляционных ожиданий, динамики номинальной заработной платы, бюджетной политики).

В-третьих, при выборе траектории изменения ключевой ставки Банк России исходил из баланса рисков для ценовой и финансовой стабильности и рисков для экономической активности. Уровень ключевой ставки определялся с учетом цели

последовательного снижения инфляции, но без чрезмерного охлаждения экономики. При этом в период реализации нового внешнего шока в конце 2015 – начале 2016 г. поддержание процентных ставок на относительно высоком уровне, гарантирующем сохранение стимулов к сбережениям внутри экономики, решало несколько задач. Оно не только способствовало снижению рисков для ценовой стабильности за счет предотвращения чрезмерного роста потребительского спроса, но и ограничивало риски для финансовой стабильности, связанные с возможным бегством вкладчиков в иностранную валюту, усилением оттока капитала и паникой на финансовом рынке, и, соответственно, снижало негативные последствия для экономического роста.

Необходимость достижения баланса между обеспечением ценовой стабильности и сдерживанием охлаждения экономики также учитывалась Банком России при принятии решений по использованию дополнительных специализированных инструментов. Наряду с другими органами государственного управления в 2016 г. Банк России принимал точечные меры для поддержки отдельных важных для экономики направлений кредитования, которым сложно развиваться в рыночных условиях. В частности, Банк России продолжил использовать специализированные инструменты рефинансирования, предоставляя кредитным организациям заемные средства на длительный срок по ставкам ниже ключевой ставки. Тем самым Банк России создавал возможности для кредитных организаций предоставлять кредиты компаниям по более низким ставкам для финансирования отдельных проектов и программ (см. таблицу 9 приложения 5).

² Базовый сценарий был опубликован в ОН ДКП в 2015 г. и затем обновлялся в ежеквартальном Докладе о денежно-кредитной политике в марте, июне и сентябре 2016 года.

В 2016 г. кредитными организациями было востребовано большинство специализированных инструментов рефинансирования. В связи с тем, что ранее установленные лимиты по отдельным инструментам были практически выбраны, Банк России в течение 2016 г. принимал решения об их повышении. В то же время объем предоставления средств в рамках специализированных инструментов оставался небольшим (задолженность по ним в 2016 г. не превышала 0,5% от совокупной величины пассивов банковского сектора). Такое ограничение связано с тем, что предоставление Банком России значительного объема средств по низким ставкам может приводить к необоснованному с точки зрения необходимого снижения инфляции смягчению денежно-кредитных условий даже при неизменном уровне ключевой ставки. Это, в свою очередь, может препятствовать снижению инфляции до целевого уровня, что не позволит Банку России снижать ключевую ставку и тем самым уменьшать стоимость кредитования всех субъектов экономики.

Наконец, в-четвертых, Банк России при принятии решений по ключевой ставке учитывал нежелательность резких колебаний внутренних денежно-кредитных условий, необходимость обеспечивать предсказуемость и последовательность их изменений. В частности, Банк России стремился избежать повышения ключевой ставки в периоды ухудшения внешней ситуации и соответствующего роста инфляционных рисков в 2015–2016 годах. Это удавалось сделать за счет сохранения консервативного взвешенного подхода к управлению ключевой ставкой. В рамках этого подхода процентная политика Банка России базируется на учете устойчивых долговременных тенденций в экономике и в меньшей степени реагирует на краткосрочные улучшения или ухудшения внешнеэкономической

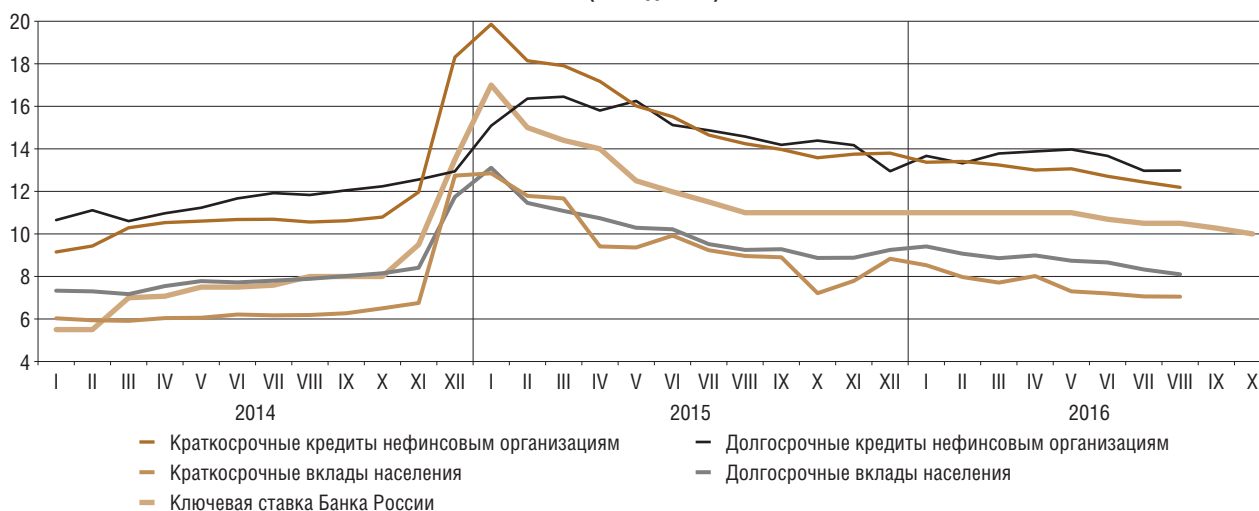
конъюнктуры. При этом Банк России продолжал придерживаться открытой информационной политики, направленной на разъяснение субъектам экономики денежно-кредитной политики.

Банк России в течение длительного периода (с августа 2015 г.) сохранял ключевую ставку на неизменном уровне – 11,00% годовых – и затем дважды снижал ее на 0,5 процентного пункта в июне и сентябре 2016 г. – до 10,00% годовых. Уровень ключевой ставки, наряду с ожиданиями участников рынка в отношении дальнейшей траектории ключевой ставки и инфляции, определял формирование рыночных процентных ставок. Их динамика, в свою очередь, отражалась на кредитной и депозитной активности, поведении инвесторов на финансовых рынках, направлении и интенсивности трансграничных финансовых потоков.

Применение системы инструментов Банка России обеспечивало нахождение краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки в условиях снижения структурного дефицита ликвидности из-за притока средств в банковский сектор вследствие расходования Резервного фонда для финансирования возросшего дефицита бюджета (см. раздел 3). Вслед за изменением ключевой ставки и ставок денежного рынка процентные ставки по кредитным и депозитным операциям банков, доходности рынка государственных и корпоративных облигаций во второй половине 2015–2016 гг. постепенно снижались.

В то же время сформировавшаяся к осени 2016 г. структура рыночных процентных ставок по срокам до погашения, а также результаты опросов показывали, что участники рынка ожидали более быстрого снижения ключевой ставки, чем прогнозировал Банк России. При этом их прогнозы по инфляции хотя и снизились, но продолжали превы-

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



Источник: Банк России.

шать целевой показатель Банка России 4% на конец 2017 года. В этих условиях Банк России в сентябре и октябре давал в пресс-релизах сигнал о сохранении ключевой ставки на уровне 10,00% годовых как минимум до начала 2017 года. Данный сигнал был направлен на дальнейшее снижение инфляционных ожиданий и сохранение положительных реальных процентных ставок, сформировавшихся в 2016 году. Для этого необходимо, чтобы снижение рыночных процентных ставок в номинальном выражении не опережало замедление инфляции и инфляционных ожиданий, поддерживая сберегательную активность и одновременно сдерживая склонность к заимствованию в экономике, в том числе ограничивая нежелательное повышение долговой

нагрузки (расходов на обслуживание кредитной задолженности относительно доходов заемщиков) на уровне отдельных секторов и компаний. Такую роль положительные реальные процентные ставки играли в 2016 году. Под влиянием сигнала Банка России произошла коррекция кривой доходности на денежном рынке и рынке капитала, что способствовало формированию денежно-кредитных условий, необходимых для устойчивого снижения инфляции.

В динамике количественных показателей финансового сектора сохранение положительных реальных процентных ставок привело к формированию ряда тенденций.

С одной стороны, рост рублевых депозитов населения постепенно восстанавливался после

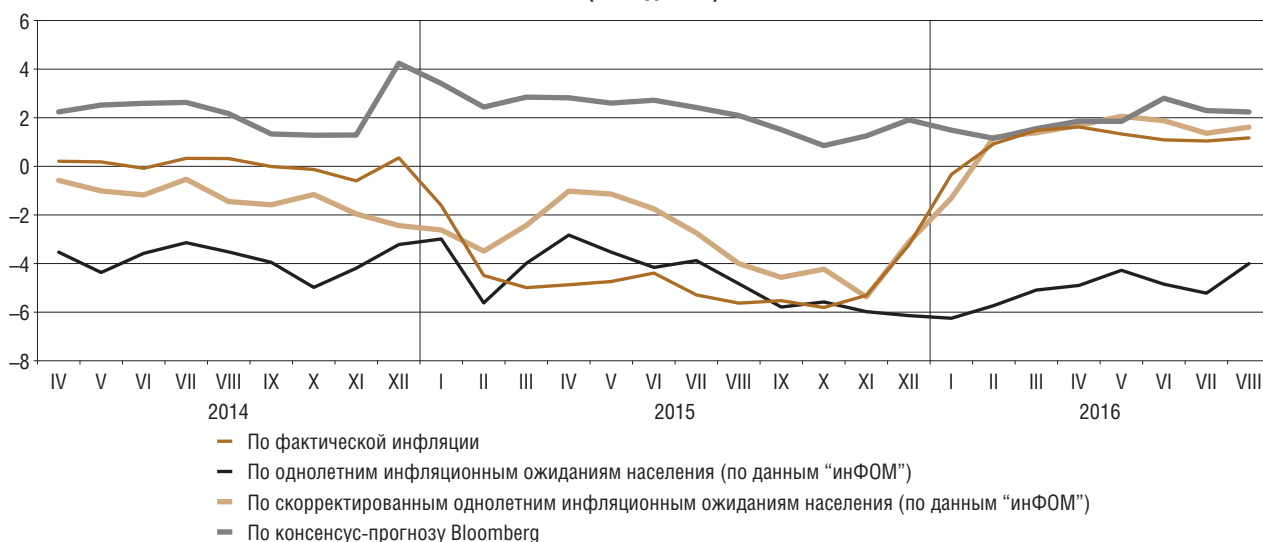
Доходность рынка облигаций, ключевая ставка и ставка МІАСR

На 18.12.2014 max МІАСR - 28,25% годовых (% годовых)



Источники: ФБ ММВБ, Банк России.

Реальные ставки по долгосрочным депозитам населения, рассчитанные с использованием разных показателей инфляционных ожиданий (% годовых)



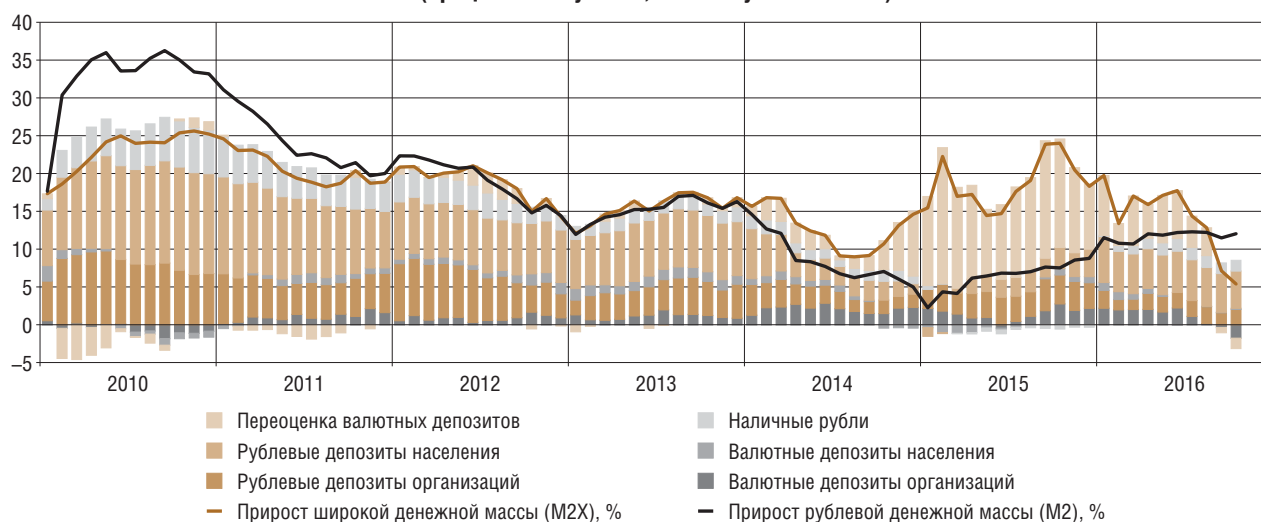
Источники: Росстат, ООО "инФОМ", Bloomberg, расчеты Банка России.

снижения в конце 2014 – начале 2015 года. С апреля 2016 г. их годовые темпы прироста стабилизировались на уровне около 16% в номинальном выражении, что ниже докризисных показателей (в 2012–2013 гг. в среднем несколько выше 20%), но с учетом текущей динамики доходов и инфляции отражает относительно высокую склонность к сбережениям. При этом в условиях плавающего валютного курса и положительных реальных рублевых процентных ставок привлекательность валютных депозитов заметно снизилась и темпы их прироста существенно отставали от динамики рублевых депозитов (см. таблицу 4 приложения 5). Это способствовало снижению уровня долларизации российской экономики. Темпы прироста денежной массы

в национальном определении остаются вблизи сложившихся в конце 2015 г. уровней 11–12%.

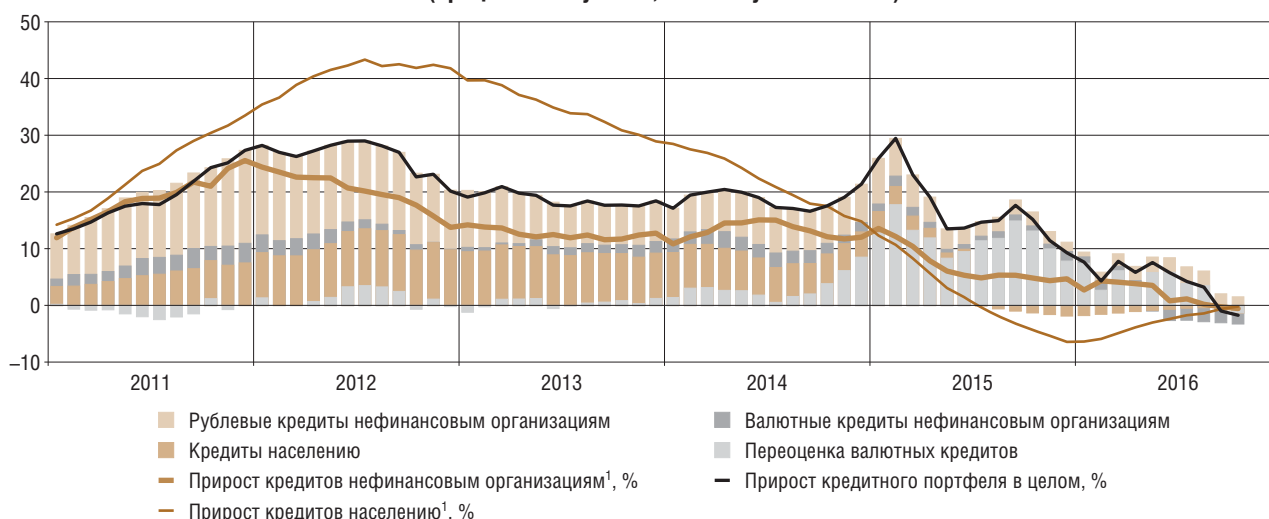
С другой стороны, динамика кредитной активности оставалась сдержанной. Рост кредита экономике со стороны банковского сектора в 2016 г. несколько замедлился по сравнению с 2015 годом. Годовой прирост кредита банков нефинансовым организациям и населению в целом за 2015 г. составлял 7,1%, а по итогам 2016 г. он ожидается в интервале 2–5%. Такие темпы роста соответствуют постепенной нормализации долговой нагрузки в отдельных секторах, где ее уровень остается повышенным, с учетом складывающейся динамики доходов в экономике. При этом изменение задолженности по видам кредитования остается неодно-

**Вклад отдельных элементов в годовые темпы прироста широкой денежной массы
(процентных пунктов, если не указано иное)**



Источник: Банк России.

**Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков
(процентных пунктов, если не указано иное)**



¹ С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

родным. Самую слабую динамику демонстрируют сегменты, в которых кредитные риски оцениваются банками на более высоком уровне: необеспеченные потребительские ссуды, финансирование малого и среднего бизнеса, кредиты в иностранной валюте. Неоднородность присутствует и в корпоративном кредитовании, так как финансовое положение заемщиков различается по отраслям.

В целом кредитная политика банков оставалась достаточно консервативной. Риски для финансовой стабильности постепенно снижались. Показатели долговой нагрузки, отражающие возможности обслуживания заемщиками долга из текущих доходов, прошли пиковый уровень в начале 2016 года. Их ухудшение в конце 2015 – начале 2016 г. определялось очередным витком переоценки валютной задолженности на фоне ослабления рубля и продолжения экономического спада. Рост просроченной задолженности по банковским кредитам в 2016 г. существенно замедлился. Отмечалось заметное улучшение качества портфеля вновь выдаваемых кредитов относительно предыдущих периодов. Финансовый результат российских банков в условиях роста чистого процентного дохода в 2016 г. существенно превысит результат 2015 года. Рост прибыли транслируется в показатели рентабельности банковского бизнеса, которые демонстрируют заметный рост. На этом фоне продолжилось плавное смягчение по большинству направлений неценовых условий банковского кредитования после их резко жесточения в начале 2015 года.

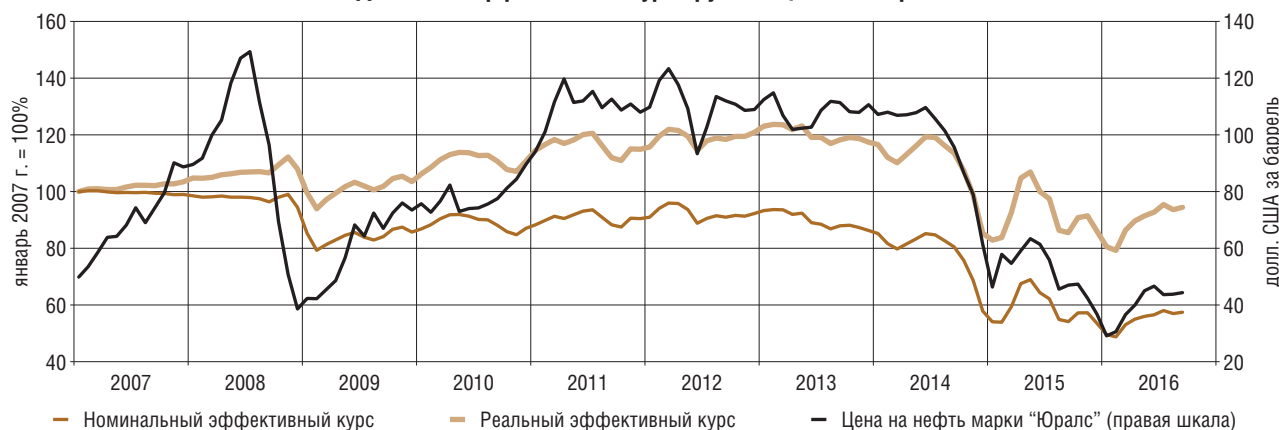
Сохранение сдержанной кредитной активности на текущем этапе является важным не только с точки зрения влияния на инфляцию (как показано ниже), но и с точки зрения стабильности финансовой системы и сохранения финансовой устойчивости заемщиков реального сектора. Помимо умеренно жесткой денежно-кредитной политики, сохранение взвешенного подхода кредитных организаций к принятию рисков поддерживается через реализацию Банком России мер макропруденциальной

политики и внедрение международных стандартов банковского регулирования, включающих в том числе стандарты, установленные документами Базельского комитета по банковскому надзору.

В 2016 г. Банк России продолжил процесс укрепления и оздоровления банковского сектора для предупреждения кризисных явлений и нарастания системных рисков. Для обеспечения выплат страхового возмещения вкладчикам банков, у которых были отозваны лицензии, а также для предупреждения банкротства кредитных организаций (санации) Банк России предоставлял кредиты на длительный срок Агентству по страхованию вкладов. Данные меры позволили сохранить доверие вкладчиков к банковской системе, стабильность в банковском секторе и не допустить неоправданного ужесточения денежно-кредитных условий. Предоставление средств Агентству по страхованию вкладов учитывалось Банком России при определении потребности кредитных организаций в ликвидности.

Процентные ставки по рублевым инструментам оставались относительно высокими в сопоставлении с внешними ставками, обеспечивая сохранение относительной привлекательности рублевых активов с учетом курсовых ожиданий. Большинство мировых центральных банков продолжало проводить мягкую денежно-кредитную политику в условиях сдержанного восстановления спроса и сохранения невысокого инфляционного давления в глобальной экономике. Уровень процентных ставок денежного рынка и доходности государственных облигаций в большинстве развитых стран оставался низким. С учетом этого на протяжении большей части 2016 г. российские активы в целом являлись привлекательным вложением для иностранных инвесторов, несмотря на волатильность мировых рынков энергоносителей, действие санкций и продолжение рецессии. Это нашло отражение в снижении страновой премии за риск и нетто-притоке иностранных инвестиций в российские акции и облигации. Повышению интереса со стороны ино-

Динамика эффективного курса рубля и цена на нефть



Источники: Банк России, Bloomberg, Reuters.

странных инвесторов к российскому финансовому рынку способствовали и улучшение ими оценки кредитоспособности России, а также ожидания восстановления экономики после завершения адаптации к новым уровням нефтяных цен.

Повышению относительной привлекательности рубля как валюты операций финансового сектора (по сравнению с использованием иностранной валюты) способствовали не только высокие процентные ставки на внутреннем рынке, но и регуляторные меры Банка России, направленные на девальютизацию банковских балансов (снижение доли иностранных валют в операциях кредитных организаций). В течение 2016 г. Банк России вводил повышенные коэффициенты риска по банковским активам в иностранной валюте при расчете норматива достаточности капитала кредитных организаций и повышал нормативы обязательных резервов по обязательствам кредитных организаций в иностранной валюте (см. таблицу 6 приложения 5).

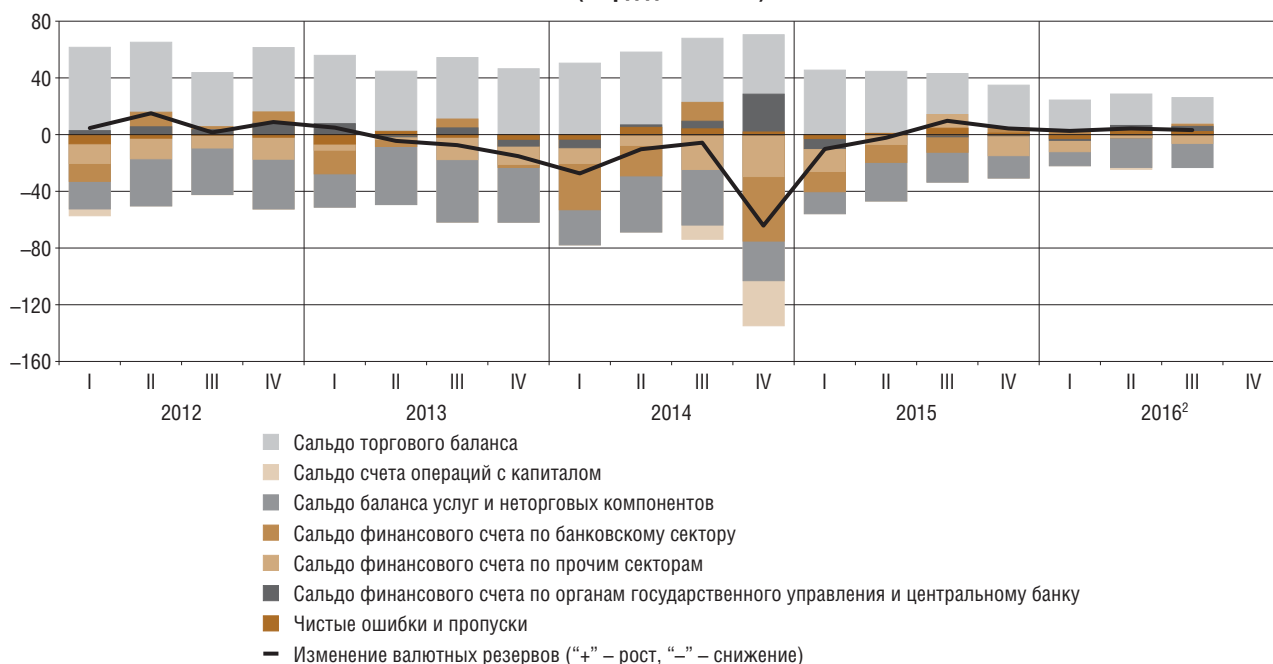
Тенденция к повышению привлекательности рубля как валюты хранения сбережений нашла свое проявление и в том, что наблюдавшееся в конце 2015 г. и в начале 2016 г. ослабление рубля под влиянием снижения мировых цен на нефть не сопровождалось увеличением спроса населения и компаний на иностранную валюту. Это обеспечивало относительно низкий уровень оттока капитала по финансовому счету платежного баланса России, способствовало сохранению устойчивости банковского сектора и снижению колебаний валютного

курса. Такая ситуация существенно отличалась в лучшую сторону от периода роста напряженности на финансовых рынках в конце 2014 г. и начале 2015 г. и создавала условия для постепенного сокращения Банком России операций рефинансирования в иностранной валюте (валютного репо и кредитов в иностранной валюте), что транслировалось в соответствующее увеличение валютных резервов Банка России.

Использование инструментов предоставления ликвидности в иностранной валюте, которые были введены в конце 2014 г. как антикризисная мера, позволило в значительной мере смягчить прохождение наиболее сложного этапа адаптации экономики к условиям ограниченного доступа на международные рынки капитала. Изначально предполагавшийся временный характер операций валютного рефинансирования подразумевал разработку и реализацию “стратегии выхода” из этих операций (постепенное сокращение валютной задолженности кредитных организаций перед Банком России в зависимости от снижения внешнего долга, достаточности поступлений по текущему счету и доступности альтернативных источников валютного рефинансирования). Такая стратегия позволяет отказаться от проведения данных операций, не создавая при этом рисков возникновения нехватки валютной ликвидности и дестабилизации ситуации на финансовых рынках.

Уже в 2015 г. по мере улучшения ситуации с валютной ликвидностью Банк России начал создавать

Динамика основных компонентов платежного баланса¹
(млрд долл. США)



¹ В знаках РПБ5.

² Данные за III квартал 2016 г. – оценка Банка России.

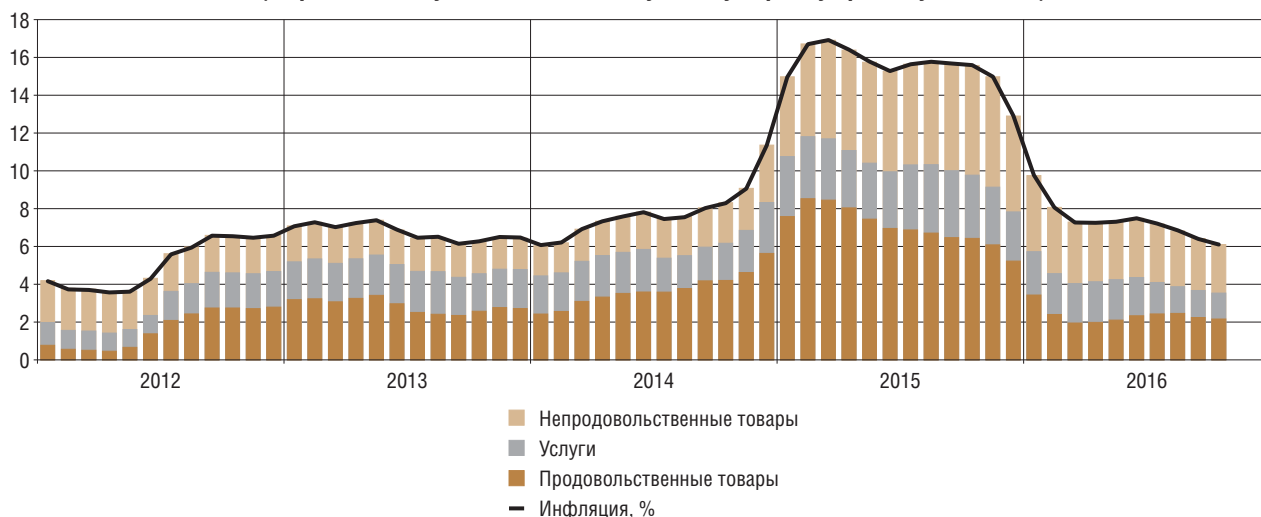
Источник: Банк России.

стимулы для постепенного снижения спроса на операции в иностранной валюте, повышая процентные ставки по ним. В 2016 г. Банк России постепенно сокращал объем рефинансирования в иностранной валюте (см. таблицу 10 приложения 5). В результате задолженность кредитных организаций перед Банком России по валютным операциям за 2016 г., как ожидается, снизится с 22 до 7 млрд долл. США.

Указанные выше тенденции развития внутренних финансовых условий, сформированные под влиянием денежно-кредитной политики, отражались на потребительском поведении, динамике экономической активности и цен. Сохранение относительно высокого уровня реальных процентных ставок в экономике обеспечивало поддержание консервативного сберегательного и кредитного поведения как домохозяйств, так и компаний. Норма сбережения населения, определяемая в том числе

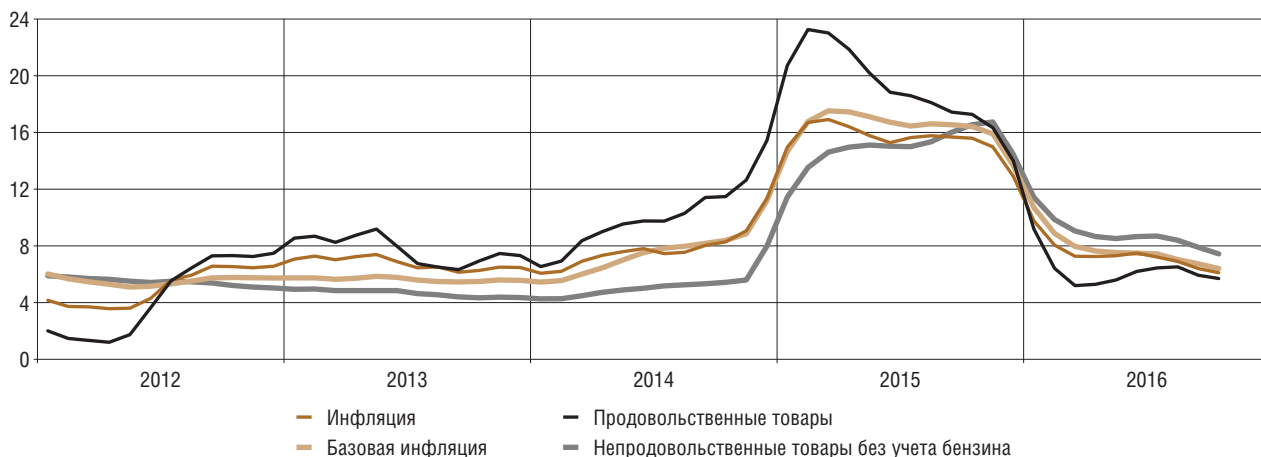
с учетом вложений домохозяйств в финансовые активы и изменения их кредитной позиции, оставалась на относительно высоком уровне. Это сдерживало потребительский спрос и способствовало замедлению инфляции. К осени 2016 г. появились признаки ослабления дезинфляционного влияния спроса, что, возможно, связано с сохранением неустойчивой динамики производственной активности при имеющихся структурных проблемах. В том числе они проявлялись в медленном снижении темпов роста цен непродовольственных товаров и базовой инфляции. Вместе с тем спросовые ограничения оставались одним из основных факторов замедления текущей инфляции, поддерживая стимулы к ценовой конкуренции производителей и поставщиков. Согласно прогнозу, по итогам 2016 г. продолжится снижение расходов домашних хозяйств на конечное потребление, хотя темпы его

Инфляция и ее компоненты
(в процентных пунктах к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

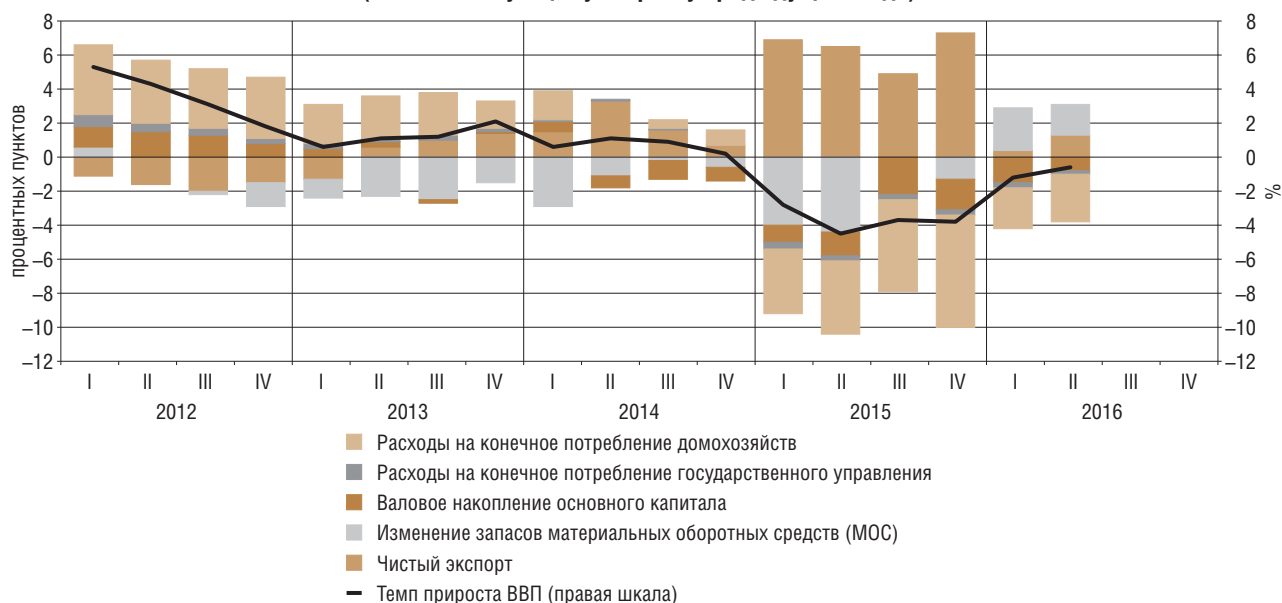
заметно замедляется относительно предыдущего года – до 4,0–4,6% (с 9,6% в 2015 г.). При этом, как и в 2015 г., сокращение потребления в значительной степени происходит за счет сжатия импорта, что свидетельствует о некотором уменьшении зависимости экономики от него. Как ожидается, по итогам 2016 г. снижение импорта в реальном выражении составит 6,5–7,0%.

Сохранение экономической неопределенности и сдержанного спроса наряду со снижением финансового результата в ряде отраслей ограничивало возможности компаний по увеличению номинальной заработной платы, которое могло транслироваться в цены. Вместе с тем годовые темпы прироста заработной платы в номинальном выражении в истекший период 2016 г. были выше, чем во второй половине 2015 г., составив 6–10%. Возможно, их повышение связано с желанием компаний удержать квалифицированные кадры в условиях дефицита трудовых ресурсов и компенсировать работникам произошедшее ранее ускорение инфляции, не покрытое индексацией доходов в предыдущем году. Годовые темпы прироста реальной заработной платы после относительно продолжительного периода ее снижения с февраля 2016 г. колебались в области около нуля, а в августе и сентябре, по предварительным данным, превысили 2,5%. Сохранение сбалансированного роста номинальной заработной платы в дальнейшем будет являться важным условием обеспечения ценовой стабильности как за счет поддержания умеренной потребительской активности, так и через канал формирования издержек производителей.

Другим существенным фактором формирования инфляции является изменение инфляционных ожиданий. Увеличение курсовой волатильности на фоне ухудшения внешней конъюнктуры сырьевых рынков стало причиной повышения инфляционных ожиданий населения во второй половине 2015 года. В 2016 г., напротив, преобладала тенденция к их снижению. Такую динамику можно связать с эффектом уже наблюдаемого замедления инфляции и сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий. Однако текущий уровень инфляционных ожиданий по-прежнему остается повышенным, что при прочих равных условиях требует сохранения более высоких процентных ставок для поддержания стабильной склонности домохозяйств к сбережению.

Таким образом, денежно-кредитные условия в 2016 г., с одной стороны, обеспечивают сохранение ценовой стабильности: инфляция продолжает замедляться (до 6,1% в октябре), ее годовой темп по итогам 2016 г., как ожидается, составит 5,5–6,0% и достигнет целевого уровня 4% в 2017 г., что соответствует прогнозу, опубликованному в ОН ДКП на 2016 год и период 2017 и 2018 годов. При этом влияние динамики валютного курса на годовую инфляцию будет близко к нейтральному. С другой стороны, проведение взвешенной денежно-кредитной политики остается важным элементом поддержания финансовой стабильности и устойчивости экономики в целом в условиях сильной изменчивости внешней конъюнктуры. Вторым важным элементом смягчения влияния негативных внешних факторов на экономику остается плавающий валютный курс рубля.

**Структура прироста ВВП по элементам использования
(к соответствующему кварталу предыдущего года)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

В 2016 г. экономика России продолжила адаптироваться к неблагоприятным изменениям внешних условий, в том числе за счет стабилизации настроений и ожиданий субъектов экономики и снижения их чувствительности к внешнеэкономическим факторам. Сохранялась стабильная ситуация в сфере занятости, улучшались показатели производственной активности (в отдельные месяцы наблюдался прирост промышленного производства), продолжались процессы импортозамещения, развивались отдельные зоны роста в промышленности, в том числе в обрабатывающих производствах (в частности, в пищевой, химической и некоторых сегментах легкой промышленности, производстве отдельных видов оборудования).

Вместе с тем в целом преобладал осторожный подход субъектов экономики к принятию решений. Сдерживающее влияние на рост экономической активности оказывали устойчивые факторы со стороны формирования предложения (в том числе связанные со структурными проблемами экономики), а также неопределенность в отношении перспектив дальнейшего развития экономической ситуации. Сохранялась неоднородность в динамике

показателей по секторам и регионам, в ряде отраслей наблюдалась стагнация или снижение темпов роста выпуска. Восстановление производственной активности оставалось неустойчивым. Продолжали сокращаться инвестиции.

В целом, как ожидается, темп прироста ВВП по итогам 2016 г. останется отрицательным, в интервале 0,5–0,7%, что существенно меньше спада в 2015 г. (3,7%) и укладывается в рамки опубликованного в ОН ДКП годом ранее базового прогноза на 2016 год.

Банк России продолжит проведение умеренно жесткой денежно-кредитной политики, направленной на снижение инфляции при сохранении стабильности финансовой системы и экономики в целом (см. раздел 4). При этом возможности для снижения номинальных ставок процента будут ограничены и умеренно жесткие денежно-кредитные условия сохранятся достаточно продолжительное время. При принятии решений по ключевой ставке Банк России будет оценивать инфляционные риски и соответствие динамики экономического роста и инфляции базовому прогнозу, предполагающему ее снижение до 4% к концу 2017 года.

3. ПРИМЕНЕНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В 2016 ГОДУ И В 2017–2019 ГОДАХ

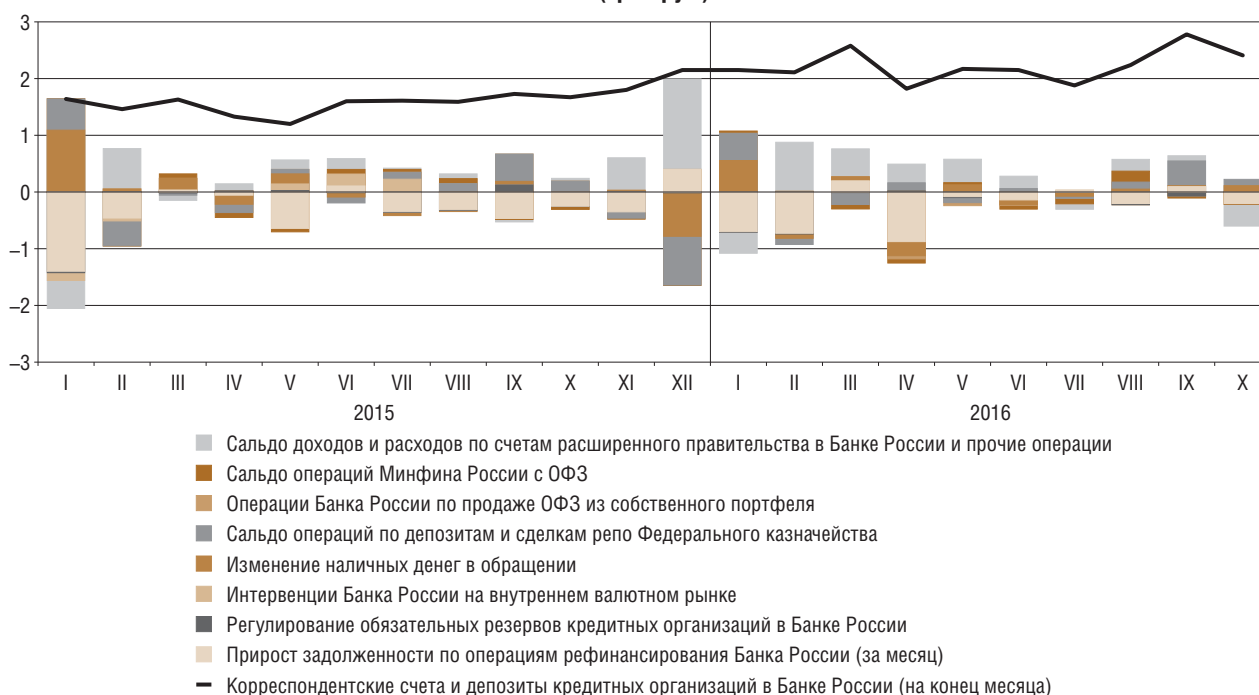
Банк России оказывает влияние на денежно-кредитные условия, экономику и инфляцию главным образом через процентный канал. Отправной точкой для формирования всей структуры процентных ставок финансового сектора являются краткосрочные ставки денежного рынка. Поэтому важно, чтобы они находились на уровне, который обеспечивает достижение цели по инфляции. Для этого Банк России сначала разрабатывает наиболее вероятный макроэкономический сценарий и выбирает траекторию ключевой ставки, обеспечивающую оптимальное достижение цели по инфляции в среднесрочной перспективе. Затем Банк России поддерживает ставки в сегменте овернайт денежного рынка вблизи ключевой ставки, что является операционной целью денежно-кредитной политики.

Банк России обеспечивает достижение операционной цели через управление ликвидностью банковского сектора с помощью инструментов денежно-кредитной политики. В целом система инструментов денежно-кредитной политики была сформирована уже к концу 2013 г. и в последующие годы значительно не менялась. В дальнейшем

также не планируется ее существенных изменений. Вместе с тем Банк России продолжит повышать технологичность и удобство использования банками инструментов денежно-кредитной политики.

Потребность кредитных организаций в ликвидности, то есть в денежных средствах на корреспондентских счетах в Банке России, определяется клиентскими и собственными платежами и расчетами и необходимостью выполнения обязательных резервных требований¹. К обязательным резервным требованиям относятся нормативы обязательных резервов и коэффициент усреднения обязательных резервов. Банк России устанавливает нормативы обязательных резервов исходя из целей управления ликвидностью банковского сектора. При этом нормативы по рублевым обязательствам кредитных организаций оказывают более значимое влияние на ликвидность. Механизм усреднения обязательных резервов, в соответствии с которым от кредитной организации требуется поддерживать определенный остаток средств на счетах не каждый день, а только в среднем за период, позволяет банкам гибко управлять ликвидностью. При этом

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



Источник: Банк России.

¹ В некоторых случаях на потребность кредитных организаций в ликвидности также оказывает влияние необходимость выполнения ими пруденциальных нормативов.

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

	I квартал 2016 г.	II квартал 2016 г.	III квартал 2016 г.	Октябрь 2016 г.	Январь– октябрь 2016 г.
1. Автономные факторы формирования ликвидности (предложение)	1,7	0,7	0,7	-0,2	2,8
– изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочие операции	1,0	0,8	0,7	-0,4	2,0
– изменение наличных денег в обращении	0,6	-0,2	0,0	0,1	0,5
– интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и операции по покупке монетарного золота	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
– регулирование обязательных резервов кредитных организаций в Банке России	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1
2. Изменение остатков средств на корреспондентских счетах в Банке России (спрос)	0,6	-0,5	0,5	-0,3	0,3
3. Изменение требований кредитных организаций по депозитам в Банке России	-0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1
4. Изменение задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России (4 = 2 + 3 – 1)	-1,2	-1,1	-0,1	-0,2	-2,6
Задолженность по операциям рефинансирования Банка России (на конец периода)	2,5	1,4	1,3	1,1	

Источник: Банк России.

объем ликвидности в банковском секторе постоянно изменяется под влиянием различных факторов², в том числе бюджетных потоков и спроса населения на наличные денежные средства. Для удовлетворения потребности кредитных организаций в ликвидности Банк России проводит операции по ее предоставлению, а в случае избытка ликвидности – операции по его абсорбированию. Объем операций определяется на основе прогноза ликвидности банковского сектора.

Банк России стремится предоставлять или абсорбировать средства у кредитных организаций преимущественно на аукционах по ключевой ставке. Это создает условия для перераспределения ликвидности на межбанковском денежном рынке по ставке, близкой к ключевой ставке. Достижению операционной цели денежно-кредитной политики также способствует наличие у кредитных организаций постоянной возможности обратиться в Банк России для привлечения или размещения средств на срок 1 день по процентным ставкам на 1 процентный пункт выше или ниже ключевой ставки соответственно. Данные процентные ставки образуют границы процентного коридора.

В 2016 г. Банк России обеспечивал достижение операционной цели денежно-кредитной политики в условиях снижения структурного дефицита ликвидности банковского сектора, то есть уменьшения потребности банков в привлечении средств у Банка России. Этому способствовал приток ликвидности в банковский сектор вследствие расходования средств Резервного фонда на финансирование дефицита федерального бюджета. Другим источником увеличения ликвидности в банковском секторе были перечисления средств Агентством по страхованию вкладов на выплату страхового возмещения вкладчикам, а также на финансирование санации банков.

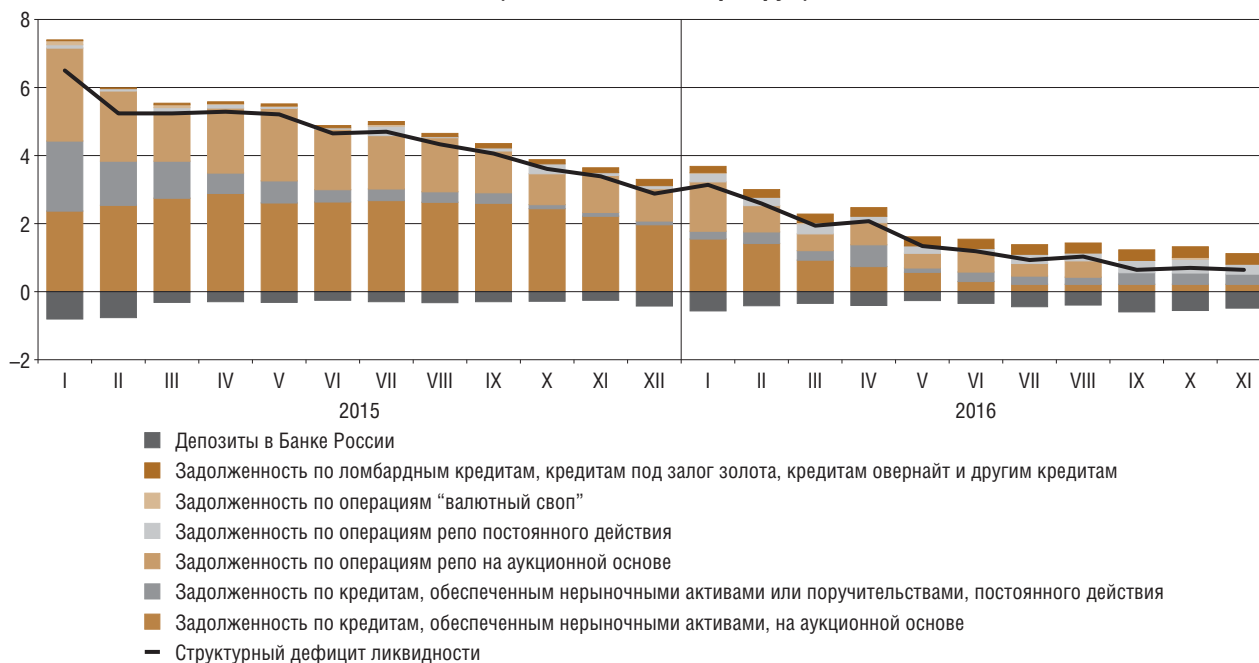
Приток ликвидности в банковский сектор под влиянием данных факторов лишь частично будет компенсирован оттоком средств из-за традиционного роста объема наличных денег в обращении в конце года. Банк России также продавал облигации федерального займа из собственного портфеля. В результате действия данных факторов задолженность банков по операциям рефинансирования, по оценкам Банка России, снизится с 3,7 трлн руб. на конец 2015 г. до 0,9–1,5 трлн руб. на конец 2016 года.

Для обеспечения контроля над краткосрочными ставками денежного рынка Банк России в полной мере удовлетворял потребность банковского сектора в ликвидности. При этом Банк России стремился сформировать структуру задолженности по своим операциям таким образом, чтобы максимально эффективно влиять на ставки с помощью своих основных операций – аукционов репо на срок 1 неделя. Поэтому по мере снижения структурного дефицита ликвидности Банк России уменьшал объем предоставления средств по кредитам, обеспеченным нерыночными активами, на длительные сроки. Начиная с апреля 2016 г. предложение Банком России на аукционах по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, устанавливалось равным нулю. В условиях снижения потребности банков в привлечении средств в Банке России задолженность по операциям репо также постепенно сокращалась. Начиная с августа 2016 г. Банк России проводил в основном недельные депозитные аукционы вместо недельных аукционов репо. Такая ситуация сложилась в условиях неравномерного распределения ликвидности между банками и сохранения у части из них задолженности по операциям Банка России на длинные сроки.

В то же время Банк России принимал меры, направленные на ограничение снижения структурно-

² Статистическая информация по факторам формирования ликвидности приведена на официальном сайте Банка России в подразделе “Ликвидность банковского сектора и инструменты денежно-кредитной политики” раздела “Статистика”.

**Задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования,
требования по операциям абсорбирования Банка России
и структурный дефицит ликвидности банковского сектора
(на начало месяца, трлн руб.)**



Источник: Банк России.

**Процентный коридор и ставка MIACR по однодневным рублевым кредитам в 2016 году
(% годовых)**



Источник: Банк России.

го дефицита ликвидности. С августа 2016 г. были повышены нормативы обязательных резервов по всем обязательствам кредитных организаций. Для выполнения новых нормативов банкам нужно было поддерживать более высокие остатки средств на корреспондентских счетах и перечислять часть средств на счета по учету обязательных резервов в Банке России, что привело к росту их потребности в рефинансировании. Повышение нормативов обязательных резервов по валютным обязательствам банков в апреле и июле, в первую очередь направленное на снижение стимулов к формирова-

нию валютных обязательств кредитных организаций, также привело к росту потребности банков в ликвидности (см. таблицу 6 приложения 5).

В 2016 г. на фоне снижения задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям рефинансирования и, как следствие, уменьшения коэффициентов утилизации рыночных и нерыночных активов Банк России начал постепенно ужесточать требования к обеспечению по своим операциям (после их значительного смягчения в 2014–2015 гг.). Из Ломбардного списка Банка России были исключены акции и российские де-

позитарные расписки на акции. Для новых ценных бумаг, включаемых в Ломбардный список Банка России, были повышены минимальные уровни рейтинга долгосрочной кредитоспособности с “В–”/“В3” до “В+”/“В1” по шкале международных рейтинговых агентств. В 2016 г. была также приостановлена выдача кредитов Банка России, обеспеченных поручительствами кредитных организаций. Одновременно были снижены поправочные коэффициенты, применяемые для корректировки стоимости нерыночных активов, используемых в качестве обеспечения по кредитам Банка России.

В целом в 2016 г. в условиях существенного изменения масштаба структурного дефицита ликвидности банковского сектора Банк России эффективно достигал операционной цели денежно-кредитной политики: краткосрочные ставки денежного рынка в течение года находились преимущественно вблизи ключевой ставки. Некоторому снижению их волатильности способствовала синхронизация графика периодов усреднения обязательных резервов с графиком недельных операций Банка России. Небольшие отклонения краткосрочных ставок денежного рынка вниз от ключевой ставки в отдельные периоды были связаны с повышением неравномерности распределения ликвидности между банками по мере ее притока в банковский сектор и некоторой сегментированностью денежного рынка, вследствие которой ликвидность не всегда эффективно перераспределялась между банками. Понижательное давление на краткосрочные ставки денежного рынка оказывало также размещение отдельными банками значительного объема средств в сегменте валютных свопов для привлечения валютной ликвидности. Данные факторы не препятствовали достижению операционной цели денежно-кредитной политики: по оценкам, средний спред краткосрочных ставок денежного рынка к ключевой ставке в 2016 г. будет относительно небольшим и составит около –10 базисных пунктов.

В связи с финансированием дефицита бюджета в 2016 г. за счет средств Резервного фонда прогнозируется переход от структурного дефицита к структурному профициту ликвидности в начале 2017 года. Это означает, что объем средств на корреспондентских счетах банков в Банке России будет выше уровня, необходимого им для осуществления текущей деятельности³. Поэтому Банк России будет регулярно проводить операции по абсорбированию избыточной ликвидности. Рост структурного профицита ликвидности прогнозируется в 2017–2019 гг. и в базовом, и в альтернативных сценариях Банка России (см. раздел 4). Однако его масштаб будет зависеть от темпов расходования средств суверенных фондов. В случае заметного ухудшения внешнеэкономических условий относительно базового сценария для финансирования бюджетных

расходов потребуются более существенные траты суверенных фондов, а значит, масштаб структурного профицита ликвидности будет больше, чем в базовом сценарии, при улучшении конъюнктуры мировых товарных рынков – напротив, меньше, чем в базовом сценарии.

В условиях структурного профицита ликвидности кредитные организации будут стремиться разместить избыточные средства. В связи с этим в предстоящий период основными инструментами денежно-кредитной политики станут депозитные аукционы на срок 1 неделя. По мере формирования значительного структурного профицита ликвидности Банк России также планирует использовать купонные облигации Банка России (ОБР). ОБР будут выпускаться на сроки 3, 6 и 12 месяцев с плавающей процентной ставкой, привязанной к ключевой ставке Банка России. Банк России будет проводить выпуск ОБР с учетом конъюнктуры финансового рынка и поведения его участников, в том числе стремясь не оказывать влияние на условия выпуска ОФЗ Минфином России. Использование инструментов абсорбирования ликвидности позволит обеспечить нахождение краткосрочных ставок денежного рынка на уровне, близком к ключевой ставке. В свою очередь, стабильность ставок денежного рынка является обязательным условием формирования устойчивого уровня ставок и снижения неопределенности в экономике.

Несмотря на то что в целом в банковском секторе в предстоящие три года будет наблюдаться избыток ликвидности, у отдельных кредитных организаций может возникать потребность в привлечении средств. В этом случае они смогут по-прежнему использовать операции Банка России по предоставлению ликвидности постоянного действия.

Как и структурный дефицит ликвидности, структурный избыток ликвидности не оказывает непосредственного влияния на кредитную активность банков. Динамика кредита определяется в первую очередь соотношением его спроса и предложения. Предложение кредита зависит от ситуации в экономике в целом и на кредитном рынке в частности, степени рискованности вложений, регуляторных требований. Спрос на кредиты со стороны предприятий и населения определяется их уверенностью в будущем, оценкой перспектив экономики, ожидаемым доходом, уровнем процентных ставок и другими факторами. При этом кредитование реального сектора экономики практически не приводит к изменению совокупного уровня ликвидности в банковском секторе. В случае выдачи кредита происходит перечисление средств банком-кредитором на счет заемщика в другом банке, то есть средства перераспределяются между счетами банков, а совокупный уровень ликвидности не меняется.

³ Для осуществления собственных и клиентских расчетов и платежей и выполнения обязательных резервных требований.

4. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2017–2019 ГОДАХ

Банк России принимает решения в области денежно-кредитной политики на основе оценки текущей экономической ситуации и среднесрочного макроэкономического прогноза. Прогноз охватывает трехлетний период, что одновременно позволяет учитывать лаги влияния денежно-кредитной политики на экономику и дает субъектам экономики ориентиры для принятия решений на среднесрочном горизонте планирования. При этом Банк России рассматривает наиболее вероятный (базовый) сценарий развития экономики, а также анализирует альтернативные варианты изменения ситуации, внешние и внутренние риски, реализация которых может оказать влияние на финансовую систему и экономику в целом и, соответственно, на условия проведения денежно-кредитной политики. Рассмотрение совокупности вариантов позволяет Банку России принимать решения сбалансированно и проводить политику таким образом, чтобы быть готовым обеспечить сохранение ценовой и финансовой стабильности при реализации рискованных сценариев.

В целом, как ожидается, в рамках трехлетнего прогнозного периода условия развития российской экономики останутся непростыми. С учетом этого крайне важное значение будет иметь сохранение последовательной и согласованной макроэкономической политики, направленной на обеспечение экономической стабильности и формирование условий для устойчивого роста. Политика Банка России, со своей стороны, будет способствовать этому за счет достижения ценовой стабильности (подразумевающей снижение инфляции до целевого уровня 4%) и финансовой стабильности, а также обеспечения устойчивости банковского сектора и развития финансовой системы в целом.

Макроэкономические прогнозы Банка России формируются с учетом того, что на развитие ситуации в российской экономике может воздействовать ряд факторов, находящихся вне прямого влияния денежно-кредитной политики. К их числу относятся внешние (такие, как темпы роста глобальной экономики, конъюнктура международных финансовых и товарных рынков) и внутренние условия (параметры государственной политики, структурные характеристики экономики). Данные факторы Банк России прогнозирует на сценарной основе и при формировании прогноза учитывает в качестве предпосылок.

Внутренние факторы, существенно влияющие на экономическую ситуацию, но находящиеся вне воздействия денежно-кредитной политики, в сценариях Банка России предполагаются достаточно однородными. Предпосылки о таких внутренних условиях Банк России формирует исходя из принятых на текущий момент решений и анонсированных планов в области государственной политики. Для сохранения разумной консервативности прогноза Банк России не вносит дополнительных предположений о еще не зафиксированных в официальных документах мерах, последствия реализации которых в отсутствие четко определенных параметров трудно оценить.

Во-первых, важным фактором формирования внутренних экономических условий будет являться реализация бюджетной политики. Банк России предполагает, что на прогнозном горизонте сохранится сформированный к настоящему времени Правительством Российской Федерации и Минфином России консервативный подход к планированию бюджета¹. С одной стороны, в условиях превышения расходов бюджета над доходами на трехлетнем горизонте сохранится потребность в расходовании значительной доли средств Резервного фонда, а также, возможно, части средств Фонда национального благосостояния. С другой стороны, за счет планируемых ограничений на рост бюджетных расходов будет достигаться последовательное сокращение дефицита бюджета для достижения его сбалансированности к 2020 г., когда планируется в полной мере начать применение модифицированного бюджетного правила². В 2017–2019 гг. предполагается использование его переходных положений. Такой подход обеспечит сохранение безопасного с точки зрения финансовой стабильности уровня государственного долга и поддержание устойчивости государственных финансов в средне- и долгосрочной перспективе. Применение бюджетного правила также снизит уязвимость российской экономики к изменениям внешнеэкономической конъюнктуры, ограничивая колебания реального валютного курса и, следовательно, его влияние на конкурентоспособность российских производителей.

С учетом сдержанной динамики бюджетных расходов, необходимой для сокращения дефицита, стимулирующее влияние бюджетной политики на экономику в этот период будет ограниченным.

¹ При разработке прогноза Банк России учитывает проектировки бюджета, представленные в проекте «Основных направлений бюджетной политики на 2017 год и на плановый период 2018–2019 годов».

² Подход к применению бюджетного правила представлен в проекте «Основных направлений бюджетной политики на 2017 год и на плановый период 2018–2019 годов».

Вклад потребления государственного сектора в динамику ВВП будет близким к нулю или слабо отрицательным. В этих условиях важную роль сыграют меры по оптимизации структуры бюджетных расходов, а также дополнительные меры государственной политики, направленные на повышение долгосрочного потенциала устойчивого экономического роста.

На трехлетнем горизонте потоки средств, связанные с финансированием бюджета из средств суверенных фондов, будут оказывать воздействие на формирование ликвидности банковского сектора. Вместе с тем их итоговое влияние на кредитные условия в экономике, по оценкам Банка России, будет весьма ограниченным, в первую очередь в силу эффективного использования системы инструментов Банка России для достижения операционной цели денежно-кредитной политики – поддержания краткосрочных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки (см. раздел 3).

Во-вторых, значимой предпосылкой для среднесрочного прогноза инфляции также является предположение об умеренных темпах повышения административно регулируемых цен и тарифов в соответствии с планами, сформированными к настоящему времени Правительством Российской Федерации. Сохранение подхода к индексации тарифов, подразумевающего их увеличение темпами не выше уровня инфляции, будет важным условием отсутствия дополнительного инфляционного давления со стороны этого фактора на прогнозном горизонте.

В-третьих, Банк России исходит из предположения о сохранении в прогнозный период действия структурных ограничений для роста экономики, связанных с демографической ситуацией, а также инфраструктурными и институциональными характеристиками экономики. Действие указанных ограничений проявляется в сохранении несбалансированной структуры российской экономики, ее недостаточной диверсификации и преобладающей сырьевой направленности. Структура экспорта России остается смещенной в пользу товаров нефтегазовой отрасли и других продуктов добывающего сектора, тогда как доля отечественной продукции с более высокой степенью переработки, поставляемой на внешние рынки, остается небольшой. Это увеличивает чувствительность экономики к изменению внешних условий, в частности к изменению цен на нефть, а также влияет на формирование доходов и цен. Недостаточная развитость отдельных сегментов производства инвестиционных и потребительских товаров определяет низкий уровень конкуренции как на внутреннем уровне, так и с импортными аналогами. В свою очередь, это может увеличивать волатильность цен, затруднять снижение инфляции в целом и при прочих равных условиях требовать усиления реакции со стороны

денежно-кредитной политики для уменьшения инфляционных рисков.

Другой особенностью экономической системы, которая также может осложнить замедление инфляции мерами денежно-кредитной политики, является степень неравенства доходов. По-прежнему высока доля домохозяйств с низкими доходами, структура потребления которых смещена в пользу товаров первой необходимости. Чувствительность спроса на такие товары к изменению цен может быть более низкой, чем по другим товарам, что может сокращать стимулы к ценовой конкуренции среди производителей и поставщиков отдельных товаров этой категории. Кроме того, при относительно низком уровне доходов в составе потребительской корзины остается повышенной доля продовольствия, цены на которое отличаются высокой волатильностью и чувствительностью к действию разовых факторов со стороны предложения (например, зависимость от сельскохозяйственного урожая).

Для преодоления отмеченных ограничений, как показывает опыт России и других стран, как правило, требуется достаточно длительный период, превышающий прогнозный трехлетний горизонт. Вместе с тем по мере развития ситуации и появления большей определенности относительно возможностей повышения потенциала роста российской экономики, в том числе за счет реализации мер государственной политики, Банк России будет уточнять свои среднесрочные прогнозы и набор сценариев. По мере разработки и законодательного утверждения конкретных мер государственной политики, направленных на преодоление структурных проблем и смену модели экономического развития, станет возможной подготовка Банком России соответствующего сценария с расчетом всех его параметров. Банк России учитывает, что при смягчении структурных ограничений российской экономики может происходить ускорение ее роста, определяемое факторами со стороны предложения и не сопровождающееся усилением инфляционного давления со стороны спроса, а также ростом рисков в финансовой сфере. В таком случае повышение темпов роста внутреннего спроса (относительно прогнозов в соответствующих сценариях) не потребует дополнительного изменения ключевой ставки, так как этот рост будет сопровождаться повышением производительности труда и увеличением эффективности производства.

В части внутренних финансовых условий во всех сценариях предполагается, что они будут оставаться умеренно жесткими достаточно длительное время и потенциал снижения номинальных процентных ставок в экономике будет ограничен с учетом проводимой Банком России денежно-кредитной политики. Затем, по мере закрепления инфляции вблизи 4%, денежно-кредитные условия будут постепенно смягчаться, поддерживая восстановление роста

экономической активности. Сохранение умеренной жесткости денежно-кредитных условий в экономике в первой части прогнозного периода будет определяться двумя основными факторами. С одной стороны, денежно-кредитная политика Банка России будет поддерживать положительные реальные процентные ставки. На среднесрочном горизонте их равновесный уровень для экономики оценивается в 2,5–3%, в переходный период для снижения инфляционных ожиданий и инфляции они должны быть несколько выше. Это будет формировать условия для сохранения привлекательности рублевых сбережений и умеренной склонности к заимствованию внутри экономики, что, в свою очередь, будет отражаться на динамике цен как через сдержанную динамику внутреннего потребительского спроса, так и через формирование трансграничных потоков капитала и, соответственно, валютного курса.

С другой стороны, одним из результатов реализации ряда внешних рисков и замедления экономического роста в предыдущие периоды являлось повышение уровня долговой нагрузки в экономике. В текущих условиях обслуживание задолженности по кредитам, сформированной в период более быстрого экономического роста, остается источником рисков для финансовой устойчивости многих заемщиков, прежде всего корпоративного сектора. Как ожидается, это обстоятельство будет являться дополнительным фактором, ограничивающим возможности смягчения кредитных условий в первой половине трехлетнего прогнозного периода, определяя более консервативное поведение как банков-кредиторов (в части формирования ценовых и неценовых условий кредитования), так и самих заемщиков. Корректировка отдельными категориями заемщиков долговой нагрузки для приведения ее в соответствие с объективно изменившимися условиями формирования их доходов будет в том числе поддерживаться осуществлением умеренно жесткой денежно-кредитной политики. Этот процесс является необходимым условием сохранения стабильности финансового сектора и запуска устойчивого роста экономики в дальнейшем.

Меры Банка России, направленные на развитие и повышение эффективности банковского сектора, финансовых рынков, оптимизацию подходов к их регулированию, повышение доступности и степени проникновения финансовых услуг, уровня финансовой грамотности населения и бизнеса, будут способствовать сбалансированному развитию финансовой системы в целом и улучшению условий реализации денежно-кредитной политики, повышая действенность трансмиссионного механизма³.

Для поддержки отдельных сегментов кредитования, развитие которых важно для изменения струк-

туры экономики, но затруднено в рыночных условиях, Банк России продолжит использовать специализированные инструменты рефинансирования. Как и прежде, чтобы избежать необоснованного смягчения денежно-кредитных условий, объем предоставления средств в рамках данных механизмов будет ограничен, а круг кредитов, принимаемых в обеспечение, строго определен. При этом, учитывая прогнозируемое наличие избытка ликвидности в банковском секторе в целом в предстоящий период и ожидаемое снижение рыночных процентных ставок по мере замедления инфляции, спрос кредитных организаций на специализированные инструменты рефинансирования может снизиться.

В части внешних условий в прогнозах учитываются следующие предпосылки. На трехлетнем прогножном горизонте ожидается продолжение медленного роста глобальной экономики при сохранении неоднородности тенденций по странам с развитыми и формирующимися рынками. Предполагается, что структура внешнеторговых отношений России в этот период по-прежнему будет относительно стабильной. Годовые темпы роста ВВП стран – торговых партнеров в течение прогнозного периода останутся на уровне 2015–2016 гг., составляя около 2%. В такой ситуации спрос на мировых товарных рынках будет по-прежнему сдержанным. Сохранение относительно высокого уровня предложения и запасов сырья (с учетом технологических изменений и действия отдельных геополитических факторов) будет ограничивать рост товарных цен. При этом под действием, в частности, краткосрочных факторов со стороны предложения может сохраняться повышенная волатильность цен на энергоносители.

В условиях сдержанного глобального спроса и ожидаемой динамики цен на сырье и мировых продовольственных цен внешнее инфляционное давление в целом останется ограниченным. На этом фоне денежно-кредитная политика большинства мировых центральных банков в ближайшее время будет иметь преимущественно стимулирующий характер, а затем начнется ее постепенная нормализация. Это будет способствовать достаточно продолжительному сохранению относительно низкого уровня процентных ставок на мировых финансовых рынках. На среднесрочном горизонте ожидается постепенное повышение ставок центральными банками развитых стран (прежде всего ФРС США), которое будет проводиться с учетом темпов восстановления их экономик.

Несмотря на сохранение относительно благоприятных внешних финансовых условий, возможности привлечения средств на мировых рынках для российских заемщиков будут по-прежнему огра-

³ Вопрос о влиянии развития финансового рынка на трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики более подробно раскрывается в разделе 1 на стр. 6.

ничены действием международных финансовых санкций в отношении России, сохранение которых на всем прогнозном горизонте учитывается в сценариях. Вместе с тем сдерживающий эффект этих ограничений продолжит ослабевать, в том числе за счет диверсификации источников привлечения финансовых средств с международных рынков, включая не затронутые санкциями источники. При этом в условиях стабилизации цен на нефть и отсутствия значительных изменений в тенденциях развития глобальной экономики предполагается сохранение премии за страновой риск на Россию на уровне, близком к показателям 2016 года. В совокупности внешние финансовые и торговые условия для России на прогнозном горизонте останутся фактором, сдерживающим экономическое развитие.

Следует отметить, что свободное курсообразование – по-прежнему важный фактор приспособления российской экономики к влиянию внешних условий. Гибкая реакция валютного курса рубля при изменении внешней конъюнктуры будет обеспечивать подстройку платежного баланса России и увеличивать устойчивость производства и занятости. Так, в случае неблагоприятного изменения внешних условий ослабление рубля будет создавать естественные стимулы к сокращению импорта, одновременно поддерживая конкурентоспособность внутреннего производства. При этом произошедшая адаптация субъектов экономики к эпизодам повышения волатильности валютного курса существенно ограничивает риски для финансовой и ценовой стабильности со стороны курсовой динамики.

Учитывая, что изменение цен на нефть на прогнозном горизонте будет оставаться важным фактором, влияющим на российскую экономику (в части формирования платежного баланса России, курса национальной валюты и привлекательности российской экономики для внешних инвесторов), и при этом их динамика, как отмечено выше, может остаться волатильной и труднопредсказуемой, Банк России рассматривает несколько сценариев ее изменения. **Сценарий I (базовый сценарий)**, который рассматривается как наиболее вероятный, основан на предположениях о том, что заметного изменения конъюнктуры мировых сырьевых рынков не произойдет и цена на нефть марки «Юралс» на всем прогнозном горизонте будет находиться вблизи средних значений 2016 г. – около 40 долл. США за баррель в условиях сохранения высокого уровня предложения на рынке энергоносителей, совершенствования технологий добычи нефти, а также низких темпов роста мировой экономики. Достигнутые в сентябре 2016 г. договоренности стран – членов ОПЕК о снижении добычи нефти окажут лишь временную поддержку ценам, учитывая возможное ответное расширение добычи сланцевой нефти. Базовый сценарий Банка России по

своим основным параметрам близок к базовому прогнозу Министерства экономического развития России. В дополнение к базовому сценарию Банк России рассматривает **сценарий II** и **сценарий III**, предполагающие, соответственно, более медленное и более быстрое восстановление роста мировой экономики, что приведет к формированию более низкой или более высокой траектории цен на нефть.

В **базовом сценарии (сценарий I)** ожидается, что, несмотря на действие указанных выше сдерживающих внешних и внутренних факторов, сохранение стабильности в финансовой сфере, предсказуемость и последовательность денежно-кредитной и бюджетной политики и адаптация субъектов экономики к изменению внешних условий, в том числе за счет свободного курсообразования, создаст условия для постепенного улучшения настроений, оживления потребительского и инвестиционного спроса и восстановления экономического роста. Вместе с тем потенциальные темпы роста российской экономики будут невысокими с учетом имеющихся структурных ограничений, обозначенных ранее. Как ожидается, в базовом сценарии темп роста экономики составит около 0,5–1,0% в 2017 г., а затем повысится до 1,5–2,0% в 2018–2019 годах.

Ожидаемое замедление инфляции до 4% в 2017 г. и ее стабилизация вблизи целевого уровня создадут во второй половине трехлетнего прогнозного периода условия для постепенного смягчения денежно-кредитной политики. На его фоне будет происходить снижение кратко- и долгосрочных рыночных процентных ставок как в номинальном, так и в реальном выражении. Вместе с тем уровень реальных процентных ставок останется в положительной области, что с учетом текущих характеристик развития экономики необходимо для сохранения сбалансированной сберегательной и кредитной активности. Дополнительным фактором смягчения ценовых и неценовых условий кредитования станет ожидаемая нормализация долговой нагрузки и соответствующее последовательное снижение кредитных рисков, что будет обеспечиваться консервативным подходом к изменению соотношения кредитной задолженности и доходов заемщиков. В базовом сценарии прогнозируется, что годовой темп прироста кредита экономике со стороны банковского сектора составит 4–6% в 2017 г., а затем ускорится до 7–11% в 2018–2019 годах. Смягчение кредитных условий наряду с улучшением экономических настроений и ожиданий внесет вклад в постепенное восстановление роста как потребительского, так и инвестиционного спроса.

В разрезе компонентов совокупного спроса прогнозируется, что восстановление экономики будет происходить постепенно и относительно равномерно, что приведет к сохранению относительно стабильной структуры ВВП. Ожидается, что годо-

вые темпы прироста расходов на конечное потребление составят 0,2–0,6% в 2017 г., 1,7–2,5% – в 2018–2019 годах. По мере укрепления уверенности производителей в восстановлении спроса, а также на фоне постепенного смягчения финансовых условий будет осуществляться оживление инвестиционной активности. Годовые темпы прироста валового накопления основного капитала в 2017 г. составят 1,2–1,7%, а в 2018–2019 гг. увеличатся до 2,7–3,2 и 3,2–3,7% соответственно. Вместе с тем после восстановительного роста инвестиционного спроса, компенсирующего его глубокое падение в предыдущие периоды, темп роста инвестиций, сдерживаемый особенностями экономики, может вновь замедлиться. Динамика запасов в условиях ожидаемого постепенного восстановления потребительского спроса будет вносить дополнительный вклад в прирост валового накопления в 2017–2018 годах.

Постепенное оживление потребительского и инвестиционного спроса при ожидаемой стабильности курсовой динамики будет сопровождаться восстановительным ростом импорта. В то же время с учетом предполагаемых показателей роста стран – торговых партнеров России, а также действующих объективных ограничений для наращивания сырьевого экспорта, имеющего большой вес в структуре экспорта России, годовые темпы роста экспорта в реальном выражении останутся устойчивыми, но невысокими – 1–2%.

При указанной динамике физических объемов экспорта и импорта товаров и услуг, а также с учетом стабилизации цен на энергоносители положительное сальдо текущего счета платежного баланса в течение прогнозного периода будет постепенно сокращаться. Вместе с тем, как ожидается, чистый отток частного капитала на трехлетнем горизонте также сохранится на низком уровне – около 2% ВВП. Во-первых, это будет обусловлено ожидаемым снижением интенсивности выплат по внешнему долгу на фоне расширения возможностей по его рефинансированию на международных рынках. Во-вторых, сохранение внутренних процентных ставок на относительно высоком уровне по сравнению с процентными ставками на внешних рынках, а также улучшение ожиданий восстановления экономической активности в России и реализация взвешенной макроэкономической политики будут способствовать сохранению привлекательности рублевых вложений как для российских, так и для глобальных инвесторов. Согласно базовому прогнозу, поступлений по текущему счету в предстоящие годы будет достаточно для обслуживания российскими кредитными и нефинансовыми организациями внешней задолженности. В этих условиях Банк России продолжит постепенно сворачивать операции рефинансирования в иностранной валюте и ожидает, что кредитные организации смогут полностью пога-

сить задолженность по данным операциям до конца 2017 года. С учетом сочетания указанных тенденций на прогнозном горизонте ожидается сохранение в целом стабильной динамики курса рубля, что обусловит отсутствие дополнительного инфляционного давления со стороны этого фактора.

Помимо сдерживающего воздействия умеренного спроса и курсовой динамики, дополнительное понижательное влияние на темпы роста потребительских цен в прогнозный период будет оказывать ограниченный рост издержек производителей. Прежде всего это будет обусловлено сохранением относительно низких мировых цен на энергоносители при отсутствии значительных колебаний курса, а также отмеченным выше поддержанием умеренных темпов индексации административно регулируемых тарифов на услуги естественных монополий.

В целом ожидается, что в 2017 г. с учетом относительно слабого потребительского спроса, стабильной курсовой динамики и отсутствия дополнительного инфляционного давления со стороны факторов издержек годовая инфляция продолжит постепенно снижаться с 5,5–6,0% в декабре 2016 г. до целевого уровня 4% в конце 2017 г. и затем стабилизируется вблизи этого уровня.

В альтернативных сценариях Банка России заложены снижение цены на нефть до 25 долл. США за баррель в начале 2017 г., ее сохранение вблизи этого уровня до конца 2019 г. (**сценарий II**) и постепенный рост цены на нефть до 55 долл. США за баррель в 2019 г. (**сценарий III**).

Динамика цен на нефть, предполагаемая в **сценарии II**, может сформироваться на фоне сочетания ослабления роста мировой экономики и спроса на нефть в целом, с одной стороны, и действия дополнительных факторов увеличения предложения на отдельно взятом сегменте рынка энергоносителей – с другой. В том числе возможны ускорение восстановления поставок нефти из Нигерии и Ливии и значительное расширение предложения со стороны других стран – экспортеров нефти (прежде всего Ирана и Ирака).

Подобные негативные изменения внешних условий будут влиять на российскую экономику через сокращение доходов от экспорта, в том числе бюджетных (что потребует дополнительного использования средств суверенных фондов), снижение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте, ухудшение ожиданий относительно перспектив роста российской экономики и существенное снижение привлекательности вложений в нее для российских и внешних инвесторов. Вместе с тем следует учитывать возросшую устойчивость экономики к таким внешним шокам, поддерживаемую соответствующей реакцией денежно-кредитной и бюджетной политики, а также гибким изменением валютного курса. Это должно сдерживать спад совокупного выпуска. Темпы сни-

жения ВВП могут составить 1,0–1,5% в 2017 г. и 0,1–0,5% в 2018 г., после чего начнется восстановительный рост.

Замедление экономической активности станет фактором, сдерживающим инфляцию. Однако ослабление рубля на фоне ухудшения внешней конъюнктуры будет создавать повышательное давление на цены. В этих условиях достижение целевого уровня инфляции 4% станет более вероятным не к концу 2017 г., а в 2018 году. При этом потребуются поддержание относительно жестких денежно-кредитных условий на протяжении более длительного периода, чем в сценарии I. Это необходимо для сохранения привлекательности рублевых сбережений, предотвращения дестабилизации курсовых и инфляционных ожиданий и обеспечения ценовой и финансовой стабильности. Кроме того, при развитии негативного сценария Банк России будет оценивать необходимость проведения валютных интервенций в целях поддержания финансовой стабильности, а также увеличения объемов предоставления кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе в случае возникновения проблем с обслуживанием внешней задолженности у компаний и банков.

Сценарию III соответствует предположение о несколько более динамичном и сбалансированном росте глобальной экономики, повышении оптимизма инвесторов на мировых рынках, снижении имеющихся экономических и финансовых рисков развития ситуации в крупнейших странах с формирующимися рынками, прежде всего в Китае. При этом повышение процентных ставок мировыми центральными банками (прежде всего ФРС США) может происходить несколько быстрее, чем в базовом сценарии.

С учетом указанных предпосылок основным отличием развития ситуации в сценарии III является более высокий темп восстановления экономического роста – поддерживаемый повышением внешнего, а затем и внутреннего оптимизма, он может составить 1,2–1,7% в 2017 г. и увеличиться до 2,0–2,5% в 2018–2019 годах.

Вместе с тем следует учитывать, что относительное улучшение внешней ситуации само по себе не способно существенным образом повлиять на среднесрочный потенциал роста российской экономики, для повышения которого требуется преодоление действующих структурных ограничений. С учетом этого темпы прироста российской экономики после восстановительного периода 2018–2019 гг. стабилизируются вблизи темпов прироста потенциального ВВП в 1–1,5% и не будут превышать показатели базового сценария при сходной динамике инфляции и денежно-кредитных условий. В случае реализации данного сценария при принятии решений в области денежно-кредитной политики и государственной политики в целом крайне

важным будет предупреждение формирования в экономике избыточного оптимизма. Его появление может снижать стимулы к реализации структурных преобразований, вести к накоплению экономических дисбалансов и возникновению финансовых пузырей. Своевременная реакция со стороны денежно-кредитной и макропруденциальной политики на возникновение признаков перегрева на товарных и кредитных рынках является крайне важной для противодействия рискам ускорения инфляции, чрезмерного роста долговой нагрузки и дестабилизации финансовых рынков.

В краткосрочном периоде в сценарии III влияние улучшения условий торговли на инфляцию будет разнонаправленным. С одной стороны, укрепление рубля на фоне предполагаемого роста цен на нефть будет оказывать сдерживающее воздействие на инфляцию. С другой стороны, повышение доходов экономических агентов и оживление спроса станут способствовать росту потребительских расходов, что будет иметь проинфляционный эффект. Тем не менее сдерживающее влияние динамики валютного курса на инфляцию в данном сценарии, по оценкам, реализуется быстрее, что обеспечит сближение инфляции с целевым уровнем 4% во второй половине 2017 г. и при этом создаст возможности для несколько более быстрого снижения ключевой ставки при сохранении умеренно жесткой денежно-кредитной политики.

На развитие ситуации в данном сценарии также будет влиять подход к бюджетной политике. Параметры расходов бюджета, скорость сокращения дефицита и структура его финансирования будут оказывать влияние на экономическую динамику и условия проведения денежно-кредитной политики. В частности, при реализации данного сценария возобновится пополнение средств суверенных фондов в случае утверждения переходных положений бюджетного правила. С учетом этого Банк России рассчитывает на продолжение бюджетной консолидации при повышательной динамике цен на нефть. Банк России будет учитывать меры в области бюджетной политики при принятии решений по ключевой ставке, а также по операционным вопросам, включая определение параметров проведения своих операций в рублях и иностранной валюте.

Учитывая, что в данном случае внешние и внутренние условия будут несколько лучше, чем ожидается в базовом сценарии, Банк России рассматривает возможность возобновления покупок иностранной валюты в целях пополнения международных резервов до уровня 500 млрд долл. США. Указанные операции в том числе могут проводиться в рамках применения механизма бюджетного правила. Уровень в 500 млрд долл. США – выше показателей достаточности резервов, рассчитанной по стандартным критериям, в том числе исходя из покрытия стоимости импорта товаров в страну

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

	2015 (факт)	2016	2017			2018			2019		
			сценарий I (базовый)	сценарий II	сценарий III	сценарий I (базовый)	сценарий II	сценарий III	сценарий I (базовый)	сценарий II	сценарий III
Цена на нефть марки "Юралс", средняя за год, долл. США за баррель	52	41	40	25	46	40	25	50	40	25	55
Инфляция, % декабрь к декабрю предыдущего года	12,9	5,5–6,0	4,0	5,0–6,0	4,0	4,0	4,0–4,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	–3,7	–(0,7–0,5)	0,5–1,0	–(1,5–1,0)	1,2–1,7	1,5–2,0	–(0,5–0,1)	2,0–2,5	1,5–2,0	1,3–1,7	2,0–2,5
Расходы на конечное потребление	–7,5	–(3,7–3,3)	0,2–0,6	–(2,7–2,3)	1,2–1,6	1,7–2,2	–(1,0–0,5)	3,2–3,6	2,0–2,5	1,3–1,8	3,4–3,8
– домашних хозяйств	–9,6	–(4,6–4,0)	0,3–0,7	–(3,5–3,0)	1,6–2,0	2,4–2,8	–(1,5–1,0)	4,5–4,9	3,0–3,5	2,0–2,5	4,7–5,1
Валовое накопление	–18,7	4,0–5,0	1,8–2,5	–(6,0–5,0)	3,6–4,0	3,0–3,7	–(1,0–0,0)	1,6–2,0	0,8–1,3	0,5–1,5	2,5–2,9
– валовое накопление основного капитала	–7,6	–(4,5–4,0)	1,2–1,7	–(6,5–5,5)	2,0–2,5	2,7–3,2	–(1,2–0,8)	3,3–3,7	3,2–3,7	0,5–1,0	3,5–3,9
Чистый экспорт	96,0	10,0–13,0	–1,9–2,2	34,2–38,7	–(10,6–6,5)	–3,6–0,5	10,0–13,3	–(16,9–13,6)	–3,6–1,0	2,5–7,0	–(22,9–19,2)
– экспорт	3,6	–(1,5–1,0)	1,2–1,6	1,7–2,2	1,3–1,7	1,1–1,6	0,7–1,1	1,1–1,5	1,3–1,8	1,3–1,8	1,1–1,5
– импорт	–25,7	–(6,5–6,0)	1,6–2,0	–(5,8–5,4)	3,5–3,9	1,9–2,4	–(2,3–1,9)	5,7–6,1	2,0–2,5	0,5–1,0	6,6–7,0
Денежная масса в национальном определении, % прирост за год	11,4	9–11	7–9	8–10	9–11	8–10	7–9	10–12	9–11	8–10	8–10
Денежная база в узком определении, % прирост за год	–4,3	3–5	3–5	0–3	5–7	4–6	3–5	6–8	4–6	4–6	7–9
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, % прирост за год	7,1	2–5	4–6	0–3	9–11	7–9	2–4	12–15	9–11	8–10	12–15

Источники: Росстат, Банк России.

Показатели платежного баланса России¹
(млрд долл. США)

	2015 (факт)	2016	2017			2018			2019		
			сценарий I (базовый)	сценарий II	сценарий III	сценарий I (базовый)	сценарий II	сценарий III	сценарий I (базовый)	сценарий II	сценарий III
Счет текущих операций	69	27	27	20	33	25	20	35	25	18	43
Торговый баланс	149	91	94	84	107	96	82	119	101	84	136
<i>Экспорт</i>	<i>341</i>	<i>278</i>	<i>289</i>	<i>221</i>	<i>317</i>	<i>301</i>	<i>212</i>	<i>357</i>	<i>315</i>	<i>220</i>	<i>390</i>
<i>Импорт</i>	<i>-193</i>	<i>-187</i>	<i>-194</i>	<i>-137</i>	<i>-210</i>	<i>-204</i>	<i>-130</i>	<i>-238</i>	<i>-214</i>	<i>-136</i>	<i>-254</i>
Баланс услуг	-37	-23	-24	-29	-29	-26	-28	-36	-28	-27	-41
<i>Экспорт</i>	<i>52</i>	<i>50</i>	<i>53</i>	<i>46</i>	<i>54</i>	<i>55</i>	<i>46</i>	<i>59</i>	<i>57</i>	<i>49</i>	<i>59</i>
<i>Импорт</i>	<i>-89</i>	<i>-73</i>	<i>-77</i>	<i>-75</i>	<i>-83</i>	<i>-81</i>	<i>-74</i>	<i>-95</i>	<i>-85</i>	<i>-77</i>	<i>-100</i>
Баланс первичных и вторичных доходов	-43	-41	-44	-35	-46	-46	-34	-48	-48	-38	-51
Счет операций с капиталом	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	69	27	27	20	33	25	20	35	25	18	43
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-71	-11	-18	-35	-23	-25	-32	-35	-25	-25	-43
Сектор государственного управления и центральный банк	-9	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистый отток капитала частного сектора	-62	-14	-18	-35	-23	-25	-32	-35	-25	-25	-43
Чистые ошибки и пропуски	4	-3	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Изменение валютных резервов ("+" – снижение, "-" – рост)	-2	-13	-9	16	-9	0	12	0	0	7	0

¹ В знаках РПБ5.

Источник: Банк России.

за 3–4 месяца и выплат краткосрочного внешнего долга. Однако именно такой, более высокий, уровень международных резервов представляется желательным для стабильного функционирования российской экономики в условиях неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и действия международных торговых и финансовых санкций. Банк России не устанавливает конкретных сроков для достижения 500 млрд долл. США по международным резервам, поскольку текущий уровень международных резервов страны уже является достаточно комфортным и Банк России регулярно пополняет эти резервы за счет приобретения золота на внутреннем рынке. Возобновление покупок иностранной валюты в целях пополнения международных резервов будет рассматриваться только в том случае, если проведение данных операций не будет противоречить выполнению цели по обеспечению ценовой и финансовой стабильности.

В рамках любого из рассмотренных сценариев Банк России не исключает возможности реализации дополнительных рисков, которые могут повлиять на инфляционную динамику. Значимыми рисками для прогноза инфляции на горизонте трех лет могут

являться не предусмотренные в рассматриваемых сценариях скачки внутренних и внешних продовольственных цен (под влиянием факторов предложения), изменения бюджетной политики, включающие возможное ускорение индексации расходов или повышение налогов, а также ускорение роста административно регулируемых цен и тарифов. Необходимая степень реакции денежно-кредитной политики в ответ на реализацию указанных рисков будет определяться с учетом оценки масштаба и длительности их воздействия на инфляционные процессы. В частности, в случае отклонения от заявленных планов консолидации бюджета и увеличения его дефицита Банк России будет вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику.

Банк России на регулярной основе по мере поступления новых данных осуществляет оценку и уточнение параметров прогноза макроэкономического развития, которые могут оказать влияние на решения в области реализации денежно-кредитной политики. Соответствующая информация будет оперативно публиковаться в ежеквартальном Докладе о денежно-кредитной политике Банка России.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

График заседаний Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в 2017 году

Банк России планирует проводить в 2017 году заседания Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики в соответствии со следующим графиком:

- 3 февраля;
- 24 марта;
- 28 апреля;
- 16 июня;
- 28 июля;
- 15 сентября;
- 27 октября;
- 15 декабря.

Заседания Совета директоров Банка России 24 марта, 16 июня, 15 сентября и 15 декабря будут сопровождаться публикацией Доклада о денежно-кредитной политике и проведением пресс-конференции для представителей средств массовой информации.

Предполагаемое время публикации пресс-релизов о решении Совета директоров Банка России по вопросам денежно-кредитной политики – 13.30 по московскому времени.

Приложение 2

Опросы населения и бизнеса

В ходе социологических опросов российские граждане называют высокую инфляцию одной из самых главных проблем в нашей стране. Опросы представителей бизнеса также выявляют инфляцию как основную проблему, снижающую конкурентоспособность России.



Источник: ООО "инФОМ".



Источник: опросы международной организации "Всемирный экономический форум".

Приложение 3

Подходы к оценке реальных процентных ставок и инфляционных ожиданий

В любой стране с ненулевыми темпами роста цен выбор участников экономических отношений между потреблением “сегодня” и сбережениями, инвестициями (то есть потреблением “завтра”) определяется уровнем не столько номинальных, сколько реальных процентных ставок. При этом реальные процентные ставки оцениваются с учетом ожиданий по инфляции, которые могут существенно различаться у разных хозяйствующих субъектов. Поэтому одним из ключевых вопросов при оценке реальных процентных ставок в экономике является выбор показателя инфляционных ожиданий.

Наиболее простым способом расчета реальных процентных ставок является использование текущей инфляции. В основе данного подхода лежит предположение о том, что цены в будущем будут изменяться теми же темпами, что и сейчас. Однако это не всегда так. Более оправданной является корректировка номинальных процентных ставок на инфляционные ожидания населения, которые можно получить в результате опроса. В России такие опросы регулярно проводит ООО “инФОМ”¹. Опрос содержит как вопросы о количественной оценке инфляции респондентами (в процентах), так и качественные вопросы о ее изменении (ускорении или замедлении)².

Оценки инфляционных ожиданий населения, которые публикует ООО “инФОМ”, получены с использованием как количественных, так и качественных ответов респондентов. При этом количественные ответы уже являются числовыми и корректируются с учетом качественных ответов. Вместе с тем респонденты могут испытывать затруднения, когда требуется указать конкретное значение темпов роста цен. Поэтому Банк России использует только ответы на качественные вопросы для получения количественных оценок инфляционных ожиданий на основе подхода, предполагающего следующее:

- “ощущаемый” респондентами текущий уровень инфляции приравнивается к фактической годовой инфляции;
- из выборки исключаются респонденты, которые дали взаимоисключающие количественные и качественные ответы;
- вводится предпосылка о том, что ответы респондентов распределены согласно одному из “классических” законов распределения (например, нормальному или равномерному);
- параметры этого распределения оцениваются с использованием стандартных оптимизационных процедур с учетом распределения ответов по возможным вариантам³;
- в качестве итогового количественного показателя инфляционных ожиданий на основе качественных ответов используется медиана полученного распределения.

Для оценки реальных процентных ставок могут также использоваться инфляционные ожидания, полученные в результате опросов профессиональных участников рынка и доходностей финансовых инструментов, а также прогнозы инфляции, которые рассчитываются с использованием различных моделей. В качестве инфляционных ожиданий участников рынка часто используется усредненный прогноз независимых экспертов, чья деятельность связана с макроэкономическим прогнозированием. Такой показатель рассчитывают, например, агентства Bloomberg и Thomson Reuters⁴. Консенсус-прогноз инфляции, публикуемый этими агентствами, – это медианное значение прогнозов динамики инфляции в текущем и следующем годах, которые на регулярной основе (раз в месяц) дают опрашиваемые ими аналитики.

¹ Подробная информация о методике исследования инфляционных ожиданий доступна на официальном сайте Банка России в подразделе “Инфляция и инфляционные ожидания” раздела “Денежно-кредитная политика”.

² Качественный вопрос об ожидаемых темпах роста цен предполагает следующие варианты ответа: “цены будут расти быстрее, чем сейчас”, “цены будут расти так же, как и сейчас”, “цены будут расти медленнее, чем сейчас”, “цены останутся на нынешнем уровне / не изменятся”, “цены будут снижаться”.

³ Более подробная информация о методике оценки инфляционных ожиданий населения Банком России доступна на официальном сайте Банка России в подразделе “Инфляция и инфляционные ожидания” раздела “Денежно-кредитная политика”.

⁴ Поскольку результаты опросов Bloomberg и Thomson Reuters схожи, то в таблице и на графике приведены только показатели с учетом опросов Bloomberg.

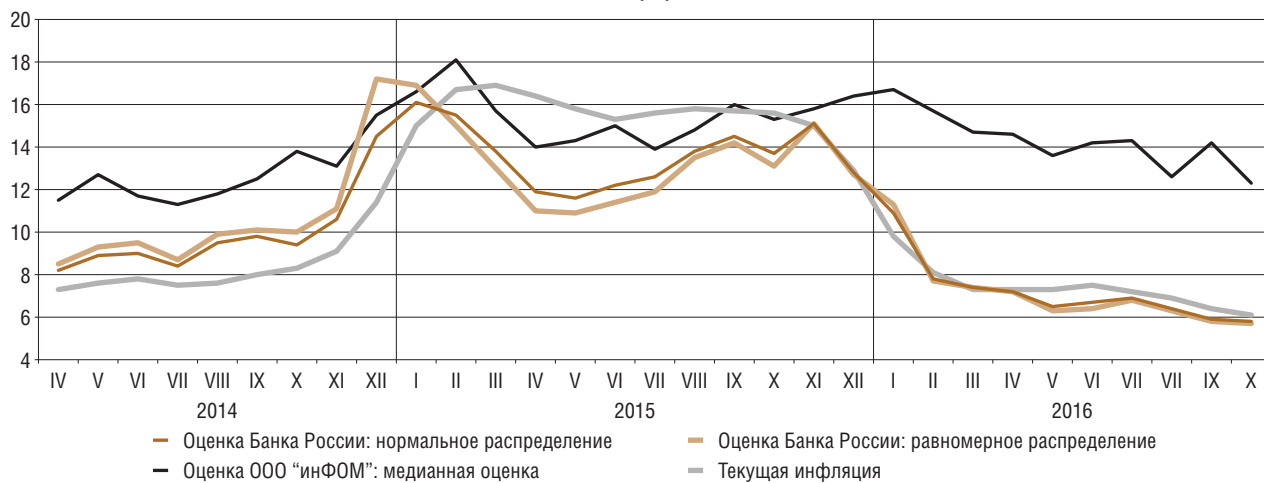
**Реальные ставки по долгосрочным вкладам населения и долгосрочным кредитам нефинансовым организациям
(% годовых)**

Отчетный месяц ¹	Реальная ставка по долгосрочным вкладам населения, рассчитанная с учетом				Реальная ставка по долгосрочным кредитам нефинансовым организациям, рассчитанная с учетом			
	фактической инфляции	инфляционных ожиданий населения на год вперед по итогам опроса ООО "инФОМ"	инфляционных ожиданий населения на год вперед по оценке Банка России ²	консенсус- прогноза Bloomberg	фактической инфляции	инфляционных ожиданий населения на год вперед по итогам опроса ООО "инФОМ"	инфляционных ожиданий населения на год вперед по оценке Банка России ²	консенсус- прогноза Bloomberg
2014								
Апрель	0,2	-3,5	-0,6	2,2	3,4	-0,5	2,6	5,5
Май	0,2	-4,4	-1,0	2,5	3,4	-1,3	2,2	5,8
Июнь	-0,1	-3,6	-1,2	2,6	3,6	0,0	2,4	6,4
Июль	0,3	-3,1	-0,5	2,6	4,2	0,6	3,3	6,6
Август	0,3	-3,5	-1,4	2,2	4,0	0,0	2,1	5,9
Сентябрь	0,0	-3,9	-1,6	1,3	3,7	-0,4	2,1	5,1
Октябрь	-0,1	-5,0	-1,2	1,3	3,6	-1,4	2,6	5,1
Ноябрь	-0,6	-4,2	-2,0	1,3	3,2	-0,5	1,8	5,2
Декабрь	0,4	-3,2	-2,4	4,2	1,4	-2,2	-1,4	5,4
2015								
Январь	-1,6	-3,0	-2,6	3,4	0,1	-1,3	-0,9	5,2
Февраль	-4,5	-5,6	-3,5	2,4	-0,3	-1,5	0,8	6,9
Март	-5,0	-4,0	-2,4	2,9	-0,4	0,6	2,3	7,8
Апрель	-4,9	-2,8	-1,0	2,8	-0,5	1,6	3,5	7,5
Май	-4,7	-3,5	-1,1	2,6	0,4	1,7	4,2	8,1
Июнь	-4,4	-4,2	-1,8	2,7	-0,1	0,1	2,6	7,3
Июль	-5,3	-3,9	-2,7	2,4	-0,7	0,8	2,0	7,4
Август	-5,6	-4,8	-4,0	2,1	-1,0	-0,2	0,7	7,1
Сентябрь	-5,5	-5,8	-4,6	1,5	-1,3	-1,6	-0,3	6,1
Октябрь	-5,8	-5,6	-4,2	0,9	-1,0	-0,8	0,6	6,0
Ноябрь	-5,3	-6,0	-5,4	1,3	-0,7	-1,4	-0,8	6,2
Декабрь	-3,2	-6,1	-3,1	1,9	0,0	-3,0	0,2	5,4
2016								
Январь	-0,3	-6,2	-1,3	1,5	3,6	-2,6	2,5	5,4
Февраль	0,9	-5,7	1,2	1,1	4,9	-2,1	5,1	5,1
Март	1,5	-5,1	1,4	1,5	6,1	-0,8	6,0	6,1
Апрель	1,6	-4,9	1,7	1,9	6,2	-0,6	6,3	6,4
Май	1,3	-4,3	2,1	1,8	6,2	0,3	7,0	6,7
Июнь	1,1	-4,9	1,9	2,8	5,7	-0,5	6,6	7,5
Июль	1,0	-5,2	1,4	2,3	5,4	-1,2	5,7	6,7
Август	1,2	-4,0	1,6	2,2	5,7	0,3	6,2	6,9

¹ ООО "ИнФОМ" рассчитывает инфляционные ожидания на ежемесячной основе с апреля 2014 года.

² Оценка получена исходя из предположения о нормальном распределении ответов респондентов в ходе опроса ООО "инФОМ".

Оценки инфляционных ожиданий на год вперед (%)



Источники: ФОМ, ООО "инФОМ", расчеты Банка России.

Приложение 4

Прогноз основных показателей по счетам органов денежно-кредитного регулирования (показатели денежной программы)¹
(трлн руб., если не указано иное)

	01.01.2016 (факт)	01.01.2017 (оценка)	01.01.2018			01.01.2019			01.01.2020		
			сценарий I	сценарий II	сценарий III	сценарий I	сценарий II	сценарий III	сценарий I	сценарий II	сценарий III
ДЕНЕЖНАЯ БАЗА (узкое определение)	8,7	9,2	9,7	9,5	9,7	10,2	9,9	10,2	10,7	10,4	10,7
– наличные деньги в обращении (вне Банка России)	8,5	8,9	9,4	9,2	9,4	9,9	9,6	9,9	10,4	10,1	10,4
– обязательные резервы ²	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ЧИСТЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ	26,3	27,6	28,7	26,9	28,7	29,1	26,4	29,1	29,5	26,3	29,5
– в млрд долл. США ³	360	379	394	369	394	399	362	399	405	361	405
ЧИСТЫЕ ВНУТРЕННИЕ АКТИВЫ	-17,5	-18,5	-19,0	-17,4	-19,0	-18,9	-16,5	-18,9	-18,8	-15,9	-18,8
Чистый кредит расширенному правительству	-9,2	-6,6	-4,5	-3,0	-4,7	-3,4	-1,5	-3,7	-3,5	-1,3	-4,2
Чистый кредит банкам	2,3	-0,9	-2,8	-4,9	-2,6	-3,9	-6,9	-3,5	-3,8	-7,5	-3,0
– валовой кредит банкам	4,4	1,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
в том числе требования по операциям рефинансирования ⁴	3,7	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
– корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	-1,6	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6
– депозиты кредитных организаций в Банке России и облигации Банка России	-0,6	-0,6	-1,7	-3,8	-1,5	-2,6	-5,6	-2,2	-2,5	-6,1	-1,7
Прочие чистые неклассифицированные активы	-10,6	-11,0	-11,7	-9,5	-11,7	-11,6	-8,2	-11,7	-11,5	-7,2	-11,6

¹ Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2016 года.

² Обязательные резервы кредитных организаций по счетам в валюте Российской Федерации, перечисленные в Банк России (не включают средства на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, учитываемые в рамках использования механизма усреднения обязательных резервов).

³ Изменение чистых международных резервов прогнозируется с учетом операций Банка России на внутреннем валютном рынке, включая операции предоставления ликвидности в иностранной валюте российским кредитным организациям, а также операций Банка России с монетарным золотом.

⁴ Включают требования по операциям рефинансирования в национальной валюте, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам "валютный своп".

Источник: Банк России.

Приложение 5

Статистические таблицы

Таблица 1

ВВП, инфляция и процентные ставки в странах БРИКС, США и еврозоне¹

	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых	Ставка банковского кредита нефинансовому сектору на срок до 1 года / 1 год, % годовых	Инфляция, в % к соответствующему месяцу предыдущего года	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварталу предыдущего года
Россия	10,0	12,2	6,1	-0,6
Бразилия	14,0	52,7	8,5	-3,8
Индия	6,25	9,7	4,3	7,1
Китай	4,35	4,4	1,9	6,7
ЮАР	7,0	10,5	6,1	0,6
США	0,25-0,5	3,5	1,5	2,9
Еврозона	0	3,1	0,5	1,6

¹ Данные по ключевым (целевым) ставкам приведены по состоянию на 08.11.2016, по банковским ставкам по кредитам в США – за сентябрь 2016 г., России и еврозоне – за август 2016 г., Бразилии, Индии и Китае – за июль 2016 г., в ЮАР – за июнь 2016 г., по инфляции в России и еврозоне – за октябрь 2016 г., по другим странам – за сентябрь 2016 г., по темпам прироста ВВП по Китаю, США и еврозоне – за III квартал 2016 г., по другим странам – за II квартал 2016 года.

Источники: МВФ, ЕЦБ, Bloomberg.

Таблица 2

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары ¹	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2014								
Январь	6,1	5,5	6,5	6,4	7,7	4,3	4,3	7,8
Февраль	6,2	5,6	6,9	6,5	10,1	4,3	4,3	7,9
Март	6,9	6,0	8,4	7,5	15,9	4,6	4,5	8,2
Апрель	7,3	6,5	9,0	8,3	14,4	4,9	4,7	8,5
Май	7,6	7,0	9,5	9,5	10,1	5,1	4,9	8,4
Июнь	7,8	7,5	9,8	10,5	3,9	5,3	5,0	8,7
Июль	7,5	7,8	9,8	11,2	-1,5	5,6	5,2	7,0
Август	7,6	8,0	10,3	11,5	-0,8	5,5	5,3	6,7
Сентябрь	8,0	8,2	11,4	12,0	6,1	5,5	5,3	6,9
Октябрь	8,3	8,4	11,5	12,1	5,3	5,7	5,4	7,6
Ноябрь	9,1	8,9	12,6	12,8	11,1	5,9	5,6	8,7
Декабрь	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
2015								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,1	11,6
Июнь	15,3	16,7	18,8	18,4	22,8	14,2	15,0	11,7
Июль	15,6	16,5	18,6	17,5	27,9	14,3	15,0	13,4
Август	15,8	16,6	18,1	17,0	29,1	14,6	15,3	14,1
Сентябрь	15,7	16,6	17,4	16,4	27,7	15,2	16,0	13,8
Октябрь	15,6	16,4	17,3	16,2	27,9	15,6	16,6	13,1
Ноябрь	15,0	15,9	16,3	15,5	24,3	15,7	16,7	11,9
Декабрь	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
2016								
Январь	9,8	10,7	9,2	10,2	2,0	10,9	11,4	9,0
Февраль	8,1	8,9	6,4	7,8	-2,7	9,5	9,9	8,5
Март	7,3	8,0	5,2	6,7	-5,1	8,8	9,1	8,2
Апрель	7,3	7,6	5,3	6,3	-1,6	8,5	8,7	8,4
Май	7,3	7,5	5,6	6,4	0,0	8,4	8,5	8,4
Июнь	7,5	7,5	6,2	6,5	4,1	8,5	8,7	7,9
Июль	7,2	7,4	6,5	6,7	4,2	8,4	8,7	6,5
Август	6,9	7,0	6,5	6,7	5,3	8,1	8,4	5,5
Сентябрь	6,4	6,7	5,9	6,4	1,9	7,5	7,9	5,6
Октябрь	6,1	6,4	5,7	6,1	1,5	7,0	7,4	5,4

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 3

Макроэкономические индикаторы
(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года, если не указано иное)

	ВВП ¹	ИБВЭД ²	Промышленное производство	Сельское хозяйство	Строительство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Оборот оптовой торговли	Реальные располагаемые денежные доходы населения	Реальная заработная плата	Уровень безработицы (в % к ЗАН)
2013											
Январь		1,0	-0,4	1,6	5,6	-1,6	4,5	2,2	0,4	5,4	6,0
Февраль		-1,4	-3,1	1,5	3,7	-2,5	3,1	-1,5	6,6	3,3	5,8
Март	0,6	1,0	-0,1	1,2	4,6	-1,3	4,5	1,0	9,6	5,1	5,7
Апрель		1,8	1,1	0,8	-1,6	0,3	4,3	4,5	9,0	8,5	5,6
Май		0,5	-0,5	0,6	0,1	0,4	3,4	-0,5	0,2	4,7	5,2
Июнь	1,1	1,3	1,7	1,2	-2,0	-0,5	3,8	-0,9	2,1	5,3	5,4
Июль		1,6	0,8	5,5	5,2	-0,3	4,5	-1,8	4,5	6,4	5,3
Август		-0,2	-0,2	3,3	-4,0	0,6	4,2	-2,5	4,2	6,8	5,2
Сентябрь	1,2	0,8	1,3	1,8	-4,7	1,9	3,2	1,2	0,8	6,3	5,3
Октябрь		2,7	1,0	21,9	0,7	6,2	3,3	0,5	5,5	5,4	5,5
Ноябрь		2,8	2,8	10,3	1,6	0,7	4,1	2,8	2,2	4,1	5,4
Декабрь	2,1	0,9	0,4	1,4	-1,4	2,5	3,5	3,3	3,4	2,7	5,6
2014											
Январь		-0,4	-0,2	2,1	-6,1	3,3	2,8	-2,7	-0,5	5,2	5,6
Февраль		1,3	2,1	2,3	-4,0	1,1	4,3	-0,3	-0,6	4,6	5,6
Март	0,6	0,3	1,4	2,5	-3,4	0,4	4,5	-4,2	-6,7	3,8	5,4
Апрель		0,9	2,4	3,3	-2,7	-0,6	3,0	-4,4	0,4	3,2	5,3
Май		1,1	2,8	3,3	-6,0	1,4	2,4	-3,4	6,4	2,1	4,9
Июнь	1,1	0,3	0,4	2,8	-0,1	2,9	1,1	-4,5	-3,5	2,1	4,9
Июль		0,7	1,5	8,3	-2,9	0,1	1,6	-3,5	2,9	1,4	4,9
Август		-0,3	0,0	4,6	-1,1	-1,4	1,6	-4,0	4,4	-1,2	4,8
Сентябрь	0,9	2,2	2,8	16,3	-1,8	-1,6	1,8	-4,3	0,4	1,5	4,9
Октябрь		-0,1	2,9	-11,9	-1,5	-3,1	1,7	-2,4	2,1	0,6	5,1
Ноябрь		-0,6	-0,4	0,5	-2,5	-0,4	1,9	-4,6	-3,5	-1,2	5,2
Декабрь	0,2	2,3	3,9	4,0	-0,4	-3,0	5,1	-2,7	-7,6	-4,0	5,3
2015											
Январь		-1,5	0,9	2,8	-6,7	-3,9	-4,4	-6,9	-2,0	-8,4	5,5
Февраль		-3,9	-1,6	3,2	-3,5	-1,4	-7,4	-11,1	-2,6	-7,4	5,8
Март	-2,8	-2,0	-0,6	4,2	-4,9	0,6	-8,9	-11,4	-2,4	-10,6	5,9
Апрель		-5,7	-4,5	3,3	-7,4	-1,2	-9,8	-13,6	-2,6	-9,6	5,8
Май		-5,7	-5,5	2,7	-9,4	-3,9	-9,4	-14,9	-7,7	-7,4	5,6
Июнь	-4,5	-5,4	-4,8	1,6	-8,1	-3,1	-9,6	-11,3	-4,2	-8,6	5,4
Июль		-4,9	-4,7	-2,0	-11,8	1,9	-9,5	-10,4	-4,1	-9,2	5,3
Август		-4,5	-4,3	2,5	-11,1	0,6	-9,4	-8,4	-5,3	-9,0	5,3
Сентябрь	-3,7	-3,3	-3,7	3,7	-8,6	1,0	-10,7	-7,7	-6,1	-10,4	5,2
Октябрь		-3,4	-3,6	7,6	-9,2	4,5	-11,3	-8,5	-6,8	-10,5	5,5
Ноябрь		-4,3	-3,5	2,3	-3,9	3,4	-12,2	-10,8	-6,3	-10,4	5,8
Декабрь	-3,8	-4,2	-4,5	3,6	-1,5	3,7	-14,1	-6,4	-0,9	-8,4	5,8
2016											
Январь		-3,5	-2,7	2,5	-4,2	0,9	-6,4	-6,4	-5,7	-3,6	5,8
Февраль		0,6	1,0	3,1	0,4	3,9	-4,7	5,2	-4,3	0,6	5,8
Март	-1,2	-0,5	-0,5	2,7	-1,4	-0,2	-6,2	6,0	-1,3	1,5	6,0
Апрель		-0,4	0,5	2,7	-5,9	0,7	-5,1	4,2	-7,0	-1,1	5,9
Май		-0,3	0,7	2,6	-9,0	0,7	-6,4	4,9	-6,0	1,0	5,6
Июнь	-0,6	-0,4	1,7	2,1	-9,7	1,9	-6,2	1,7	-4,5	1,1	5,4
Июль		-1,0	-0,3	4,7	-3,5	1,5	-5,2	-1,7	-7,0	-1,3	5,3
Август		0,6	0,7	5,9	-2,0	3,0	-5,1	4,0	-8,2	2,7	5,2
Сентябрь		-0,9	-0,8	1,7	-4,2	4,1	-3,6	-2,8	-2,8	2,8	5,2

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

Источник: Росстат.

Таблица 4

Денежно-кредитные показатели¹
(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)

	M2	M2X ²	Депозиты нефинансового сектора в национальной валюте		Депозиты нефинансового сектора в иностранной валюте ³		Чистые иностранные активы банковской системы ³	Кредит экономике ²	Кредит физическим лицам ²	Кредит юридическим лицам ²
			физических лиц	организаций	физических лиц	организаций				
2013										
01.01.2013	11,9	13,0	19,0	6,4	21,3	18,0	5,5	20,2	39,2	14,6
01.02.2013	13,3	13,3	18,9	10,8	19,5	8,1	3,4	20,8	39,3	15,3
01.03.2013	14,2	13,7	19,6	12,4	14,3	7,2	0,9	20,9	38,4	15,6
01.04.2013	14,6	14,1	20,7	11,5	14,2	8,9	1,6	19,9	36,8	14,7
01.05.2013	15,2	15,3	21,6	11,8	16,0	14,5	1,2	18,9	35,9	13,6
01.06.2013	15,3	15,5	20,8	13,2	18,3	15,8	5,1	18,5	34,5	13,4
01.07.2013	15,5	16,4	20,7	14,5	17,3	24,8	3,2	18,4	33,5	13,5
01.08.2013	17,0	17,1	21,4	17,6	18,5	16,4	3,0	18,5	33,3	13,6
01.09.2013	17,1	17,0	21,0	18,1	15,8	16,5	2,1	17,8	31,9	13,1
01.10.2013	16,1	16,0	20,6	16,6	15,6	14,4	-0,8	17,9	30,4	13,5
01.11.2013	15,4	15,1	20,8	13,5	16,6	10,7	0,4	17,4	29,7	13,1
01.12.2013	16,3	15,6	19,6	16,6	13,7	9,9	-2,1	17,6	28,7	13,7
2014										
01.01.2014	14,6	14,4	18,2	14,2	9,6	16,3	-2,6	16,2	28,1	11,9
01.02.2014	12,7	13,9	15,2	11,5	10,9	26,4	-2,1	16,3	27,3	12,3
01.03.2014	12,1	13,7	13,2	12,7	13,5	27,1	-2,0	15,8	26,6	11,8
01.04.2014	8,5	10,8	8,6	9,5	11,6	31,5	-4,7	15,5	25,6	11,8
01.05.2014	8,3	9,9	7,5	10,7	8,7	25,2	-6,5	15,6	24,2	12,4
01.06.2014	7,7	10,1	7,6	8,6	9,1	33,5	-6,0	16,1	22,5	13,7
01.07.2014	6,7	8,6	6,6	8,4	10,4	24,7	-2,3	14,9	20,9	12,6
01.08.2014	6,2	7,5	6,7	5,7	5,8	20,5	-4,0	14,0	19,5	11,9
01.09.2014	6,6	7,2	7,1	5,8	2,1	16,8	-7,2	13,0	18,0	11,1
01.10.2014	7,0	6,9	6,6	6,6	-4,6	15,4	-10,7	12,5	17,4	10,5
01.11.2014	6,0	6,8	5,4	5,8	-3,8	21,7	-14,2	12,0	15,7	10,6
01.12.2014	5,0	6,0	3,7	6,4	-4,2	21,7	-17,5	11,8	14,6	10,7
2015										
01.01.2015	2,2	3,7	-3,0	8,9	-3,8	19,6	-19,2	13,7	12,0	14,3
01.02.2015	4,4	4,3	-0,3	12,9	-8,3	12,3	-21,2	12,4	10,4	13,3
01.03.2015	4,1	3,6	1,8	10,0	-9,5	10,3	-23,8	12,3	8,1	14,0
01.04.2015	6,2	4,8	5,4	11,8	-8,9	6,4	-21,3	9,6	5,2	11,4
01.05.2015	6,4	5,8	6,2	12,7	-3,9	7,6	-17,8	8,3	2,6	10,6
01.06.2015	6,8	4,8	6,7	13,5	-2,4	-3,2	-18,9	6,7	1,0	9,0
01.07.2015	6,8	5,7	6,9	12,3	-2,9	3,4	-18,1	6,4	-0,8	9,3
01.08.2015	7,0	6,8	7,6	12,1	-0,7	8,5	-17,2	6,4	-2,2	10,0
01.09.2015	7,6	8,3	6,8	16,0	2,2	13,3	-12,2	6,2	-3,4	10,1
01.10.2015	7,5	9,7	7,7	14,6	7,3	18,8	-8,4	5,5	-4,5	9,5
01.11.2015	8,6	9,2	9,0	15,3	5,4	12,3	-4,8	5,2	-5,5	9,4
01.12.2015	8,8	9,7	10,8	13,4	6,6	13,8	-0,5	5,1	-6,5	9,6
2016										
01.01.2016	11,5	11,8	19,4	8,9	8,2	13,2	1,3	3,4	-6,5	7,0
01.02.2016	10,8	10,5	18,2	5,4	7,9	10,5	5,4	4,5	-5,8	8,1
01.03.2016	10,7	10,5	17,0	5,2	5,7	11,1	8,4	4,0	-4,8	7,0
01.04.2016	12,0	11,5	16,5	8,2	5,4	11,9	9,7	5,5	-3,8	8,8
01.05.2016	11,9	10,8	15,8	7,8	1,9	10,6	8,2	5,3	-2,9	8,2
01.06.2016	12,2	11,4	16,4	7,7	-0,2	14,5	7,3	5,7	-2,4	8,6
01.07.2016	12,3	10,2	16,3	8,1	0,0	7,1	4,8	6,2	-1,4	8,8
01.08.2016	12,2	9,2	15,6	8,9	0,4	1,0	4,2	5,7	-1,3	8,1
01.09.2016	11,5	7,8	16,3	6,5	0,5	-2,2	4,5	5,6	-0,8	7,6
01.10.2016	12,0	6,8	15,8	8,5	1,2	-10,2	2,5	5,6	-0,3	7,5

¹ Рассчитано по данным "Обзора банковской системы" (см. таблицу 1.16 "Статистического бюллетеня Банка России" и раздел "Статистика" официального сайта Банка России).

² Исключая валютную переоценку.

³ Рассчитано по данным в млрд долл. США.

Источник: Банк России.

Таблица 5

Денежно-кредитные показатели¹
(млрд руб., если не указано иное)

	M2	M2X	Депозиты нефинансового сектора в национальной валюте		Депозиты нефинансового сектора в иностранной валюте, млрд долл. США		Чистые иностранные активы банковской системы, млрд долл. США	Кредит экономике	Кредит физическим лицам	Кредит юридическим лицам
			физических лиц	организаций	физических лиц	организаций				
2013										
01.01.2013	27 405	32 226	11 725	9 250	79,4	79,4	570,1	31 781	8 413	23 368
01.02.2013	26 749	31 657	11 520	9 150	80,5	83,0	576,0	31 917	8 471	23 447
01.03.2013	27 174	32 195	11 790	9 243	80,1	83,8	574,6	32 285	8 603	23 682
01.04.2013	27 466	32 627	12 025	9 259	81,9	84,1	575,7	32 807	8 807	24 000
01.05.2013	27 841	33 167	12 412	9 076	83,4	87,0	585,3	33 403	9 076	24 327
01.06.2013	28 083	33 414	12 415	9 320	83,0	85,7	584,1	33 835	9 312	24 523
01.07.2013	28 506	34 133	12 711	9 325	83,1	88,9	571,6	34 477	9 549	24 927
01.08.2013	28 734	34 376	12 780	9 475	85,0	86,5	567,6	35 120	9 803	25 317
01.09.2013	28 779	34 561	12 862	9 407	86,0	87,9	559,3	35 736	10 047	25 689
01.10.2013	28 629	34 467	12 869	9 346	88,2	92,3	568,6	36 169	10 188	25 981
01.11.2013	28 546	34 398	12 951	9 176	89,6	92,9	570,6	36 666	10 417	26 249
01.12.2013	29 167	35 098	13 093	9 510	88,2	90,5	561,0	37 317	10 592	26 725
2014										
01.01.2014	31 405	37 272	13 855	10 565	87,0	92,3	555,5	37 241	10 795	26 446
01.02.2014	30 136	36 979	13 273	10 200	89,3	104,9	563,6	37 818	10 821	26 997
01.03.2014	30 459	37 579	13 341	10 419	91,0	106,5	563,1	38 108	10 937	27 171
01.04.2014	29 800	37 010	13 056	10 136	91,4	110,6	548,5	38 524	11 097	27 427
01.05.2014	30 160	37 285	13 339	10 044	90,7	108,9	547,5	39 250	11 304	27 946
01.06.2014	30 246	37 366	13 359	10 123	90,6	114,4	549,4	39 740	11 426	28 314
01.07.2014	30 426	37 240	13 552	10 111	91,8	110,8	558,6	39 747	11 550	28 197
01.08.2014	30 525	37 463	13 640	10 013	89,9	104,3	544,6	40 445	11 733	28 711
01.09.2014	30 689	37 723	13 774	9 950	87,8	102,7	519,2	40 909	11 878	29 031
01.10.2014	30 645	38 154	13 723	9 962	84,1	106,5	507,8	41 692	12 011	29 681
01.11.2014	30 268	38 912	13 653	9 708	86,2	113,0	489,5	42 714	12 126	30 588
01.12.2014	30 626	40 223	13 583	10 123	84,5	110,0	463,1	44 007	12 246	31 761
2015										
01.01.2015	32 111	43 032	13 435	11 504	83,7	110,4	448,8	45 740	12 245	33 495
01.02.2015	31 449	45 212	13 230	11 519	81,9	117,8	444,0	47 373	12 162	35 211
01.03.2015	31 716	43 959	13 585	11 459	82,3	117,5	429,1	46 513	11 977	34 536
01.04.2015	31 637	43 389	13 760	11 336	83,3	117,7	431,5	45 651	11 818	33 832
01.05.2015	32 103	42 668	14 160	11 324	87,2	117,2	450,1	44 953	11 691	33 262
01.06.2015	32 310	42 859	14 248	11 485	88,4	110,7	445,4	45 219	11 644	33 575
01.07.2015	32 493	43 802	14 484	11 350	89,1	114,5	457,4	45 599	11 589	34 010
01.08.2015	32 666	44 607	14 677	11 229	89,3	113,1	450,9	46 567	11 603	34 965
01.09.2015	33 031	46 729	14 707	11 538	89,7	116,4	455,8	47 944	11 641	36 304
01.10.2015	32 951	47 310	14 786	11 420	90,2	126,6	465,2	48 032	11 615	36 417
01.11.2015	32 860	46 874	14 880	11 193	90,8	126,9	466,2	48 080	11 567	36 512
01.12.2015	33 315	47 582	15 048	11 481	90,1	125,2	460,6	48 788	11 536	37 252
2016										
01.01.2016	35 809	51 523	16 046	12 524	90,6	125,0	454,8	49 813	11 536	38 277
01.02.2016	34 840	51 263	15 642	12 142	88,4	130,1	468,0	50 460	11 484	38 976
01.03.2016	35 105	51 444	15 899	12 057	87,0	130,6	465,0	50 467	11 461	39 006
01.04.2016	35 440	50 286	16 037	12 260	87,8	131,7	473,4	49 587	11 410	38 177
01.05.2016	35 909	49 964	16 402	12 205	88,9	129,6	487,2	49 288	11 406	37 882
01.06.2016	36 252	50 457	16 586	12 370	88,3	126,7	477,8	49 855	11 422	38 433
01.07.2016	36 487	50 097	16 850	12 265	89,2	122,7	479,4	49 782	11 463	38 319
01.08.2016	36 654	50 329	16 963	12 229	89,7	114,3	469,8	50 475	11 489	38 986
01.09.2016	36 821	50 059	17 097	12 286	90,1	113,8	476,4	50 383	11 540	38 842
01.10.2016	36 918	49 858	17 120	12 386	91,3	113,6	477,0	50 264	11 570	38 694

¹ Рассчитано по данным "Обзора банковской системы" (см. таблицу 1.16 "Статистического бюллетеня Банка России" и раздел "Статистика" официального сайта Банка России).

Таблица 6

**Нормативы обязательных резервов
(%)**

Вид обязательств	Отчетные периоды			
	с 01.01.2015 по 31.03.2016	с 01.04.2016	с 01.07.2016	с 01.08.2016
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях			4,25	5,00
По иным обязательствам в рублях			4,25	5,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			5,25	6,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте	5,25	6,25	7,00	
По иным обязательствам в иностранной валюте				

Источник: Банк России.

Таблица 7

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

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 01.01.2015	С 02.02.2015	С 16.03.2015	С 05.05.2015	С 16.06.2015	С 03.08.2015	С 14.06.2016	С 19.09.2016
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом, нерыночными активами, поручительствами; сделки “валютный своп” (рублевая часть); операции репо	1 день	Ежедневно	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	12,00	11,50	11,00
		Кредиты, обеспеченные золотом	От 2 до 549 дней ¹		18,50	16,50	15,50	14,00	13,00	12,50	12,00	11,50
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами			18,75	16,75	15,75	14,25	13,25	12,75	12,25	11,75
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца ¹	Ежемесячно	17,25	15,25	14,25	12,75	11,75	11,25	10,75	10,25
			От 1 до 3 недель ²									
			18 месяцев ^{1, 2}									
		Ломбардные кредитные аукционы	36 месяцев ^{1, 2}									
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ³	17,00 (ключевая ставка)	15,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	10,50 (ключевая ставка)	10,00 (ключевая ставка)
	От 1 до 6 дней ⁴											
	Аукционы “валютный своп”	От 1 до 2 дней ⁴	Нерегулярно									
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней ⁴	Еженедельно ³	17,00 (ключевая ставка)	15,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	10,50 (ключевая ставка)	10,00 (ключевая ставка)
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования									

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

² С 01.07.2016 операции приостановлены.

³ В зависимости от ситуации с ликвидностью Банк России проводит либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

⁴ Операции “тонкой настройки”.

Справочно: значение ставки рефинансирования в 2015 г. находилось на уровне 8,25% годовых, с 01.01.2016 оно приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

С 01.01.2016 самостоятельное значение ставки рефинансирования не устанавливается.

Источник: Банк России.

Таблица 8

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.				
					на 01.01.2015	на 01.01.2016	на 01.07.2016	на 01.10.2016	на 01.11.2016
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			3,7	2,9	1,2	0,8	1,3
		Сделки "валютный своп"			121,6	14,9	0,0	49,8	0,0
		Операции репо			96,2	264,9	273,7	408,7	291,3
		Кредиты, обеспеченные золотом			От 1 до 549 дней	1,2	0,5	0,0	0,0
	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	От 1 до 549 дней	2 055,9	234,8	242,1	331,7	303,3		
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно	2 370,9	1 553,8	219,6	216,2	215,7
			От 1 до 3 недель ¹ , 18 месяцев ¹	Нерегулярно					
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ²	2 727,6	1 448,5	370,7	0,0	0,0
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно ³					
Аукционы "валютный своп"	От 1 до 2 дней	Нерегулярно ³	–	0,0	0,0	0,0	0,0		
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней	Еженедельно ²	0,0	0,0	0,0	180,0	201,8
			1 неделя						
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	804,5	557,8	436,8	374,7	280,6

¹ С 01.07.2016 операции приостановлены.

² В зависимости от ситуации с ликвидностью Банк России проводит либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.

³ Операции "тонкой настройки".

Источник: Банк России.

Таблица 9

Специализированные инструменты рефинансирования Банка России

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка, % годовых				Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.					Лимит, млрд руб.				
			на 01.01.2015	на 01.01.2016	с 14.06.2016	с 19.09.2016	на 01.01.2015	на 01.01.2016	на 01.07.2016	на 01.10.2016	на 01.11.2016	на 01.01.2015	на 01.01.2016	на 01.07.2016	на 01.10.2016	на 01.11.2016
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО "ЭКСПАР"	9,00	9,00	9,00	9,00	0,0	39,7	51,0	49,6	44,7	50	50	75	75	75
Крупные инвестиционные проекты ¹	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	9,00	9,00	9,00	9,00	0,0	53,4	91,0	101,1	104,1	100	100	150	150	150
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	9,00	9,00	9,00	2,9	2,9	0,9	0,8	0,8					
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО "МСП Банк" ²	6,50	6,50	6,50	6,50	23,3	40,1	43,2	44,0	36,2	50	50	75	125	125
		Поручительства АО "Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства", выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства					–	0,1	8,5	25,0	32,3	–				
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	–	9,00	9,00	9,00	–	0,0	0,0	0,0	0,0	–	10	10	10	10
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы "Военная ипотека"	10,75	10,75	10,50	10,00	0,0	21,0	29,3	29,3	29,3	30	30	30	30	30
Всего							26,1	157,1	223,9	249,8	247,4	230	240	340	390	390

¹ Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 "Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов" или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 г. № 1044 "Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования".

² Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО "МСП Банк" по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям – партнерам АО "МСП Банк" на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

Источник: Банк России.

Таблица 10

Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Минимальная ставка на аукционах как спред к ставке LIBOR ¹ , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам "валютный своп" ² , % годовых					Требования Банка России, млн долл. США				
			на 01.01.2015	с 30.03.2015	с 13.04.2015	с 21.04.2015	с 14.12.2015	на 01.01.2015	на 01.01.2016	на 01.07.2016	на 01.10.2016	на 01.11.2016
Аукционы репо ³	1 неделя	Еженедельно	0,50	1,00	1,50	2,00	2,00	209,8	100,1	0,0	0,0	0,0
	28 дней							14 900,8	5 016,7	12 955,2	9 728,7	9 032,1
	12 месяцев ⁴							4 737,3	15 550,0	168,5	159,2	154,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	0,75	1,25	1,75	2,25	2,25	–	–	0,0	0,0	0,0
	365 дней		0,75	1,25	2,00	2,75	3,25	–	1 494,7	0,0	0,0	0,0
Сделки "валютный своп" по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1 600,0	0,0	420,5	1 000,0	0,0

¹ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

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

³ Требования к кредитным организациям по второй части сделок репо.

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

Источник: Банк России.

ГЛОССАРИЙ

Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора

Факторы формирования ликвидности банковского сектора, которые не связаны с операциями Банка России по ее управлению и управлению ставкой сегмента овернайт денежного рынка. Включают изменение объема наличных денег в обращении, изменение средств расширенного правительства на счетах в Банке России, регулирование обязательных резервов, а также операции Банка России на внутреннем валютном рынке.

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

Бюджетное правило

Официально действующий механизм, определяющий порядок среднесрочного планирования бюджета, в первую очередь в части расходов, с учетом действия предполагаемых на горизонте планирования отдельных внешних и (или) внутренних условий развития экономики.

Денежная база

Сумма отдельных компонентов наличных денег и средств кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России в валюте Российской Федерации. *Денежная база в узком определении* включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и средства кредитных организаций на счетах по учету обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в валюте Российской Федерации. *Широкая денежная база* включает наличные деньги в обращении (вне Банка России) и все средства кредитных организаций на счетах и в облигациях Банка России.

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 – например, наличные деньги в обращении, денежная масса в национальном определении, широкая денежная масса.

Денежная масса в национальном определении (M2)

Включает наличные деньги в обращении и средства резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), в срочных депозитах и иных срочных инструментах, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации, а также начисленные проценты по ним.

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 реального курса 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.

Инфляция

Устойчивое повышение общего уровня цен на товары и услуги в экономике. Об изменении цен в экономике дают представление различные показатели ценовой динамики – индексы цен производителей, дефлятор валового внутреннего продукта, индекс потребительских цен. Когда говорят об инфляции, обычно имеют в виду индекс потребительских цен (ИПЦ), который измеряет изменение во времени стоимости набора продовольственных, непродовольственных товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством (то есть стоимости потребительской корзины). Выбор ИПЦ в качестве основного индикатора инфляции связан с его ролью как важного показателя динамики стоимости жизни населения. Кроме того, ИПЦ обладает рядом характеристик, которые делают его удобным для широкого применения (простота и понятность методологии построения, месячная периодичность расчета, оперативность публикации).

Ключевая ставка Банка России

Основная ставка денежно-кредитной политики, которая устанавливается Советом директоров Банка России. Изменение ключевой ставки оказывает влияние на кредитную и экономическую активность и в конечном счете позволяет достигать основной цели денежно-кредитной политики. Операционно соответствует минимальной процентной ставке на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальной процентной ставке на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя.

Коридор процентных ставок (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 (операциям рефинансирования и депозитным операциям).

Коэффициент усреднения обязательных резервов

Коэффициент, значение которого может находиться в интервале от 0 до 1, применяемый к нормативной величине обязательных резервов для расчета усредненной величины обязательных резервов.

Коэффициент утилизации рыночных активов

Доля рыночных активов, задействованных в качестве обеспечения в операциях с Банком России в общем объеме рыночных активов, которые могут служить обеспечением по операциям Банка России.

Коэффициент утилизации нерыночных активов

Доля нерыночных активов кредитных организаций, задействованных в качестве обеспечения по кредитам Банка России, в общем объеме нерыночных активов, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России.

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

Перечень ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по кредитам и операциям репо Банка России.

Международные резервы Российской Федерации

Высоколиквидные иностранные активы, имеющиеся в распоряжении Банка России и Правительства Российской Федерации.

Механизм усреднения обязательных резервов

Предоставление права кредитной организации на выполнение установленных Банком России требований обязательного резервирования за счет поддержания доли обязательных резервов, не превышающей коэффициент усреднения, на корреспондентских счетах в Банке России в среднем в течение установленного периода.

Наличные деньги в обращении

Включают банкноты и монеты, которые находятся в обращении и обычно используются для осуществления расчетов и платежей. В состав денежной базы входят все наличные деньги, находящиеся вне Банка России. В состав денежной массы входят все наличные деньги, находящиеся вне Банка России, за исключением тех, что находятся в кассах кредитных организаций.

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

Кредитные требования и векселя, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России в соответствии с Положением Банка России от 12.11.2007 № 312-П “О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами”.

Неценовые условия банковского кредитования

Условия банковского кредитования, которые включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, дополнительные комиссии, спектр направлений кредитования. Оцениваются по результатам опроса кредитных организаций Банком России.

Нормативы обязательных резервов

Коэффициенты, значения которых могут находиться в интервале от 0 до 20%, применяемые к резервируемым обязательствам кредитной организации для расчета нормативной величины обязательных резервов. Устанавливаются Советом директоров Банка России.

Обязательные резервные требования

Инструмент денежно-кредитной политики Банка России. Представляет собой требования Банка России к кредитным организациям поддерживать определенные средства на счетах в Банке России. К обязательным резервным требованиям относятся нормативы обязательных резервов и коэффициент усреднения обязательных резервов.

Обязательные резервы

Средства, которые кредитные организации обязаны поддерживать на счетах, открытых в Банке России, для выполнения обязательных резервных требований. Кредитные организации обязаны поддерживать средства на счетах по учету обязательных резервов и (или) на корреспондентских счетах в Банке России.

Операции абсорбирования избыточной ликвидности

Операции Банка России по связыванию (абсорбированию) избыточной ликвидности на возвратной основе. Могут быть в форме привлечения средств в депозит или размещения облигаций Банка России.

Операции на открытом рынке

Операции Банка России по регулированию объема ликвидности банковского сектора. Включают операции на возвратной основе, которые не являются операциями постоянного действия и проводятся с выставлением Банком России конкретного объема предложения (обычно на аукционах), а также все операции по прямой покупке/продаже ценных бумаг, иностранной валюты, золота.

Операции постоянного действия

Операции Банка России, которые проводятся ежедневно с удовлетворением заявок всех обратившихся кредитных организаций в полном объеме. Ставки по операциям постоянного действия на срок 1 день формируют границы процентного коридора.

Операции рефинансирования

Операции Банка России по предоставлению ликвидности кредитным организациям на возвратной основе. Могут быть в форме кредита, репо или валютного свопа.

Операционная цель денежно-кредитной политики

Определенная цель, на которую направлено взаимодействие Банка России с кредитными организациями в рамках реализации денежно-кредитной политики. Операционная цель денежно-кредитной политики Банка России определена как сближение ставок сегмента овернайт денежного рынка с ключевой ставкой Банка России.

Период усреднения обязательных резервов

Установленный Банком России период, в течение которого кредитная организация, воспользовавшаяся правом на усреднение, обязана поддержать средства в определенном объеме на корреспондентских счетах в Банке России. График периодов усреднения обязательных резервов устанавливается Советом директоров Банка России.

Платежный баланс Российской Федерации

Статистическая система, в которой отражаются все экономические операции между резидентами и нерезидентами Российской Федерации, произошедшие в течение отчетного периода.

Регулирование обязательных резервов

Изменение объема обязательных резервов, депонированных кредитными организациями на счетах по учету обязательных резервов в Банке России.

Режим плавающего валютного курса

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

Средства расширенного правительства на счетах в Банке России

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.

Стратегия таргетирования инфляции

Стратегия реализации денежно-кредитной политики, которая характеризуется следующими принципами: основной целью денежно-кредитной политики является ценовая стабильность, целевой уровень инфляции четко обозначен и объявлен, в условиях режима плавающего курса основное воздействие денежно-кредитной политики на экономику осуществляется через процентные ставки, решения по денежно-кредитной политике принимаются на основе анализа широкого круга макроэкономических показателей и их прогноза, при этом Банк России стремится создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, в том числе путем повышения информационной открытости.

Структурный дефицит ликвидности

Состояние банковского сектора, характеризующееся устойчивой потребностью кредитных организаций в операциях Банка России по предоставлению ликвидности. Размер структурного дефицита определяется как положительная разница между требованиями Банка России к кредитным организациям по операциям рефинансирования и обязательствами Банка России перед ними по операциям абсорбирования избыточной ликвидности.

Структурный избыток ликвидности

Состояние банковского сектора, при котором Банку России для достижения операционной цели необходимо регулярно проводить операции по абсорбированию избыточной ликвидности. Размер структурного избытка определяется как положительная разница между обязательствами Банка России перед кредитными организациями по операциям абсорбирования избыточной ликвидности и требованиями Банка России к ним по операциям рефинансирования.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Механизм влияния решений в области денежно-кредитной политики на экономику в целом и ценовую динамику в частности; процесс постепенного распространения сигнала центрального банка о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по следующим основным каналам: процентному, кредитному, валютному, цен активов.

Ценовая эластичность спроса/предложения

Степень изменения объема спроса или предложения, например товара, в зависимости от изменения его цены.

Чистый ввоз/вывоз капитала

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

Широкая денежная масса (M2X)

Включает наличные деньги в обращении и средства резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), в срочных депозитах и иных срочных инструментах, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации и иностранной валюте, а также начисленные проценты по ним.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП – валовый внутренний продукт

ИБВЭД – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности

МСП – малое и среднее предпринимательство

ОБР – облигации Банка России

ОН ДКП – Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов

ОФЗ – облигации федерального займа

РПБ – Руководство МВФ по платежному балансу и международной инвестиционной позиции

ФРС США – Федеральная резервная система США

ЭАН – экономически активное население

LIBOR – London Interbank Offered Rate

MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate

RGBEY – Russian Government Bond Effective Yield to Redemption



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 108

9 декабря 2016

Нормативные акты
и оперативная
информация

**ВЕСТНИК
БАНКА
РОССИИ**

Москва



Вестник Банка России
№ 108 (1826)
9 декабря 2016

**Редакционный совет изданий
Банка России:**

Председатель совета

Г.И. Лунтовский

Заместитель председателя совета

В.А. Поздышев

Члены совета:

В.В. Чистюхин, Н.Ю. Иванова, А.С. Бакина,

А.Г. Гузнов, И.А. Дмитриев,

Е.В. Прокунина, Л.А. Тяжельникова,

Е.Б. Федорова, Т.А. Забродина,

А.О. Борисенкова, М.А. Бездудный

Ответственный секретарь совета

Е.Ю. Клюева

Учредитель

Центральный банк Российской Федерации

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Адрес официального сайта Банка России:

<http://www.cbr.ru>

Тел. 8 (495) 771-43-73,

факс 8 (495) 623-83-77,

e-mail: mvg@cbr.ru

Издатель и распространитель: ЗАО «АЭИ «ПРАЙМ»

119021, Москва, Зубовский бул., 4

Тел. 8 (495) 974-76-64,

факс 8 (495) 637-45-60,

e-mail: sales01@1prime.ru, www.1prime.ru

Отпечатано в ООО «ЛБЛ Маркетинг Про»

125080, Москва, Ленинградское ш., 46/1

Издание зарегистрировано Федеральной службой по надзору
в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций.
Регистрационный номер ПИ № ФС77-47238

© Центральный банк Российской Федерации, 1994