



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 3
Сентябрь 2015

Информационно-
аналитический
сборник

ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ

Москва

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по данным на 04.09.2015.
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 04.09.2015.

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

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

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	5
1.1 Внешние экономические и финансовые условия.....	5
Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах	5
Внешние финансовые условия.....	9
Условия торговли.....	12
1.2. Финансовые условия.....	14
Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора.....	14
Валютный рынок и операции Банка России с иностранной валютой.....	17
Цены активов и долгового рынок	19
Рынок банковских кредитов и депозитов.....	22
1.3. Внутренние экономические условия	26
Спрос	26
Предложение.....	31
Рынок труда.....	36
Инфляция.....	38
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	43
2.1. Перспективы развития экономической ситуации.....	43
2.2. Оценка рисков	48
ПРИЛОЖЕНИЕ	50
Динамика основных статей платежного баланса во II квартале 2015 года.....	50
Прогноз платежного баланса на 2015–2018 годы	51
2.1. Счет текущих операций и операций с капиталом	52
2.2. Финансовый счет и изменение международных резервов.....	53
Риски для прогноза	54
Изменения в системе инструментов и иные меры Банка России.....	56
Статистические таблицы	58
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	66
ГЛОССАРИЙ	67
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	75

РЕЗЮМЕ

После некоторого улучшения в марте-июне 2015 г. внешнеэкономические условия в июле – начале сентября вновь ухудшились. На фоне замедления роста экономики и значительного падения фондового рынка Китая возникли опасения относительно дальнейшей динамики мирового спроса на сырьевые товары, что привело к существенному снижению цен на них. На рынке нефти дополнительное давление на цены оказало сохранение избытка предложения. Изменение ситуации в экономике Китая наряду с ожиданиями нормализации денежно-кредитной политики ФРС США способствовали росту уровня неприятия риска инвесторами и замедлению притока капитала в страны с формирующимися рынками.

Произошедшие события создают риски ухудшения перспектив роста как мировой экономики в целом, так и российской экономики. В этих условиях Банк России пересмотрел прогноз макроэкономического развития, снизив цену на нефть во всех рассматриваемых сценариях. При этом на всем прогнозном горизонте, как и ранее, ожидается сохранение санкций, ограничивающих доступ российских компаний к внешнему финансированию и использованию импорта высокотехнологичной продукции для осуществления инвестиций.

Хотя динамика основных макроэкономических показателей в июле свидетельствовала о замедлении спада, учитывая произошедшее снижение цен на нефть, в 2015 г. темпы роста ВВП будут ниже, чем ожидалось ранее. По оценкам Банка России, ВВП сократится на 3,9–4,4% в 2015 году. Согласно базовому сценарию, в дальнейшем улучшения внешних условий не предполагается. Цены на нефть в 2016–2018 гг. останутся на уровне около 50 долл. США за баррель. Спрос на товары российского экспорта будет расти умеренными темпами. Неблагоприятные условия внешней торговли приведут к сокращению доходов от внешнеторговой деятельности и увеличению издержек производителей. Внутренние ресурсы экономического роста также будут ограничены на фоне вероятного сохранения негативных деловых настроений и ожиданий, влияющих на склонность к инвестированию в российскую экономику. Сдерживать рост российской экономики будут и сохраняющиеся структурные ограничения, в том числе связанные с неблагоприятными демографическими тенденциями и невысокой мобильностью трудовых ресурсов.

В базовом сценарии снижение инвестиций в основной капитал продолжится в 2016 г. на фоне сохранения высокой экономической неопределенности, относительно жестких условий кредитования и ограниченных возможностей замещения внешних источников финансирования. Однако по мере снижения долговой нагрузки организаций, смягчения внутренних финансовых условий и диверсификации источников привлечения средств с международных рынков ожидается восстановление инвестиционной активности. Темпы роста инвестиций в основной капитал перейдут в положительную область в 2017 году. В условиях низкого роста номинальной заработной платы и потребительского кредитования при сохранении стабильной склонности населения к сбережению сокращение потребительского спроса будет несколько более продолжительным, и его рост начнется только в 2018 году. По прогнозу Банка России, в 2016 г. ВВП снизится на 0,5–1,0%, в 2017 и 2018 гг. темпы экономического роста составят 0,0–1,0% и 2,0–3,0% соответственно.

Слабый внутренний спрос в 2015–2017 гг. будет способствовать снижению инфляции. Вместе с тем его дезинфляционное влияние будет ограничено, учитывая, что спад в экономике будет иметь в том числе структурный характер. В связи с этим, а также под влиянием произошедшего в июле-августе 2015 г. ослабления рубля и увеличения на этом фоне инфляционных ожиданий темпы роста потребительских цен в 2015 г. будут выше, чем ожидалось ранее, – 12,0–13,0%. В начале 2016 г. по-прежнему ожидается значительное снижение годовой инфляции, что в том числе

будет обусловлено высокой базой 2015 года. В условиях замедления роста потребительских цен возобновится снижение инфляционных ожиданий. По прогнозу Банка России, инфляция снизится до 5,5–6,5% в конце 2016 г. и до целевого уровня 4% в 2017 году.

Учитывая увеличение инфляционных рисков при сохранении рисков существенного охлаждения экономики, Банк России принял решение уменьшить масштаб снижения ключевой ставки до 50 базисных пунктов в июле, снизив ее до 11,00% годовых, и приостановить смягчение денежно-кредитной политики в сентябре, сохранив ключевую ставку на указанном уровне. По мере замедления инфляции в 2016–2018 гг. в соответствии с прогнозом Банк России будет постепенно снижать ключевую ставку.

Оптимистичный сценарий Банка России предполагает увеличение цен на нефть до 70–80 долл. США за баррель в 2018 г., что обусловит более быстрое восстановление экономики, снижение инфляции и создаст возможность для проведения более мягкой, чем в базовом сценарии, денежно-кредитной политики. В рисковом сценарии ожидается падение цены на нефть до уровня ниже 40 долл. США за баррель из-за существенного превышения ее предложения на рынке над спросом. В этих условиях будет наблюдаться более сильный и продолжительный, чем в базовом и оптимистичном сценариях, спад в экономике. При этом охлаждение экономической активности будет в большей степени обусловлено причинами структурного характера. С учетом этого, а также из-за значительных инфляционных рисков Банк России будет вынужден проводить более жесткую, чем в других рассматриваемых сценариях, денежно-кредитную политику.

Во всех трех сценариях для обеспечения стабильного функционирования банковского сектора и финансового рынка в условиях сохранения ограниченного доступа российских организаций на международные рынки капитала Банк России продолжит проведение операций рефинансирования в иностранной валюте. Однако в зависимости от сценария и скорости адаптации кредитных организаций и компаний к введенным ограничениям и переориентации их на другие источники финансирования возможно как увеличение объема предоставления средств по указанным операциям, так и его снижение. Кроме того, в случае формирования благоприятной конъюнктуры Банк России возобновит покупку иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в целях пополнения международных резервов, которая была приостановлена в конце июля 2015 года.

В целом ситуация в российской экономике в предстоящие годы во многом будет зависеть от ее способности адаптироваться к неблагоприятным внешним условиям. Повышение экономического потенциала страны возможно только при значительных структурных изменениях, связанных с перетоком производственных ресурсов из менее конкурентоспособных отраслей в более конкурентоспособные. Этому процессу должны способствовать динамика реального курса рубля и меры государственной политики, в том числе направленные на улучшение делового климата, поддержку повышения качества трудовых ресурсов и роста производительности.

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

1.1 Внешние экономические и финансовые условия

В июне-августе 2015 г. внешние условия существенно ухудшились. Существенно увеличилась волатильность мировых финансовых и товарных рынков, вновь началось снижение цен на нефть, темпы которого заметно превысили прогнозы Банка России. Происходящая в Китае значительная коррекция на фондовом рынке вкупе с девальвацией юаня, сопровождавшая изменение механизма курсообразования, привели к снижению спроса на рискованные активы на мировых финансовых рынках, что негативно отразилось на курсах валют и ценах активов в странах с формирующимися рынками. Наконец, сохранению повышенных уровней волатильности способствовали изменения ожиданий инвесторов относительно времени и скорости повышения процентной ставки ФРС. В результате уровень страновой премии за риск оказался существенно выше прогнозов Банка России, а реальный эффективный курс рубля, по оценкам Банка России – значительно слабее равновесного уровня.

В то же время нестабильность на финансовых и товарных рынках пока не успела отразиться на состоянии реального сектора мировой экономики. Рост ВВП в основных странах – торговых партнерах остается слабым, однако сохраняются предпосылки к его повышению, прежде всего за счет улучшения экономической ситуации в развитых странах. Падение цен на сырьевые товары и продовольствие способствует снижению инфляционного давления, усиливая предпосылки к сохранению сравнительно мягкой денежно-кредитной политики большинством мировых центральных банков. Однако ситуация на мировых финансовых рынках (прежде всего в Китае) увеличивает риски замедления роста экономической активности в мире, и в первую очередь – в развивающихся странах.

Несмотря на то, что прогнозы международных организаций, а также консенсус-опросы аналитиков и участников рынка пока указывают на то, что ухудшение внешних условий является временным – в среднесрочной перспективе ожидается восстановление цен на нефть и ускорение роста мировой экономики, в ближайшие кварталы ситуация будет оставаться напряженной.

Банк России, с учетом последних событий, пересмотрел прогноз цен на нефть и ожидает более низких уровней цен по сравнению со сценариями, опубликованными в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике (далее – Доклад), как в ближайшие кварталы, так и в среднесрочной перспективе. Данный фактор будет оказывать негативное влияние на экономику, нивелируя воздействие продолжающегося восстановления внешнего спроса. К тому же усиливаются риски того, что нестабильность на мировых финансовых рынках окажет негативное влияние на темпы экономического роста стран – торговых партнеров.

Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах

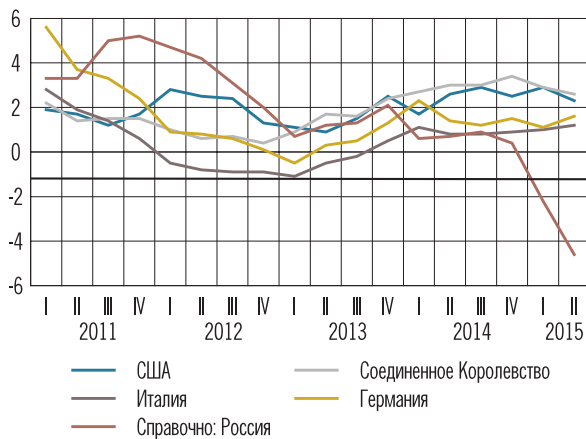
В июне-августе продолжилось улучшение в экономиках развитых стран. ВВП США увеличился во II квартале, данные за I квартал были пересмотрены в положительную сторону. Экономика Великобритании также ускорила во II квартале. Экономика еврозоны продолжает демонстрировать оживление благодаря программе количественного смягчения ЕЦБ, хотя темпы роста во II квартале сложились несколько ниже прогнозов¹.

Как предполагалось в рамках сценариев, опубликованных в предыдущем Докладе, по-

¹ Здесь и далее в разделе 1.1 речь идет о темпах роста показателей к предыдущему периоду с исключением сезонности, если не указано иное.

Рисунок 1.1.1

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



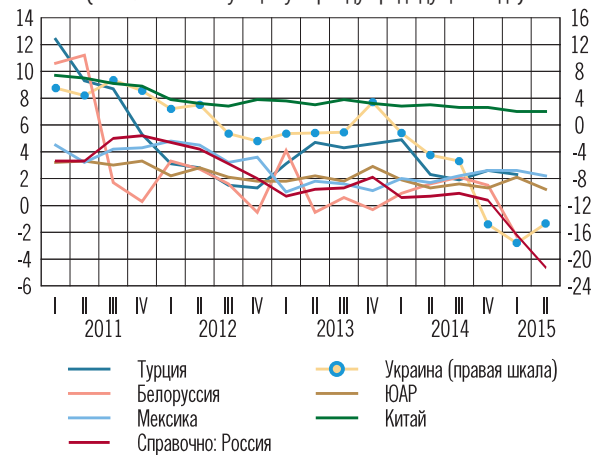
Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

сле временного замедления в I квартале 2015 г. темп роста ВВП США ускорился во II квартале, при этом показатель за I квартал текущего года был пересмотрен вверх до положительного значения. Основой восстановления американской экономики остается прежде всего устойчивый рост потребительских расходов. Продолжение стимулирующей политики ЕЦБ и сохранение курса евро на низком уровне позволили экономике еврозоны сохранить высокие квартальные темпы роста, в годовом выражении рост во II квартале 2015 г. продолжил ускоряться. При этом среди основных экономик еврозоны только Германии удалось увеличить темпы роста, в то время как во Франции и Италии экономический рост замедлился. Сокращение темпов роста в ряде европейских стран во II квартале связано как с охлаждением китайской экономики, важного торгового партнера еврозоны, так и с влиянием долгового кризиса в Греции.

Во второй половине 2015 г. ожидается сохранение текущих темпов экономического роста в развитых странах или некоторого их увеличения. На это указывает в том числе динамика краткосрочных опережающих индикаторов (PMI), прежде всего в Германии, Франции, США и Японии (рис. 1.1.3). PMI в США в июле и августе замедлился, но значение индекса сохраняется выше критической отметки, указывая на повышение экономической активности. Значение PMI в августе сохранилось на высоком

Рисунок 1.1.2

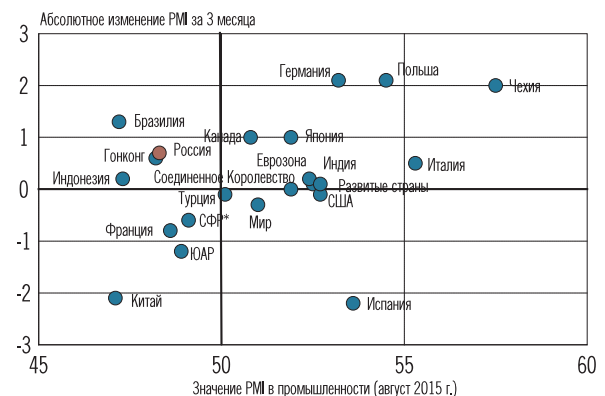
**Темпы прироста ВВП стран - торговых партнеров
России: страны с формирующимися рынками**
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные органы государственной статистики.

Рисунок 1.1.3

Изменение индикаторов деловой активности



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

уровне в Германии и в еврозоне в целом (хотя и снизилось во Франции), а также в Японии. Сохранению высоких темпов роста будут способствовать продолжение мягкой денежно-кредитной политики в еврозоне и Японии и достаточно плавная траектория нормализации денежно-кредитной политики в США и Великобритании. Повышенная волатильность на мировых финансовых рынках пока не оказала негативно влияния на экономический рост в развитых странах.

Экономический рост в большинстве стран с формирующимися рынками во II квартале 2015 г. продолжил замедляться (несмотря на стимулирующие меры, принимаемые цен-

тральными банками этих стран), прежде всего за счет замедления экономики Китая. ВВП Китая в годовом выражении во II квартале сохранился на уровне I квартала, но данные за июль указывают на замедление промышленного производства и падение экспорта. Также в июле по сравнению с июнем почти в два раза сократился объем совокупного кредитования экономики (включая параллельный банковский сектор). В ответ на замедление экономического роста и масштабное падение на фондовом рынке китайские власти приняли ряд мер, направленных на помощь экономике. Национальный банк Китая понизил процентные ставки и норму резервирования, в ответ на снижение экспорта было принято решение провести девальвацию юаня и расширить коридор допустимых колебаний курса национальной валюты.

Проблемы в китайской экономике привели к замедлению других экономик азиатского региона (за исключением Индии), а ухудшение ожиданий относительно экономического роста в Китае негативно повлияло на экономики стран – экспортеров природных ресурсов (в том числе Бразилии и Индонезии) через снижение цен на сырье. Кроме того, опасения относительно экономики Китая, наряду с ожиданием нормализации денежно-кредитной политики в США привели к усилению неприятия риска инвесторами и оттоку капитала из СФР в целом.

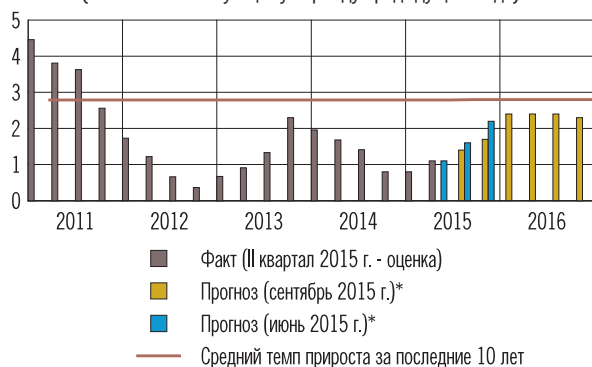
Во второй половине 2015 г. ожидается сохранение текущих низких (по сравнению с агреги-

рованными историческими значениями) темпов экономического роста. Возможно даже дальнейшее замедление роста во многих СФР. Краткосрочные опережающие индикаторы указывают на продолжение сокращения экономической активности в большинстве СФР в III–IV квартале 2015 года. В частности, PMI в промышленности в Китае в августе указывал на снижение деловой активности шестой месяц подряд (само значение индекса опустилось до 47 пунктов). Среди крупных развивающихся экономик значение PMI в промышленности выше критической отметки в 50 пунктов наблюдается только в Индии. В Бразилии, Индонезии, ЮАР продолжается снижение деловой активности, связанное в том числе с низкими ценами на экспортимые товары.

Темпы прироста агрегированного ВВП стран – торговых партнеров России² во II квартале 2015 г. несколько выросли по сравнению с IV кварталом 2014 – I кварталом 2015 г. (рис. 1.1.4) за счет ускорения роста в развитых странах (что в целом соответствует прогнозу Банка России, сделанному в предыдущем Докладе), однако остались низкими по сравнению с историческими значениями. Наибольший сдерживающий эффект на динамику показателя оказывали темпы экономического роста в странах СНГ (прежде всего на Украине), которые во II квартале 2015 г. сложились ниже ожиданий Банка России. В то же время доля Украины в российской внешней торговле сокращается, следовательно, в дальнейшем этот негативный эффект будет ослабевать.

Банк России ожидает, что темпы роста экономики в странах – торговых партнерах будут постепенно повышаться в ближайшие кварталы. Увеличение темпов роста агрегированного ВВП произойдет за счет более высоких показателей развитых экономик (прежде всего еврозоны). Вместе с тем темпы роста агрегированного ВВП останутся невысокими по сравнению

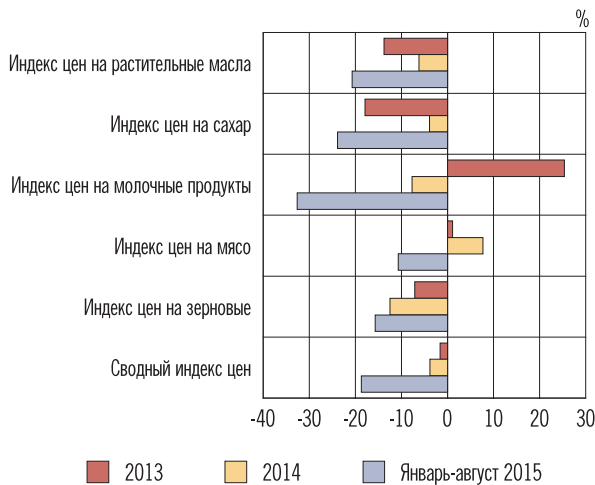
Рисунок 1.1.4
Темпы прироста агрегированного ВВП стран –
торговых партнеров
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



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

² Агрегированный показатель прироста ВВП по 23 зарубежным странам – торговым партнерам, на долю которых приходится наибольшая часть российского экспорта (страны, доля которых в структуре экспорта товаров из России в 2008–2012 гг. составляла ежегодно не менее 0,9%; удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры). См. таблицу 10 Приложения.

Рисунок 1.1.5
Динамика мировых продовольственных цен

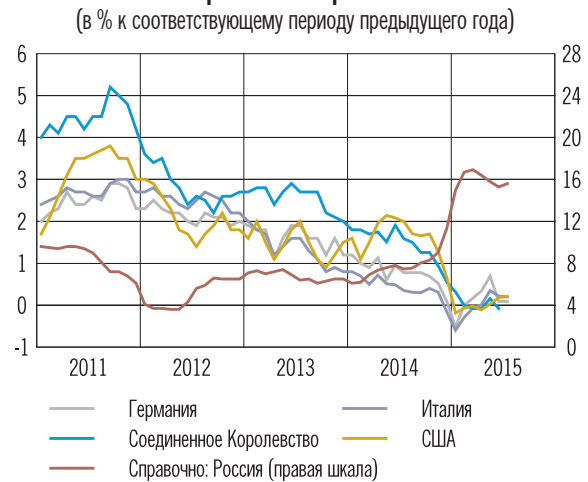


Источник: Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН (ФАО).

с историческими значениями: прогноз прироста агрегированного выпуска в 2015 г. был немного понижен (по причине более позднего, чем предполагалось ранее, начала восстановления экономики Украины) и по-прежнему остается ниже темпа прироста агрегированного ВВП в 2014 году. Основные риски связаны с возможностью ухудшения ситуации в Китае и соответствующим негативным воздействием на темпы роста стран – торговых партнеров и цены на товарных рынках. Непосредственное влияние восстановления ВВП торговых партнеров на российскую экономику будет ограниченным, основную роль будет играть динамика сырьевых цен.

Слабый спрос обеспечивал сохранение низких цен на мировых товарных рынках. Мировые цены на продовольствие в июне-августе 2015 г. продолжали снижаться в условиях избыточного предложения, высокого уровня запасов, усиления опасений относительно замедления экономического роста Китая и низких издержек на топливо. Индекс продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН за данный период потерял 6,9%, опустившись до шестилетнего минимума. Значительно всего понизились цены на молочную продукцию. В то же время по сравнению с мартом-маем 2015 г. снижение мировых цен на продовольствие в июне-июле 2015 г. замедлилось, а их дальнейшее сильное падение маловероятно. Прогнозирувавшееся международными организациями существенное снижение цен в текущем году уже произошло (рис. 1.1.5).

Рисунок 1.1.6
Инфляция в странах – торговых партнерах России: развитые страны

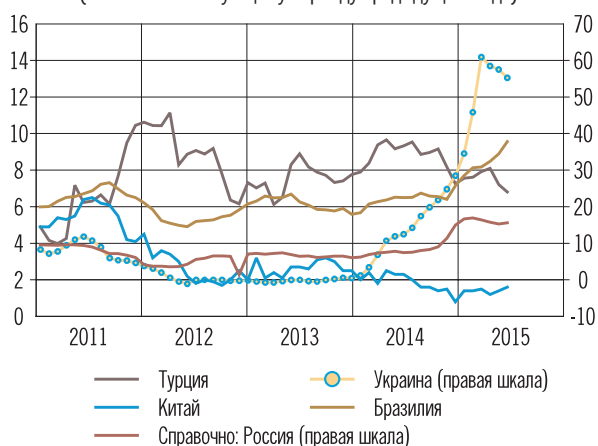


Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

В ближайшие кварталы высокий уровень запасов и низкие цены на нефть будут продолжать оказывать понижательное давление на цены. Однако на фоне некоторого оживления роста мировой экономики и пересмотра прогнозов по урожаям и потреблению зерновых наиболее вероятно стабилизация или хотя бы дальнейшее замедление падения мировых цен на продовольствие.

На фоне низких мировых цен на продовольствие и резкого падения цен на энергоносители темпы инфляции в большинстве стран мира остаются низкими по сравнению с историческими средними уровнями. После некоторого ускорения в мае в июне-июле в большей части развитых стран темпы роста цен стабилизировались, инфляция в годовом выражении оставалась близкой к нулю. Умеренный рост цен отмечался в Германии, Франции, Италии и еврозоне в целом, а также в Японии как результат сохранения количественных мер стимулирования со стороны центральных банков данных стран. Более того, после пяти месяцев отрицательных или близких к нулевым темпов роста цен в США в июне-июле наблюдалось небольшое ускорение инфляции (рис. 1.1.6). Снижение цен на нефть и невысокие темпы экономического роста будут способствовать сохранению потребительских цен в развитых странах в ближайшие кварталы на низком уровне или их незначительному увеличению, несмотря на стимулирующие меры ряда центральных банков развитых стран.

Рисунок 1.1.7
Инфляция в странах - торговых партнерах России:
страны с формирующимися рынками
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные органы государственной статистики.

Инфляция в странах с формирующимися рынками в июне-июле оставалась на уровне марта-мая или несущественно замедлилась. Уменьшение цен на энергоносители для большинства СФР привело к снижению инфляционного давления. Так, инфляция сохранилась на низком уровне в Китае, остается невысокой в Чехии и Венгрии, в Польше продолжается дефляция. Однако в отдельных регионах (прежде всего в ряде стран СНГ и Латинской Америки) рост потребительских цен ускорился, что во многом было обусловлено девальвацией национальных валют на фоне ухудшения условий торговли и укрепления доллара США. Инфляция выше 55% сохраняется на Украине, заметный рост цен отмечается в Бразилии, Турции, Белоруссии (рис. 1.1.7). В то же время в ближайшие кварталы внешнее инфляционное давление со стороны стран СНГ ослабнет, поскольку влияние фактора падения курсов национальных валют постепенно исчерпывается, а слабый внутренний спрос способствует замедлению инфляции.

Продолжающееся ускорение роста цен в странах СНГ во II квартале обусловило более высокие агрегированные темпы роста цен в странах – торговых партнерах России по сравнению с общим уровнем инфляции в мире. В годовом выражении, согласно прогнозу Банка России, темпы роста цен в 2015 г. будут выше, чем в прогнозе, представленном в предыдущем Докладе, и обеспечат превышение агрегиро-

ванным показателем инфляции значения, наблюдавшегося годом ранее. В то же время в большинстве развитых и в ряде развивающихся стран снижение цен на нефть и промышленные металлы сильнее воздействует на инфляцию, чем ускорение темпов экономического роста, в результате чего показатели инфляции в этих странах сохраняются на текущем невысоком уровне или лишь незначительно увеличиваются.

В результате в условиях сохранения невысоких темпов роста цен в странах – торговых партнерах России и низких мировых цен на продовольствие внешнее инфляционное давление хотя и немного усилится в ближайшие кварталы, но останется слабым по сравнению со средними историческими уровнями. Вместе с тем ослабление курса рубля в июне-августе и запрет на импорт ряда продовольственных товаров ограничат позитивное влияние невысокой внешней инфляции на внутренние цены (подробнее см. раздел 1.3.).

Внешние финансовые условия

В условиях низкого инфляционного давления и невысоких темпов роста мировой экономики ключевые центральные банки мира в целом продолжают проводить мягкую денежно-кредитную политику. Европейский центральный банк и Банк Японии сохраняют действие своих программ по выкупу активов. Ожидания более быстрого повышения ключевой ставки ФРС США увеличивались в июне-июле, однако вновь скорректировались в августе на фоне роста нестабильности на мировых финансовых рынках и падения цен на нефть. В первой половине III квартала 2015 г. большинство аналитиков ожидало двух повышений процентной ставки до конца текущего года, однако к концу августа оценки сместились в сторону одного повышения в октябре-декабре 2015 года.

В свою очередь замедление китайской экономики и новая волна распродаж на фондовом рынке обусловили дальнейшее смягчение политики Народным банком Китая. Снизил ставки в июне-августе и другие центральные банки развитых и развивающихся стран – Венгрии,

Рисунок 1.1.8

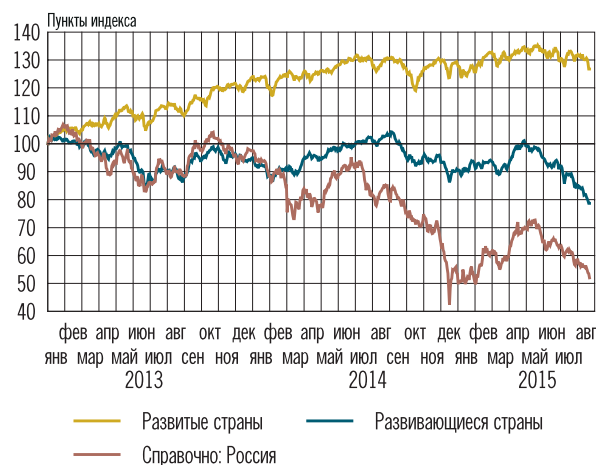
Взвешенная средняя ставка денежно-кредитной политики развивающихся стран*



* В качестве весов для расчета средней ставки использованы величины активов центральных банков. Данные за август - по состоянию на 20.08.2015.
Источники: Bloomberg, МВФ, центральные банки, расчеты Банка России.

Рисунок 1.1.10

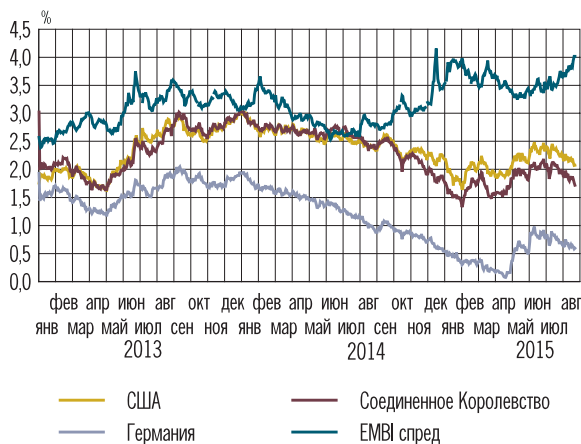
Мировые фондовые индексы MSCI (1.01.2013 = 100)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.1.9

Доходности 10-летних государственных облигаций развитых стран и спред EMBI доходностей государственных облигаций развивающихся стран



Источник: Bloomberg.

Канады, Кореи, Новой Зеландии, Норвегии, Сербии, Швеции и ЮАР (рис. 1.1.8). Исключением стала Бразилия, где ключевая процентная ставка повышалась для сдерживания высоких темпов инфляции, причинами которой стали снижение цен на сырье и ослабление курса бразильского реала.

Мягкая денежно-кредитная политика и замедление инфляции в развитых странах способствовали снижению доходностей государственных облигаций в июле-августе по сравнению со II кварталом (рис. 1.1.9). Еще одним фактором стал начавшийся в конце июля рост спроса международных инвесторов на надежные активы на фоне распродаж на фондовых рынках.

Кроме того, причиной снижения доходности облигаций в Европе стало урегулирование очередного витка греческого долгового кризиса.

При этом снижение ставок на рынках развитых стран не способствовало росту объемов притока капитала в страны с формирующимися рынками. Напротив, в июле-августе наблюдался отток с рынков крупнейших развивающихся стран в связи с замедлением китайской экономики, обвалом фондового рынка КНР и ростом инвестиционного спроса на надежные активы в США и еврозоне. Мировые фондовые индексы в июне-августе снижались (рис. 1.1.10) преимущественно за счет падения фондовых индексов развивающихся стран. Индикаторы восприятия риска глобальными инвесторами значительно выросли. Первый этап роста произошел в начале июля, в период усиления ожиданий выхода Греции из еврозоны. После достижения договоренностей по долгу Греции волатильность на мировых рынках начала снижаться, однако вновь резко выросла во второй половине августа вслед за ускорением падения китайского фондового рынка. Дополнительным фактором, увеличившим отток капитала из стран – экспортеров сырья, стали низкие цены на мировых товарных рынках, в частности цены на нефть.

В результате отток капитала из фондов, инвестирующих в Россию, в июне-августе составил порядка 2,2 млрд долл. США. Премии по российским 5-летним CDS и доходности еврооблигаций российских эмитентов оставались

Рисунок 1.1.11

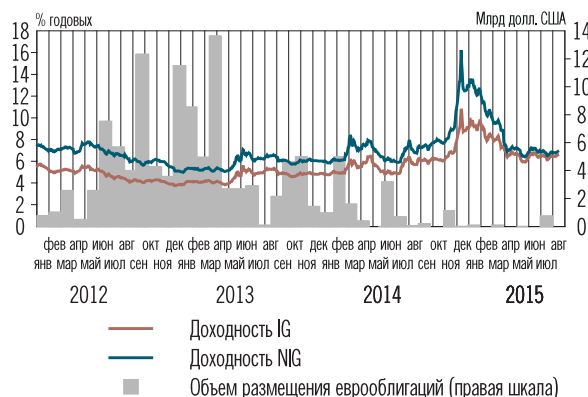
Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками* с 1.01.2013



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

Рисунок 1.1.13

Эффективная доходность и объем размещения еврооблигаций российских корпоративных заемщиков*



* Показатели доходности и дюрации (IG) и (NIG) рассчитываются по индексному портфелю еврооблигаций с рейтингами инвестиционного и верхнего неинвестиционного классов соответственно.

Источник: информационное агентство «Сбондс.ру».

Рисунок 1.1.12

Индексы курсов валют к доллару США* (1.01.2013 = 100)



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

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

стабильны с июня по август, однако начали быстро расти со второй половины августа 2015 г. на фоне резкого падения цен на нефть и общего снижения интереса инвесторов к активам стран с формирующимися рынками. В результате CDS-премии и доходности по еврооблигациям российских эмитентов вернулись к уровням апреля 2015 г. (рис. 1.1.11, 1.1.13), значительно превысив прогнозы Банка России.

На фоне роста премий за риск и низкого спроса инвесторов на активы СФР, а также продолжающегося действия финансовых санкций внешние рынки капитала оставались практически закрытыми для российских заемщиков – объемы размещения еврооблигаций и привле-

чения кредитов в июне-августе были близкими к нулевым (рис. 1.1.13). Кроме того, продолжался существенный чистый вывоз капитала частным сектором, обусловленный преимущественно вынужденным погашением банками и компаниями обязательств перед нерезидентами в условиях западных санкций против российского финансового сектора.

В дальнейшем волатильность на рынке облигаций, скорее всего, сохранится, так как в III–IV кварталах 2015 г. ожидается ряд важных решений монетарных властей США и Великобритании. Помимо этого на поведение участников рынка может повлиять выход статистики в еврозоне, которая продемонстрирует, насколько эффективна политика ЕЦБ по борьбе с дефляцией. Значительная неопределенность сохраняется и в отношении экономической ситуации в Китае. Банк России ожидает, что доходности по долгосрочным инструментам будут оставаться примерно на текущих уровнях или даже несколько снизятся на фоне повышенного спроса на безрисковые активы и низкого уровня инфляционных ожиданий.

На фоне снижавшихся цен на нефть и растущих страновых премий за риск реальный курс рубля снизился на 6,5% в июне и на 2,6% в июле (после роста на 2,1% в мае). По предварительной оценке Банка России, в августе реальный эффективный курс рубля снизился более чем на 11%. При этом, по оценкам Банка России, фактический уровень реального курс-

са оказался значительно ниже равновесного – в августе отклонение составляло порядка 10%.

Рубль подешевел к доллару США намного значительнее, чем валюты стран с формирующимися рынками в среднем. Также более заметным был рост CDS-премии на российские активы. Ожидается, что разрыв между курсом рубля и средним курсом валют развивающихся стран останется на текущем уровне при условии отсутствия заметных колебаний на рынках сырьевых товаров. Прогноз CDS-премии повышен по сравнению с предыдущим прогнозом, в первую очередь вследствие изменения ожидаемой динамики цен на нефть.

Условия торговли

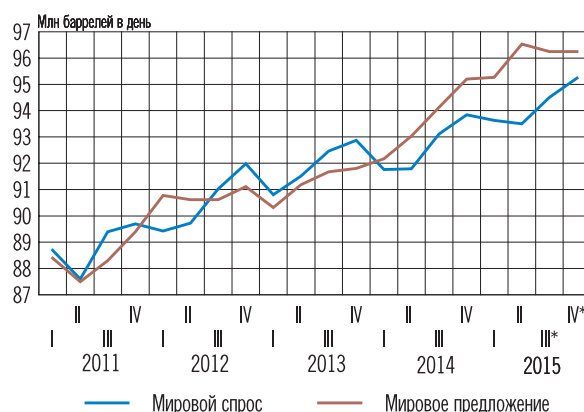
После восстановления в марте-мае мировая цена на нефть возобновила падение в июне-августе 2015 г. Мировые цены на другие основные товары российского экспорта продолжали снижаться, что привело к ухудшению условий торговли.

После роста до 58,8 долл. США за баррель в среднем за март-май 2015 г. цена на нефть марки «Юралс» снова понизилась до 54,6 долл. США за баррель за июнь-август 2015 г., причем в августе цена на нефть опускалась почти до 40 долл. США за баррель (минимум с февраля 2009 г.). Возобновившееся снижение оказалось сильнее, чем предполагали сценарии 1 и 2 в предыдущем Докладе, и в большей степени соответствовало рисковому сценарию.

Ключевую роль в снижении цен сыграла обеспокоенность относительно спроса со стороны Китая – второго в мире крупнейшего потребителя нефти. Понижительное давление на цену также оказали опасения значительного расширения поставок нефти из Ирана, усилившиеся после одобрения в июле соглашения по его ядерной программе, которое позволит снять ограничения на импорт нефти из Ирана. Другими факторами снижения цены на нефть стали укрепление доллара США на фоне ожидаемого повышения ключевой ставки ФРС, высокий уровень запасов в развитых странах и рост добычи в государствах – членах ОПЕК, в частности в Ираке и Саудовской Аравии. Вместе с тем сдерживали падение цены на нефть сокращение добычи нефти в США и невысокий объем

Рисунок 1.1.14

Соотношение мирового спроса и предложения нефти*



* Прогноз на III и IV кв. 2015 год.

Предполагаемый объем добычи ОПЕК в течение прогнозного периода – 31,7 млн б/д.

Источник: Международное энергетическое агентство.

Рисунок 1.1.15

Динамика мировых цен на нефть

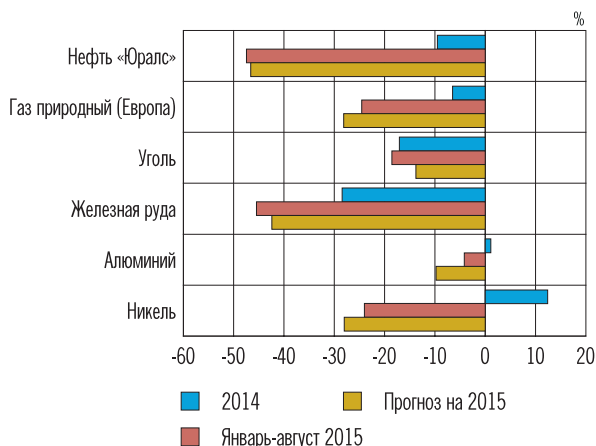


Источники: Thomson Reuters, EIU, EIA, Consensus Economics.

поставок из Ливии на фоне сохраняющейся в стране геополитической напряженности.

Банк России ожидает, что до конца 2015 г. мировая цена на нефть сохранится вблизи текущего уровня, то есть ниже, чем предусматривалось в рамках сценариев 1 и 2 в предыдущем Докладе. Риски смещены в сторону дальнейшего падения цен. Понижительное давление связано с реализацией всех негативных факторов одновременно: проблемами в Китае, смягчением санкций в отношении Ирана, укреплением доллара США. Кроме того, для многих участников рынка неожиданностью стала устойчивость объемов добычи из нетрадиционных источников в США – благодаря прогрессу в технологиях нефтедобычи себестоимость до-

Рисунок 1.1.16
Динамика мировых цен на основные товары
российского экспорта



Источники: Международный Валютный Фонд, по нефти - данные Reuters, базовый прогноз I Банка России.

бычи на действующих месторождениях сланцевой нефти в США значительно снизилась (рис. 1.1.14, 1.1.15). С учетом вышеуказанных факторов и последнего падения цены на нефть прогнозы цены на нефть на ближайшие годы были ухудшены (подробнее см. раздел 2.1.).

Снижение мировых цен на другие ключевые экспортные товары России, которое происходило на протяжении ряда последних лет, в июне-августе 2015 г. продолжилось. Природный газ на европейском рынке значительно подешевел

в условиях увеличения запасов, слабого спроса и корректировки контрактных цен, привязанных к ценам на нефть. Мировые цены на уголь и металлы продолжали снижаться на фоне избыточного предложения, замедления роста спроса со стороны Китая, на который приходится около половины мирового потребления угля и металлов, а также укрепления доллара США. В ближайшие кварталы в условиях сохранения действия вышеуказанных факторов цены на газ, уголь и металлы останутся на низком уровне (рис. 1.1.16).

Снижение мировых цен на товарных рынках негативно повлияло на экономику России. В январе-июле 2015 г. падение цен на нефть, нефтепродукты, газ, уголь, железную руду и никель привело к уменьшению поступлений от экспорта по сравнению аналогичным периодом предыдущего года более чем на 85 млрд долл. США, что сопоставимо с сокращением совокупного экспорта товаров. Данное снижение лишь частично было компенсировано ослаблением рубля и ростом физического объема поставок нефти и нефтепродуктов. Снижение цен на сырьевые товары также негативно сказывается на доходах государственного бюджета и приводит к дальнейшему ухудшению инвестиционной привлекательности России.

1.2. Финансовые условия

В июне-августе 2015 г. в основных сегментах российского финансового рынка процентные ставки уменьшались вслед за снижением ключевой ставки Банка России. Несмотря на указанную тенденцию, в целом финансовые условия по-прежнему оставались умеренно жесткими. Склонность участников рынка к риску была низкой, что проявлялось, в частности, в некотором ужесточении неценовых условий кредитования и продолжающемся замещении более рискованных направлений кредитования менее рискованными. На этом фоне наметившийся в последние месяцы в условиях снижения ставок рост кредитных и монетарных агрегатов был слабым, что не оказывало стимулирующего влияния на совокупный спрос в экономике и создавало тем самым предпосылки для дальнейшего замедления инфляции.

Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора

Ставки денежного рынка в июне-августе 2015 г. продолжали формироваться внутри процентного коридора Банка России. При этом изменения структуры операций отдель-

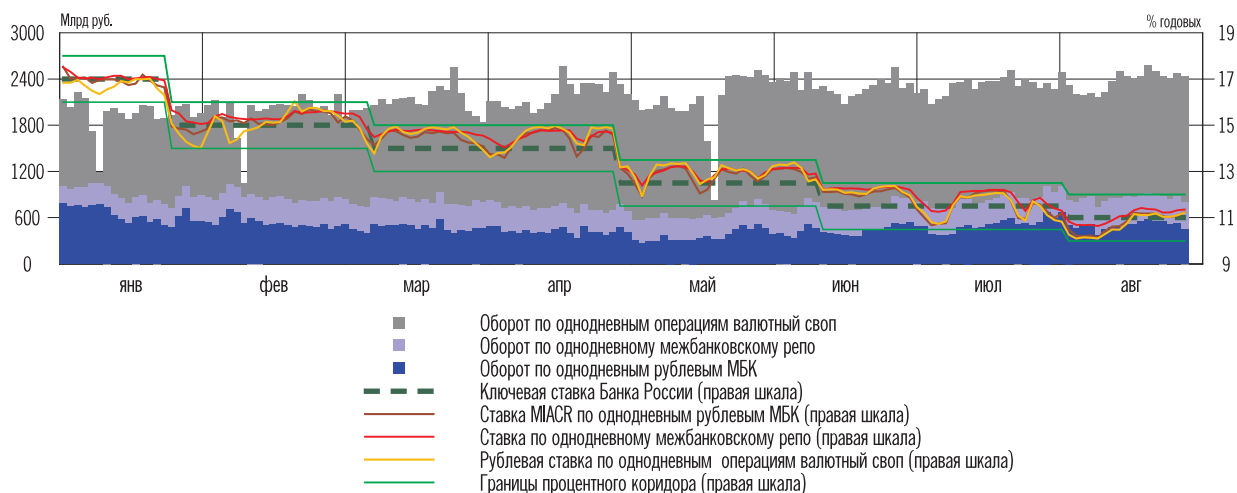
ных участников на денежном рынке и факторов формирования ликвидности банковского сектора в этот период обусловили неоднородную динамику спреда ставок межбанковского кредитования (МБК) к ключевой ставке Банка России.

В июне – первой половине июля в условиях близкого к нулю текущего дефицита ликвидности ставки МБК находились выше ключевой ставки Банка России – положительный спред к ней в среднем составил около 30 базисных пунктов. Повышательное давление на ставки МБК в указанный период, в частности, оказывал высокий спрос отдельных банков на привлечение рублевой ликвидности посредством операций биржевой валютный своп. С конца июля в условиях снижения спроса кредитных организаций на ликвидность в конце периода усреднения обязательных резервов потребность банков в привлечении средств на денежном рынке, в том числе в сегменте валютных свопов, снизилась. Это в сочетании с продолжающимся притоком ликвидности по бюджетному каналу привело к снижению ставок МБК ниже ключевой ставки Банка России (рис. 1.2.1).

Во второй декаде августа с началом нового периода усреднения и ростом спроса банков на ликвидность средний уровень процентных ставок в сегменте «овернайт» денежного рынка вновь приблизился к ключевой ставке Банка России. Положительный спред процентных ста-

Рисунок 1.2.1

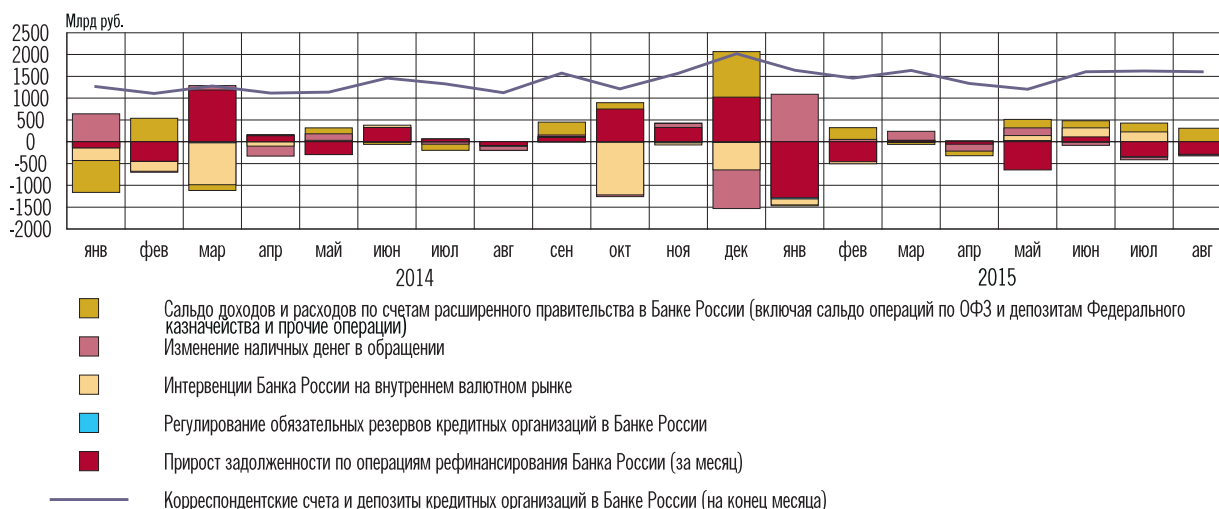
Процентные ставки и обороты на денежном рынке в 2015 году



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.2

Динамика ликвидности банковского сектора и факторов ее формирования

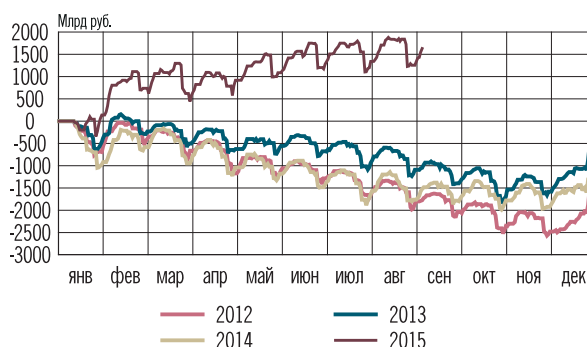


вок на рынке МБК стабилизировался на уровне 10–20 базисных пунктов, что ниже значений, наблюдавшихся в марте-июне текущего года. Сужение спреда стало следствием постепенного сокращения структурного дефицита ликвидности банковского сектора в течение всего рассматриваемого периода.

В условиях притока средств в банковский сектор в результате действия факторов формирования ликвидности (рис. 1.2.2) Банк России сокращал объем предоставления средств в рамках недельных операций репо, к чему ряд кредитных организаций адаптировался недостаточно быстро. В частности, это отразилось в завышении потребности в ликвидности со стороны отдельных банков, ставки которых, как правило, заметно превышали ставки, выставляемые другими участниками рынка. В результате средневзвешенные ставки по аукционам репо Банка России в июне-августе на 50–60 базисных пунктов превышали ключевую ставку (в марте-мае 2015 г. – на 20–30 базисных пунктов). Однако складывавшиеся по итогам этих аукционов высокие средневзвешенные ставки не препятствовали достижению операционной цели денежно-кредитной политики – сближению ставок МБК с ключевой ставкой Банка России. В период между проведением операций недельного репо средства, полученные на аукционах Банка России, перераспределялись между участниками денежного рынка, имевшими дефицит или избыток средств, не приводя

Рисунок 1.2.3

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



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

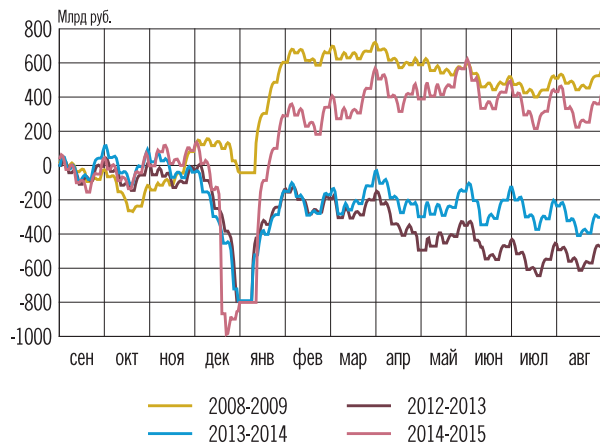
Источник: Банк России.

при этом к значительному использованию операций Банка России постоянного доступа и росту ставок МБК. Все это свидетельствует о достаточном объеме предоставления средств, предлагаемых к размещению в рамках аукционов недельного репо Банка России.

Приток ликвидности в банковский сектор в рассматриваемый период был во многом обусловлен более высоким темпом расходования бюджетных средств по сравнению с динамикой, характерной для того же периода предшествующих лет (рис. 1.2.3). Так, поступление средств в банковский сектор по бюджетному каналу в июне-августе в результате сокращения остатков средств на счетах расширенного

Рисунок 1.2.4

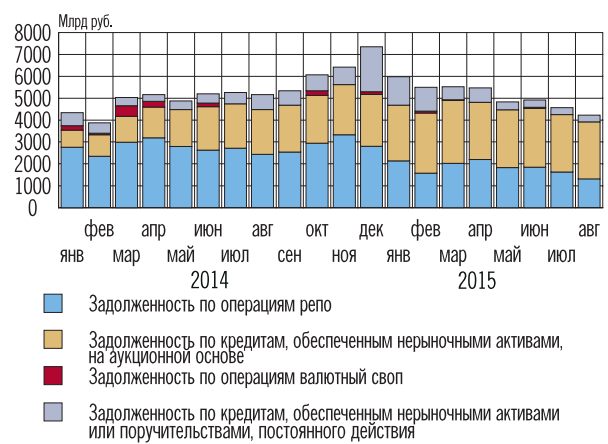
Изменение наличных денег в обращении («+» снижение, «-» увеличение) (накопленным итогом с сентября)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.5

Структура операций рефинансирования Банка России в 2014 - начале 2015 года (на конец месяца)



Источник: Банк России.

Таблица 1.2.1

Прогноз факторов формирования ликвидности банковского сектора (трлн руб.)

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

¹ Январь-август 2015 г. - факт, сентябрь-декабрь - прогноз.² Включая процентные платежи по операциям рефинансирования Банка России.³ В предыдущих версиях Доклада данные операции относились к изменению остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и прочим операциям.⁴ Спрос на свободные банковские резервы в течение прогнозного периода определяется исходя из остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России (с учетом усредняемой величины обязательных резервов и потребности кредитных организаций в средствах для осуществления расчетов и в связи с мотивами предосторожности) и уровня депозитов кредитных организаций в Банке России.⁵ За исключением субординированных кредитов Сбербанку России и облигаций отдельных кредитных организаций в портфеле Банка России.

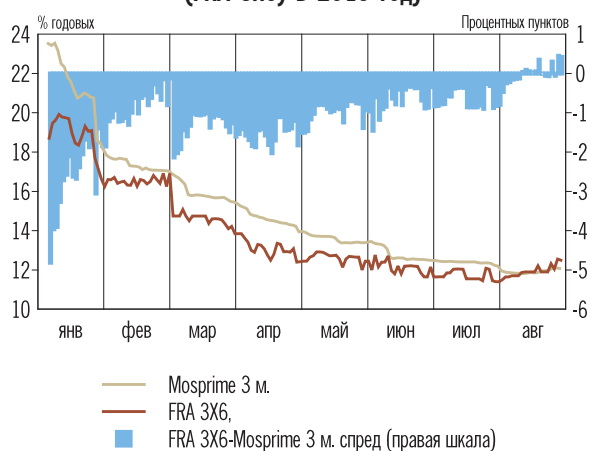
Источник: расчеты Банка России.

правительства в Банке России (включая прочие операции) составило 0,6 трлн рублей. Из них приток ликвидности в размере 0,2 трлн руб. был сформирован проведением операций Федерального казначейства по размещению временно свободных средств федерального бюджета на банковские депозиты.

Динамика изменения наличных денег в обращении в июне-августе 2015 г. приблизилась

к традиционной для середины года траектории, характеризующейся ежемесячным увеличением объема наличных денег в экономике. Это привело к незначительному оттоку ликвидности из банковского сектора по данному каналу в размере 0,2 трлн руб. (рис. 1.2.4). Проведение операций Банка России по покупке иностранной валюты на внутреннем рынке в июне-июле 2015 г. для пополнения международных резер-

Рисунок 1.2.6
Спред между ставкой MosPrime (3 месяца)
и форвардным контрактом на ставку MosPrime
(FRA 3x6) в 2015 году



Источники: Банк России, Thomson Reuters.

вов способствовало увеличению ликвидности банковского сектора в объеме, эквивалентном 0,4 трлн рублей.

В результате действия вышеуказанных факторов формирования ликвидности банковского сектора объем задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России снизился с 4,9 трлн. руб. в начале июня до 4,3 трлн руб. в конце августа. Сокращение задолженности произошло прежде всего за счет изменения объема предоставления средств в рамках операций репо на срок 1 неделя, тогда как задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами или поручительствами, изменилась незначительно (рис. 1.2.5).

До конца 2015 г., ожидается увеличение потребности кредитных организаций в операциях рефинансирования Банка России. К концу декабря задолженность кредитных организаций перед Банком России может составить 4,6–5,6 трлн руб., что соответствует прогнозу, представленному в предыдущем Докладе о денежно-кредитной политике. Отток ликвидности будет обусловлен возвращением динамики наличных денег в обращении к сезонным тенденциям. При этом основным фактором неопределенности в оценке ожидаемой потребности банковского сектора в рефинансировании остается величина бюджетных расходов, финансируемых за счет средств Резервного фонда, а также инвестирования средств Фон-

да национального благосостояния. С учетом изменения потребности в ликвидности до конца года Банк России будет корректировать объем предложения средств как на аукционах репо, так и за счет предоставления кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на аукционной основе, задолженность по которым Банк России планирует постепенно сокращать. В целом проведение операций по управлению ликвидностью Банком России по-прежнему будет направлено на создание условий для формирования ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России.

Ожидания участников рынка процентных деривативов относительно дальнейшей динамики ключевой ставки Банка России не предполагают ее значительного изменения в краткосрочном периоде.

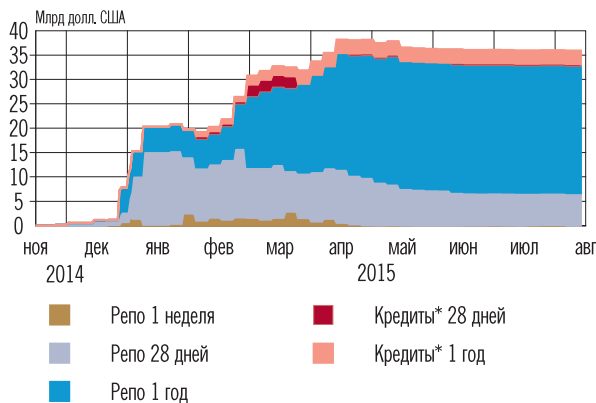
После июльского снижения ключевой ставки Банка России спреда между форвардными контрактами на ставку Mosprime на срок 3 месяца (FRA 3x6 и FRA 6x9) и ее текущим значением, на протяжении всего 2015 г. находившиеся в отрицательной области (отражая тем самым ожидания дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России), перешли в положительную область и стабилизировались на уровне около 25 базисных пунктов (рис. 1.2.6). Это в сочетании с текущей формой кривой ставок денежного рынка (overnight index swap) свидетельствует, что участники рынка считают потенциал снижения ключевой ставки Банком России на горизонте двух кварталов практически исчерпанным.

Валютный рынок и операции Банка России с иностранной валютой

Ситуация с валютной ликвидностью у российских банков в июне-августе 2015 г. оставалась благоприятной, чему, в частности, способствовало сохранение в этот период задолженности по операциям репо и кредитным аукционам Банка России в иностранной валюте на неизменном уровне – около 36 млрд долл. США (рис. 1.2.7). В этих условиях чистый кредит российских банков банкам-нерезидентам по операциям на денежном рынке по-прежнему

Рисунок 1.2.7

Задолженность кредитных организаций перед Банком России по валютным инструментам рефинансирования



* Кредиты Банка России в долларах США, обеспеченные залогом прав требования по кредитам в долларах США.

Источник: Банк России.

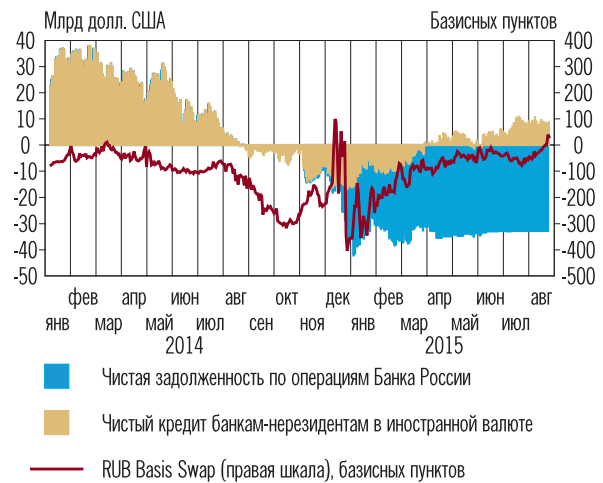
находился вблизи значений II квартала 2014 г. – периода до введения секторальных санкций в отношении российских организаций. На отсутствие проблем с долларовой ликвидностью указывала также и динамика спреда между рублевыми и кросс-валютными процентными свопами на срок 1 год – значение индикатора в конце августа находилось около нулевого уровня (рис. 1.2.8).

На валютном рынке в июне-августе наблюдалось существенное ослабление рубля (рис. 1.2.9), что в значительной мере было обусловлено изменениями цены на нефть. По оценкам Банка России, чувствительность валютного курса USD/RUB к динамике нефтяных котировок по мере их снижения в рассматриваемом периоде заметно увеличилась. Так, снижение нефтяных котировок в июне-августе на 17,4% сопровождалось ростом курса USD/RUB на 22,8%. Кроме того, дополнительное давление на динамику курса рубля оказали негативные тенденции на международных финансовых рынках – падение фондовых индексов в Китае и США и произошедшая в августе 2015 г. девальвация китайского юаня (см. раздел 1.1).

Наблюдаемое ослабление рубля не сопровождалось значительным ростом волатильности курса – ее показатели оставались вблизи уровней, наблюдавшихся на протяжении большей части 2015 года. При этом их рост в третьей декаде июля – августе 2015 г. в основном был связан с падением цен на нефть. В этих условиях

Рисунок 1.2.8

Операции банков-резидентов с Банком России и банками-нерезидентами в иностранной валюте

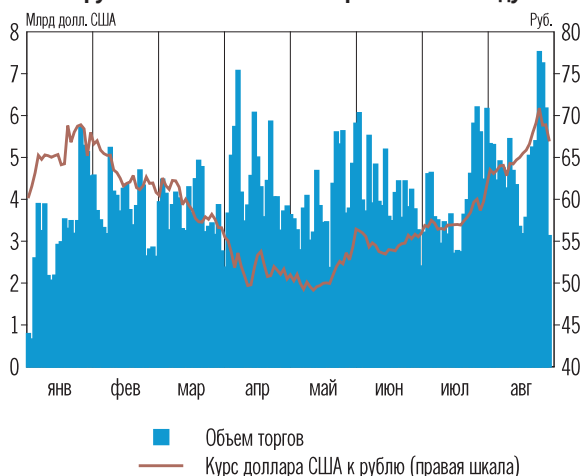


Источник: Банк России.

показатели реализованной и вмененной волатильности (см. Глоссарий) вернулись в августе 2015 г. в диапазон 20–30 процентных пунктов в годовом выражении после локального снижения в конце июня – начале июля (рис. 1.2.10). Поскольку значение этих показателей в настоящее время в значительной степени определяется динамикой нефтяных котировок, по мере стабилизации цен на рынке энергоносителей можно ожидать и некоторого снижения волатильности курса рубля.

С учетом складывающейся конъюнктуры на внутреннем валютном рынке Банк России в конце июля 2015 г. принял решение приостановить покупки иностранной валюты для пополнения международных резервов, поскольку продолжение указанных операций могло усилить сформировавшийся тренд по курсу. Кроме того, определенную поддержку рублю продолжал оказывать ряд факторов, сдерживавших его ослабление на фоне падения цены на нефть и роста неопределенности на мировых финансовых рынках. Так, спрос населения и организаций на иностранную валюту продолжал оставаться умеренным, что свидетельствовало об отсутствии спекулятивного мотива приобретения иностранной валюты, наблюдавшегося в декабре 2014 года. Объемы продажи валюты крупнейшими экспортерами в июне-августе 2015 г. были значительными и более равномерными по сравнению с предшествующими меся-

Рисунок 1.2.9
Динамика объема торгов и курса доллара США к рублю на Московской Бирже в 2015 году



Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 1.2.10
Динамика вмененной и реализованной волатильности курса рубля в 2015 году



Источник: Bloomberg.

цами, в том числе по причине конвертации валюты для выплаты рублевых дивидендов.

Проведение до конца 2015 г. операций по погашению внешней задолженности российскими организациями, по оценкам Банка России, не окажет значительного давления на валютный курс. Чистые поступления по текущему счету платежного баланса (даже с учетом текущей цены на нефть) в совокупности с накопленными валютными активами российских банков и компаний позволят им бесперебойно осуществлять платежи по внешнему долгу, не предъявляя дополнительного спроса на иностранную валюту на внутреннем рынке. Кроме того, Банк России готов продолжить предоставление ликвидности

в иностранной валюте в рамках аукционов репо. Предстоящие в конце 2015 г. значительные объемы погашения валютного репо на срок 12 месяцев в дальнейшем могут быть рефинансированы. При этом Банк России будет проявлять гибкость в выборе форм рефинансирования годовой валютной задолженности банков, рассматривая возможность как возобновления валютных аукционов на срок 12 месяцев, так и увеличения лимитов месячных и недельных аукционов. Другие параметры операций рефинансирования в иностранной валюте будут определяться в зависимости от развития ситуации на валютном рынке.

Цены активов и долгового рынок

Ухудшение конъюнктуры международных финансовых и товарных рынков и связанное с этим ослабление рубля, наряду с продолжающимся снижением экономической активности внутри страны, оказали негативное влияние на настроения участников российского рынка ценных бумаг. Наблюдавшееся с начала 2015 г. восстановление цен рублевых финансовых активов в июне-августе прекратилось (рис. 1.2.11, 1.2.12). В то же время продолжение Банком России цикла снижения ключевой ставки нивелировало последствия внешних и внутренних шоков, препятствуя формированию негативных

Рисунок 1.2.11

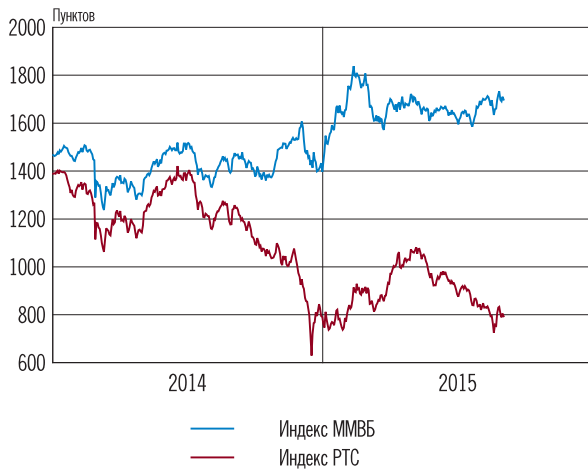
Доходность облигаций



Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру.

Рисунок 1.2.12

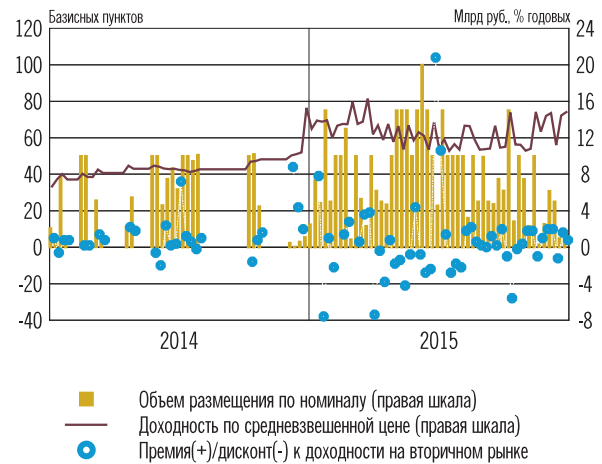
Индексы акций



Источник: ФБ ММВБ.

Рисунок 1.2.14

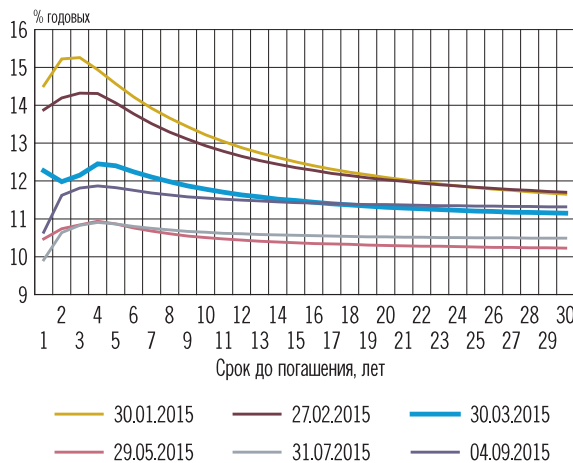
Аукционы Минфина России по размещению/доразмещению ОФЗ



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

Рисунок 1.2.13

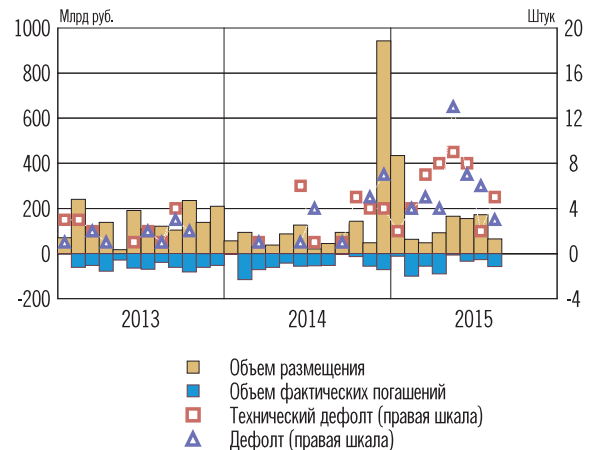
Срочная структура бескупонной доходности ОФЗ



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

Рисунок 1.2.15

Размещение на ФБ ММВБ и погашение корпоративных облигаций (дефолты по выпускам облигаций)



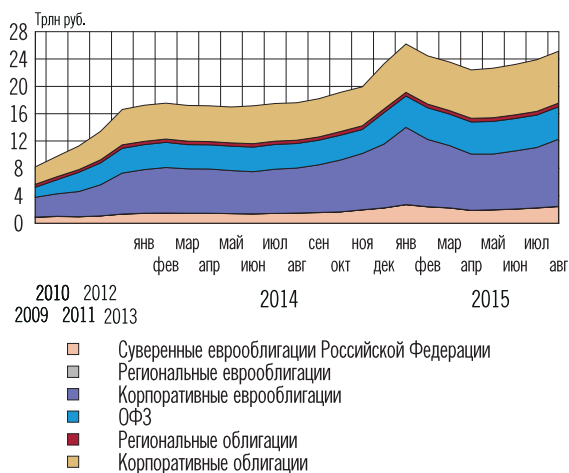
Источники: ФБ ММВБ, информационное агентство «Сбондс.ру», расчеты Банка России.

тенденций в динамике ценовых и объемных показателей российского рынка ценных бумаг.

В июне-августе 2015 г. доходность всех видов облигаций и рублевые индексы акций колебались вблизи уровней конца мая. Лишь в начале третьей декады августа отмечался заметный рост доходности на фоне ускорившегося падения мировых цен на нефть и ослабления рубля. При этом в конце августа индикаторы рыночных ожиданий (извлеченные из цен и кривой доходности ОФЗ), с одной стороны, по-прежнему указывали на снижение ставок на среднесрочном горизонте, с другой – свидетельствовали о значительном исчерпании потенциала снижения ставок до конца 2015 г. (рис. 1.2.13).

Эмиссионная активность на внутреннем долгом рынке в июне-августе 2015 г. оставалась высокой (рис. 1.2.14, 1.2.15). Компании и банки наращивали объемы внутренних облигационных займов, продолжая использовать открывшееся в 2015 г. окно возможностей после существенного ухудшения условий заимствования во второй половине предыдущего года. Росту предложения облигаций на внутреннем рынке способствовала сохраняющаяся относительно привлекательная для эмитентов стоимость заимствования, которая существенно не изменилась после снижения в январе-мае 2015 г., и ограничение доступа к внешнему фондированию, стимулировавшее эмиссию корпоративных облигаций не только в рублях, но и в ино-

Рисунок 1.2.16
Объем российских облигаций в обращении
(на конец периода)

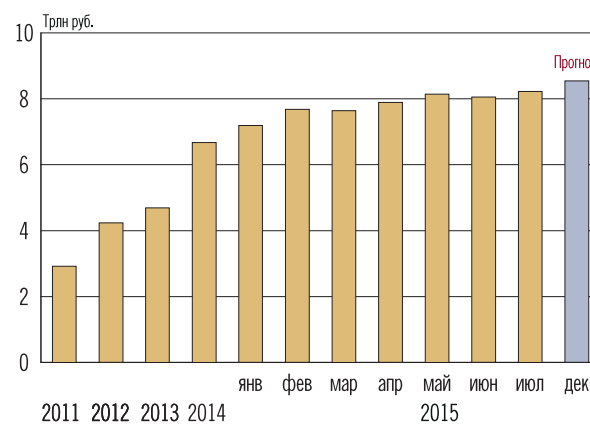


Источники: ФБ ММВБ, информационное агентство «Сбондс.ру».

странной валюте. Значительный спрос на новые выпуски облигаций на первичном рынке, как и ранее, формировали кредитные организации, использовавшие эти активы в том числе в качестве рыночного обеспечения по операциям на денежном рынке (в частности, по операциям с Банком России), а также НПФ, увеличившие инвестиции в государственные и корпоративные облигации в связи с «разморозкой» пенсионных накоплений. Более двух третей объема размещенных на ФБ ММВБ в июне-августе выпусков облигаций было выкуплено этими группами инвесторов, оставшаяся часть – нерезидентами, небанковскими организациями и физическими лицами. При этом нерезиденты сокращали свои инвестиции в рублевые финансовые активы (см. раздел 1.1), что приводило в отдельные периоды к повышению волатильности на фондовом рынке. К концу августа 2015 г. совокупный рыночный портфель обращающихся на внутреннем рынке облигаций увеличился на 2,7% по сравнению с концом мая (рис. 1.2.16).

Высокий спрос банков на долговые инструменты, наряду с реализуемой программой докапитализации банков через механизм ОФЗ и мерами Банка России по расширению Ломбардного списка, будет способствовать увеличению объема рыночного обеспечения у кредитных организаций к концу 2015 г. до 8,5 трлн руб. с 6,7 трлн руб. на 1.01.2015 (рис. 1.2.17).

Рисунок 1.2.17
Ценные бумаги, принадлежащие банкам и входящие в Ломбардный список Банка России
(на конец периода)*

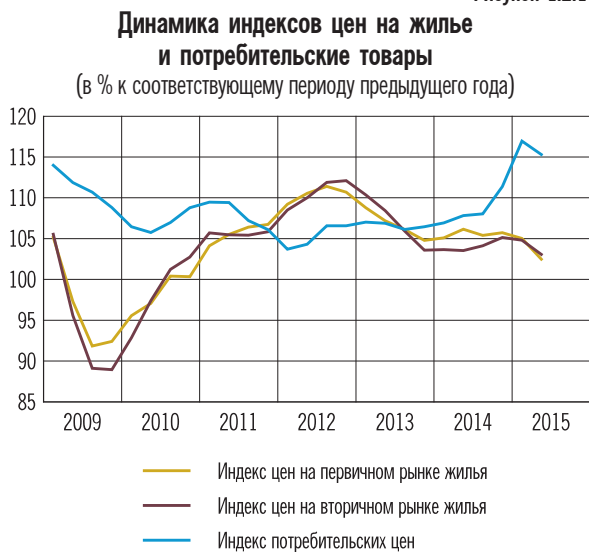


* С учетом ценных бумаг, переданных в обеспечение по сделкам репо.
Источник: Банк России.

В условиях высокой неопределенности ценовых ожиданий у участников российского рынка ценных бумаг потенциал дальнейшего восстановления котировок и роста рыночного портфеля обращающихся выпусков ценных бумаг в ближайшие кварталы ограничен. Вероятно также формирование избирательного спроса на новые эмиссии облигаций – смещение интереса инвесторов в пользу инструментов высокого кредитного качества и уход от рискованных вложений.

На фоне снижения экономической активности и уменьшения реальных располагаемых доходов интерес населения к покупке жилой недвижимости снизился. Средняя стоимость 1 кв. м жилья во II квартале 2015 г. уменьшилась на 0,73% по сравнению предыдущим кварталом. Годовые темпы роста индексов цен на первичном и вторичном рынках жилья во II квартале 2015 г. уступали соответствующим показателям II квартала 2014 г., оставаясь заметно ниже уровня инфляции (рис. 1.2.18). Смягчение ценовых условий ипотечного кредитования вследствие снижения со II квартала 2015 г. ставок по рублевым ипотечным кредитам и реализации государственной программы субсидирования ипотечной ставки удержало цены жилой недвижимости от более глубокого падения. Однако в условиях возросшей экономической неопределенности, слабой инвестиционной активности и снижающегося платеже-

Рисунок 1.2.18



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

способного спроса населения темпы прироста цен на недвижимость в ближайшие два квартала с высокой вероятностью останутся отрицательными.

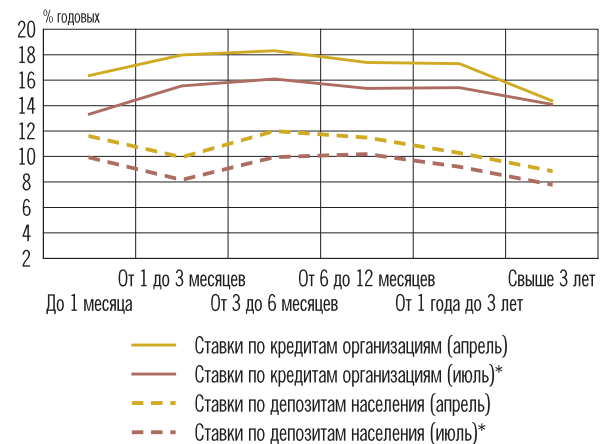
Рынок банковских кредитов и депозитов

В мае-августе 2015 г. в условиях продолжающегося снижения ключевой ставки Банка России сохранялась понижательная динамика ставок на основных сегментах российского кредитного и депозитного рынка, наметившаяся в начале года (рис. 1.2.19) после резкого повышения ставок (особенно краткосрочных) в декабре 2014 – январе 2015 года.

Как и ожидалось, снижение ставок на разных сегментах депозитного рынка было неоднородным. По предварительным оценкам, средняя ставка по краткосрочным рублевым депозитам в июле была на 1,7 п.п. ниже аналогичного показателя апреля. Ставка по долгосрочным депозитам за тот же период снизилась на 1,1 процентного пункта. В результате, хотя краткосрочные депозитные ставки по-прежнему превышали долгосрочные, степень этого превышения существенно сократилась. Такая динамика депозитных ставок была во многом обусловлена изменением приоритетов банков. В анализируемом периоде банки на депозитном рынке ориентировались прежде всего на формирование устойчивого долгосрочного фондирования,

Рисунок 1.2.19

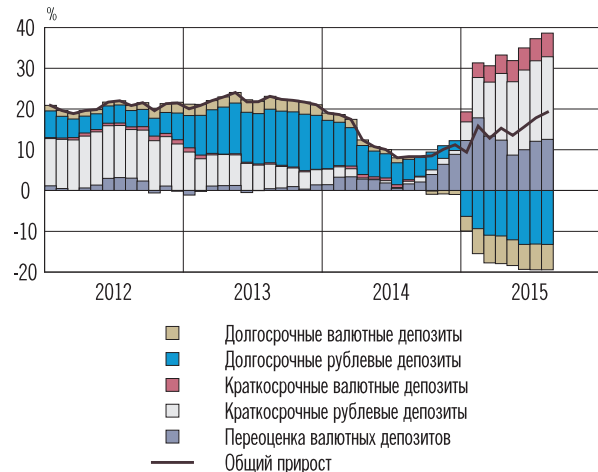
Срочная структура процентных ставок по рублевым банковским операциям в 2015 году



* Предварительная оценка.
Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.20

Вклад отдельных элементов в годовой прирост банковских депозитов физических лиц



Источник: Банк России.

а не на привлечение краткосрочных пассивов, как это было в конце 2014 г. в условиях напряженности на денежном рынке.

В целом приток средств населения на банковские депозиты продолжался, хотя в мае-июле наблюдалось сезонное замедление средних месячных темпов прироста банковских депозитов. Прирост депозитов населения сопровождался ожидавшимися сдвигами в их структуре. В условиях опережающего снижения ставок по краткосрочным депозитам и повышения доверия населения к банковскому сектору наблюдалось возобновление притока средств на долгосрочные депозиты, сократившиеся в начале года, с одновременным замедлением роста

краткосрочных депозитов (рис. 1.2.20). Несмотря на номинальное ослабление рубля, в мае-июле темпы прироста рублевых депозитов несколько превышали аналогичный показатель для валютных депозитов. Рост долларизации депозитов в рассматриваемом периоде был связан исключительно с переоценкой валютных депозитов.

До конца 2015 г. можно ожидать сохранения тенденций, наблюдавшихся в середине года. Опережающее снижение ставок по краткосрочным депозитам будет продолжаться вплоть до возвращения срочной структуры депозитных ставок к нормальной форме и выравнивания темпов роста долго- и краткосрочных депозитов (или умеренного превышения первых над последними). При отсутствии существенных изменений конъюнктуры валютного рынка темпы прироста валютных и рублевых депозитов будут близки.

Сохранению понижательной динамики депозитных ставок помимо эффекта от снижения ключевой ставки в январе-августе 2015 г. будет способствовать переход к системе дифференцированных отчислений в АСВ. Вследствие действия данного фактора можно ожидать опережающего снижения ставок по операциям банков, проводящих наиболее агрессивную ценовую политику на депозитном рынке, и сужение диапазона ставок по предлагаемым на российском рынке депозитным продуктам.

Снижение ключевой ставки Банка России в сочетании с удешевлением банковского фондирования (в том числе за счет замещения краткосрочных депозитов, привлеченных банками по высоким ставкам в декабре 2014 г. и январе 2015 г., новыми депозитами, привлекаемыми по существенно меньшим ставкам), как и ожидалось (см. Доклад о денежно-кредитной политике, июнь 2015 г.), способствовало понижению кредитных ставок банков (рис. 1.2.19). При этом темпы снижения ставок по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям существенно опережали аналогичные показатели по долгосрочным кредитам (снижение за май-июль, по предварительным данным, составило 2,5 и 0,3 п.п. соответственно). Подобная динамика была отражением более медленного и слабого роста долгосрочных ставок в начале года, связанного как с ожиданиями снижения

Рисунок 1.2.21

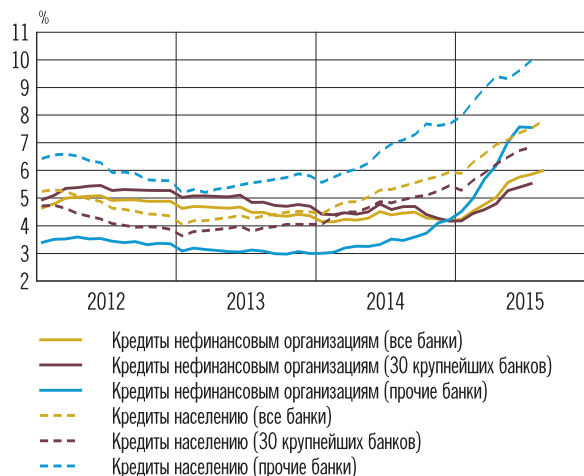
Индексы условий кредитования и спроса на кредиты



Источник: Банк России.

Рисунок 1.2.22

Просроченная задолженность по кредитам банков



Источник: Банк России.

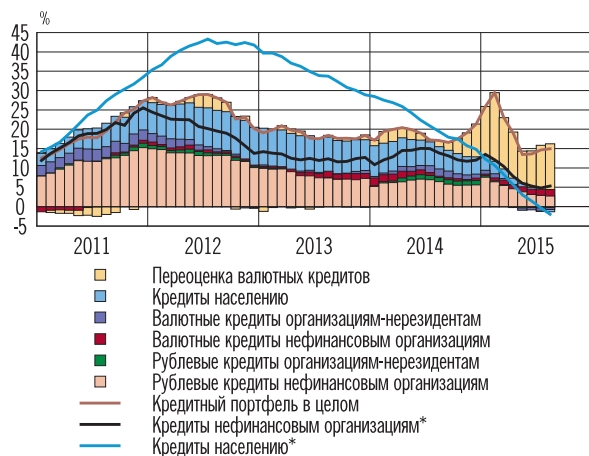
ключевой ставки, так и с меньшей эластичностью долгосрочных ставок.

На фоне снижения кредитных ставок и сопровождающего его роста спроса на кредиты¹ (рис. 1.2.21) наблюдалось некоторое оживление кредитного рынка: среднемесячные темпы прироста корпоративного кредитного портфеля в мае-июле возвратились в область положительных значений. Объемы розничного кредитования продолжали сокращаться, но темпы их сокращения существенно снизились. Тем

¹ По результатам ежеквартального обследования условий банковского кредитования за II квартал 2015 г. (http://www.cbr.ru/DKP/iubk/iubk_15-2.pdf).

Рисунок 1.2.23

Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков



* С исключением валютной переоценки.
 Источник: Банк России.

не менее прирост корпоративного кредитного портфеля был ниже, чем в аналогичные месяцы предшествующего года, и годовой темп прироста кредитования несколько снизился (рис. 1.2.23).

Одним из факторов, сдерживавших рост кредитного портфеля российских банков, являлось дальнейшее ухудшение его кредитного качества (рис. 1.2.22). Это предопределяло сохранение осторожной кредитной политики банков, которые, смягчая ценовые условия кредитования, сохраняли неизменными или даже ужесточали неценовые условия, прежде всего требования к финансовому положению заемщика и качеству обеспечения по кредиту.

Общее ужесточение неценовых условий кредитования усугублялось тем, что опережающими темпами снижалось качество кредитного портфеля малых и средних банков и именно эти банки в наибольшей степени были ограничены в возможности расширения кредитования. Крупные банки, качество кредитных портфелей которых ухудшилось в меньшей степени (рис. 1.2.22), по итогам мая-июня продолжили наращивать свою рыночную долю. Поскольку крупные банки, как правило, характеризуются более консервативной кредитной политикой, укрепление их позиций на рынке также сдерживало рост кредитования.

Ужесточение банками требований к заемщикам обусловило сохранение наблюдавшейся на протяжении предшествующих кварталов

Рисунок 1.2.24

Средние месячные темпы прироста отдельных элементов кредитного портфеля банков*



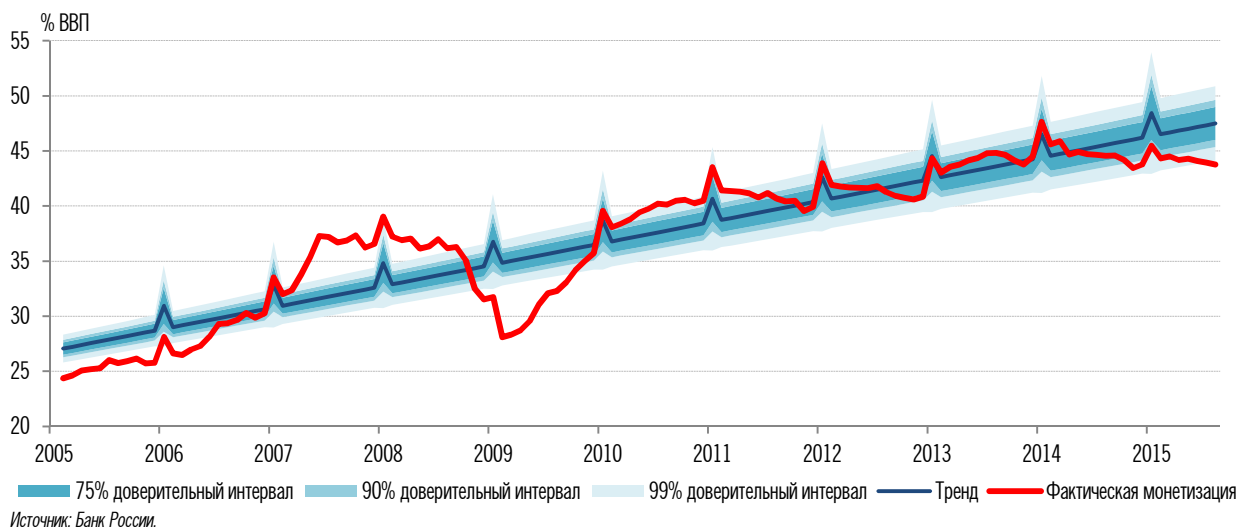
* С исключением переоценки валютных кредитов. По ипотечным кредитам, автокредитам и прочим потребительским кредитам - средние месячные темпы прироста без исключения переоценки.
 Источник: Банк России.

тенденции к замещению более рискованных направлений кредитования менее рискованными (рис. 1.2.24). В сегменте корпоративного кредитования увеличение кредитного портфеля было обусловлено исключительно ростом кредитования крупных компаний, кредитование малого и среднего бизнеса продолжало сокращаться, хотя и меньшими темпами, чем в предшествующем квартале. На фоне сокращения общих объемов кредитования населения продолжался умеренный рост ипотечного кредитования, сопряженного с меньшими рисками.

До конца года можно ожидать сохранения умеренных темпов роста банковского кредитования в диапазоне 4–7% на фоне постепенно снижения кредитных ставок. Эффект от снижения ключевой ставки еще не проявился на кредитном рынке в полной мере и потенциал дальнейшего снижения ставок сохраняется (до конца 2015 г. за счет уже осуществленного к началу августа снижения ключевой ставки можно ожидать снижения ставок по долгосрочным корпоративным кредитам на 0,3–0,6 п.п.). В условиях сохранения кредитных рисков на сложившемся сравнительно высоком уровне не будет наблюдаться существенного смягчения неценовых условий кредитования. В целом кредитные условия будут оставаться умеренно жесткими, смягчаясь только за счет постепенного снижения кредитных ставок. В итоге, несмотря на ожидаемый банками рост спроса на кредиты, потенциал наращивания кре-

Рисунок 1.2.25

Динамика уровня монетизации и ее соотношение с долгосрочным трендом



дитования будет ограничен. Соответственно, кредитный рынок не будет оказывать существенного стимулирующего воздействия на совокупный спрос в российской экономике, особенно на потребительский спрос.

В более длительной перспективе можно ожидать постепенного роста кредитной активности. Восстановление притока средств на долгосрочные депозиты населения и снижение стоимости фондирования будет способствовать расширению возможностей банков по наращиванию кредитования. Продолжающееся изменение структуры банковского кредитного портфеля в направлении увеличения доли менее рискованных направлений кредитования будет сдерживать возможное ухудшение кредитного качества банковских активов и его негативное влияние на кредитную активность.

Слабая кредитная активность, как и предполагалось в предыдущем выпуске Доклада, сдерживала рост денежной массы. Годовые темпы прироста рублевой денежной массы (агрегат M2) и широкой денежной массы (агрегат M2X) с исключением валютной переоценки колебались около сложившихся в начале 2015 г. локальных минимумов. Основным источником роста денежной массы в анализируемом периоде

оставались возросшие бюджетные расходы (и, соответственно, рост чистых требований банковской системы к органам государственного управления).

В целом до конца текущего года не ожидается существенного ускорения роста денежной массы, учитывая слабый рост банковского кредитования и ограниченный потенциал расширения бюджетных расходов, а также сохранение неопределенности на внешних рынках, сдерживающее возможное расширение чистых иностранных активов банковской системы. В сложившихся условиях темп прироста денежной массы по итогам 2015 г. будет находиться в диапазоне 5–8%, что соответствует оценкам, приведенным в предшествующем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике.

Вследствие низких темпов роста денежных агрегатов отношение денежной массы к ВВП (монетизация) опустилось ниже долгосрочного тренда (рис. 1.2.25). Такая динамика денежной массы не дает оснований опасаться существенного проинфляционного давления со стороны денежного предложения в среднесрочной перспективе, что, в частности, учитывалось Банком России при принятии решений об изменении ключевой ставки.

1.3. Внутренние экономические условия

Темпы снижения ВВП во II квартале 2015 г. ускорились до 4,6% при более сильном, чем кварталом ранее, ослаблении как потребительского, так и инвестиционного спроса. В июне-июле отдельные индикаторы спроса и предложения указывали на некоторое торможение спада. В то же время ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры создает риски дальнейшего охлаждения экономики. Прогноз динамики ВВП во второй половине 2015 г. пересмотрен вниз по сравнению с прогнозом, опубликованным в Докладе о денежно-кредитной политике в июне текущего года. По итогам года снижение выпуска может составить 3,9–4,4%.

Инфляция в мае-июне снижалась быстрее, чем прогнозировалось ранее, в условиях усиления спросовых ограничений, укрепления рубля в марте-мае, снижения инфляционных ожиданий. Ее некоторое повышение в июле было связано с индексацией тарифов на коммунальные услуги. Тем не менее уже во второй половине июня начали формироваться предпосылки для ускорения инфляции, связанные с ослаблением рубля и ухудшением ожиданий экономических агентов. Во второй половине августа наблюдалось существенное усиление указанных тенденций, в результате чего прогноз инфляции на 2015 г. пересмотрен вверх.

Спрос

Во II квартале 2015 г. снижение экономической активности продолжилось. Наблюдаемые в российской экономике тенденции отражают процесс ее адаптации к изменившимся условиям (прежде всего, к устойчивому ухудшению условий торговли по сравнению с предыдущим годом). В то же время скорость, с которой будет происходить адаптация, в настоящий момент определить крайне сложно. Динамика ряда показателей, в том числе уровня безработицы, реальной заработной платы, загрузки рабочей силы и производственных мощностей, а также индикаторов ожиданий экономических агентов, свидетельствует о том, что текущее снижение экономической активности носит как структур-

Рисунок 1.3.1
Структура прироста ВВП по элементам использования
(к соответствующему периоду предыдущего года, процентных пунктов)



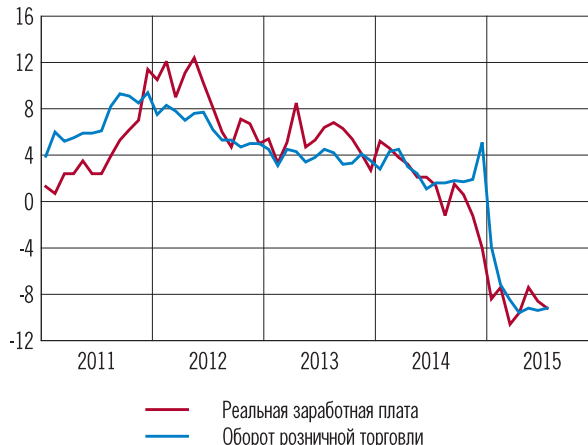
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ный, так и циклический характер. Однако оценка глубины отрицательного разрыва выпуска и, соответственно, масштабов сдерживающего воздействия снижения экономической активности на инфляцию в настоящий момент сопряжена с высокой степенью неопределенности (см. врезку «Сводный индикатор ожиданий и разрыв выпуска»).

Снижение ВВП во II квартале 2015 г. составило 4,6% к соответствующему периоду предыдущего года (рис. 1.3.1), что оказалось несколько ниже прогнозов Банка России, сделанных в июне 2015 года. Более существенным, чем ожидалось ранее, было сокращение как потребительского, так и инвестиционного спро-

Динамика реальной заработной платы и оборота розничной торговли

(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат.

Рисунок 1.3.2

Сводный индикатор ожиданий и разрыв выпуска

Экономико-математические методы, основанные на принципах фильтрации, дают сходные и правдоподобные ответы на вопросы о том, в какой фазе цикла находилась деловая активность и являлся ли тот или иной кризис циклическим и временным, или он отражал структурные проблемы экономики. Тем не менее процедуры, дающие разумные результаты на прошлой динамике, не всегда способны дать корректную оценку текущей ситуации: почти все статистические фильтры подвержены проблеме «последней точки».

Поэтому помимо стандартных методов для оценки текущего разрыва выпуска также используются и альтернативные показатели. В организации Office for Budget Responsibility¹ исследователи использовали ожидания и настроения, равно как и другие циклические индикаторы, для оценивания разрыва выпуска. При моделировании влияния финансового кризиса 2008 г. на экономику США в модели GPM специалисты МВФ² использовали данные опросов старших аналитиков коммерческих банков об условиях банковского кредитования. Показатель, полученный элементарным агрегированием ответов, послужил хорошим приближением индикатора разрыва выпуска в период действия финансового шока и при добавлении в модель существенно улучшил ее прогностические свойства.

Для построения индикатора ожиданий нами использовалась информация об оценке экономическими агентами текущей ситуации и их ожидания (29 показателей³). По этим показателям в месячном выражении с января 2002 г. по апрель 2015 г. строилась модель FAVAR, а в качестве сводного индикатора ожиданий использовался первый фактор, объясняющий около 40% дисперсии системы показателей.

Оценки разрыва выпуска
(% от потенциального выпуска)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Briefing paper #2 «Estimating output gap», April 2011, Office for budget responsibility, UK.

² Ioan Carabenciov, Igor Ermolaev, Charles Freedman, Michel Juillard, Ondra Kamenik, Dmitry Korshunov and Douglas Laxton, 2008 «A Small Quarterly Projection Model of the US Economy», IMF Working Paper 08/278 (December).

³ Диффузный индекс занятости (ожидаемые изменения); диффузный индекс заработной платы: (ожидаемые изменения); диффузный индекс портфеля заказов (ожидаемые изменения); диффузный индекс цен на выпускаемую продукцию (ожидаемые изменения); диффузный индекс цен на покупаемую продукцию (ожидаемые изменения); диффузный индекс выпуска (ожидаемые изменения); диффузный индекс закупок оборудования (ожидаемые изменения); диффузный индекс финансового состояния (ожидаемые изменения); диффузный индекс задолженности банкам (ожидаемые изменения); диффузный индекс цен на выпускаемую продукцию (фактические изменения); диффузный индекс цен на покупаемую продукцию (фактические изменения); диффузный индекс заработной платы (фактические изменения); диффузный индекс занятости (фактические изменения); диффузный индекс выпуска (фактические изменения); диффузный индекс портфеля заказов (фактические изменения); диффузный индекс запасов готовой продукции (фактические изменения); диффузный индекс отношения цен на выпускаемую и приобретаемую продукцию (фактические изменения); диффузный индекс закупок оборудования (фактические изменения); загрузка производственных мощностей (нормальный месячный уровень=100); загрузка наличной рабочей силы (нормальный месячный уровень=100); запасы готовой продукции (нормальный месячный уровень=100); портфель заказов (нормальный месячный уровень=100); задолженность банкам (нормальный месячный уровень=100); доля предприятий в «хорошем» или «нормальном» финансовом состоянии; доля предприятий, не закупающих оборудование в течение двух и более месяцев подряд; процентные ставки по банковским кредитам (в рублях), привлекаемым в ближайшие три месяца; доля предприятий, у которых задолженности банкам нет и не ожидается в ближайшие три месяца; доля предприятий, не собирающихся брать новые ссуды у банков в ближайшие три месяца; доля продаж за наличные в промышленности.

Примечательным является то, что в данной модели не использовалась информация о динамике выпуска или безработицы, а учитывалась только субъективная оценка того, насколько текущая экономическая ситуация отличается от «нормального» уровня. В целом динамика индикатора ожиданий демонстрирует те же тенденции, что динамика оценок разрыва выпуска (см. рис.). Тем не менее, в первой половине 2015 г. его значения выше, что свидетельствует о том, что наблюдаемый спад носит как циклический, так и структурный характер.

са. Отчасти более глубокое падение выпуска по сравнению с ожидаемым объясняется пересмотром Росстатом данных по темпам снижения ВВП за I квартал 2015 г. (с 1,9 до 2,2% к соответствующему периоду предыдущего года). Вместе с тем в условиях повышенной неопределенности сокращение потребительского и инвестиционного спроса к предыдущему кварталу также было более существенным, чем ожидалось ранее.

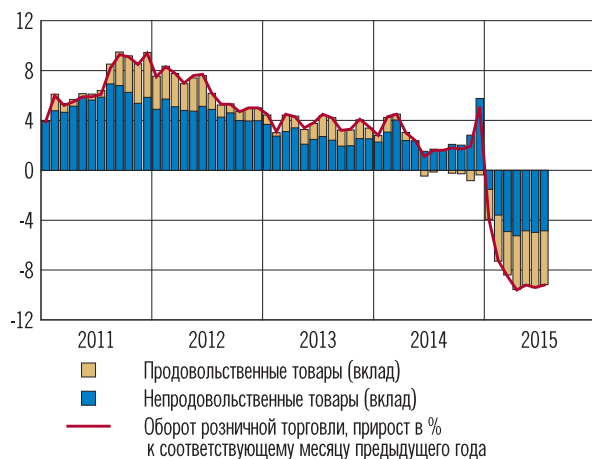
Во II квартале 2015 г. сжатие потребительского спроса усилилось. Оборот розничной торговли во II квартале 2015 г. сократился на 9,4% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года после сокращения на 6,4% в I квартале (рис. 1.3.2). Темпы ускорения падения потребительских расходов и ухудшения потребительских настроений при продолжающемся снижении реальной заработной платы были сопоставимы с уровнем I квартала. Сдерживала потребительский спрос и динамика розничного кредитования (см. подраздел 1.2.). Кроме того, несмотря на некоторое снижение долговой на-

грузки населения, необходимость обслуживать ранее взятые кредиты продолжала оказывать негативное влияние на динамику располагаемых доходов и, соответственно, потребительского спроса. По оценкам, снижение расходов домашних хозяйств на конечное потребление во II квартале составило около 9%.

В июле 2015 г. сокращение объемов розничного товарооборота несколько замедлилось (9,2% к соответствующему периоду предыдущего года), несмотря на ускорившееся снижение реальной заработной платы, которое выступало основным механизмом адаптации рынка труда к ухудшению экономической ситуации (рис. 1.3.3). Замедление падения по сравнению с предыдущим месяцем было более заметным в сегменте непродовольственных товаров. Возможной причиной могло стать желание домашних хозяйств несколько увеличить потребление «впрок», возникшее на фоне повышения инфляционных ожиданий населения в июле вслед за произошедшим ослаблением рубля (см. раздел «Инфляция и инфляционные

Рисунок 1.3.3

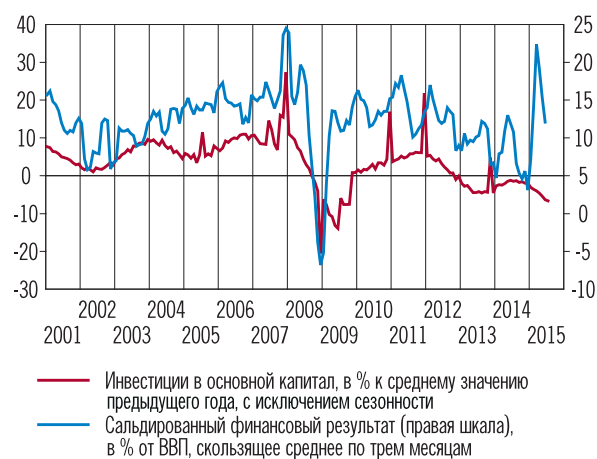
Динамика оборота розничной торговли (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.4

Инвестиции в основной капитал и сальдированный финансовый результат



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.5



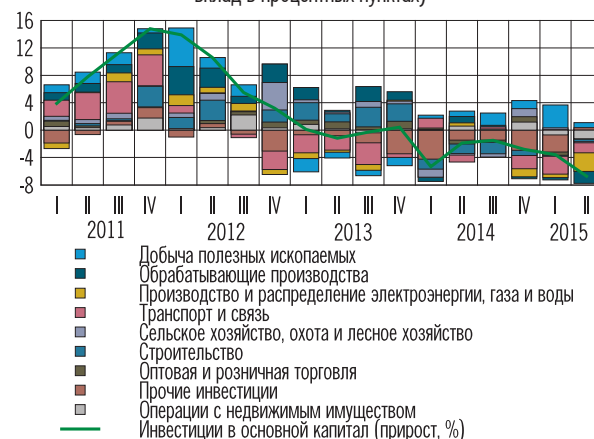
Источник: Росстат.

ожидания»). Однако такой рост потребления может носить лишь краткосрочный характер. В условиях продолжения сокращения реальных доходов населения ожидается дальнейшее снижение потребительского спроса. По оценкам, в III квартале 2015 г. расходы домашних хозяйств сократятся на 8,5–9% к соответствующему периоду предыдущего года, в IV квартале их снижение может достичь 10% за счет эффекта высокой базы предыдущего года (в результате ажиотажного спроса в декабре 2014 года).

Падение инвестиционной активности также ускорилось. В условиях высокой экономической неопределенности, а также сохраняющихся негативных настроений производителей годовой темп снижения инвестиций в основной капитал во II квартале 2015 г. составил 6,7% после 3,6% в I квартале. В июле углубление инвестиционного спада продолжилось. Временное улучшение финансовых результатов организаций в первом полугодии текущего года не смогло оказать значимую поддержку инвестиционной активности (рис. 1.3.4). Вероятно, компании использовали дополнительную прибыль в основном для погашения задолженностей по кредитам и нормализации долговой нагрузки, существенно возросшей в 2015 г. за счет курсовой переоценки валютных обязательств на фоне ослабления рубля, ухудшения внешних финансовых условий и повышения внутренних процентных ставок.

Рисунок 1.3.6

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Существенный вклад в снижение инвестиций в основной капитал внесла динамика производства в строительстве (рис. 1.3.5). С июня 2015 г. на фоне стагнации рынка недвижимости после 18-месячного непрерывного роста начали сокращаться объемы жилищного строительства. В первые месяцы текущего года финансовые ресурсы, накопленные строительными компаниями в условиях повышенной покупательной активности в конце прошлого года, позволили завершить начатые проекты и отсрочить спад в сфере строительства жилой недвижимости. Однако с лета доминирующее влияние стало оказывать сжатие спроса на жилую недвижимость вследствие снижения реальных доходов населения на фоне высокой средневзвешенной ставки по рублевым ипотечным кредитам (см. подраздел 1.2.). Кроме того, увеличение рисков недопоя и долготоя в условиях кризиса, а также низкий рост цен на жилье способствует сокращению спроса со стороны инвесторов. В ближайшее время, как ожидается, падающий спрос продолжит оказывать негативное влияние на объем строительства жилья за счет отказа от старта новых проектов и темпы прироста жилищного строительства будут оставаться в отрицательной области.

Во II квартале 2015 г. снижение инвестиций в основной капитал наблюдалось в большинстве видов экономической деятельности (рис 1.3.6). По предварительным оценкам, зна-

Рисунок 1.3.7

Инвестиции в основной капитал государственного, частного секторов и инфраструктурных компаний

(к соответствующему периоду предыдущего года, вклад в процентных пунктах)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

чительный негативный вклад в динамику инвестиционной активности внесли производство и распределение электроэнергии, газа и воды, обрабатывающие производства, транспорт и связь. Поддержку оказала позитивная динамика капитальных вложений в добывающей от-

расли, менее других пострадавшей в условиях текущего кризиса.

По оценкам, спад инвестиционной активности во II квартале 2015 г. наблюдался во всех секторах экономики: государственном (снижение инвестиций составило 8,6% к соответствующему периоду 2014 г.), частном (3,6%) и инфраструктурном (18,6%). Наибольший вклад в снижение инвестиций внесли инфраструктурный и частный секторы (рис 1.3.7).

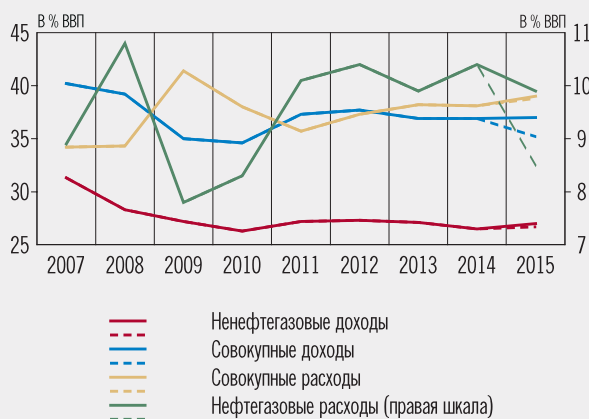
В целом в ближайшие кварталы снижение инвестиционной активности продолжится. При этом снижение цен на нефть, наблюдаемое в июле-августе, вероятно, окажет дополнительное негативное воздействие на инвестиционную активность в результате снижения экспортных доходов, а также через дальнейшее ухудшение настроений производителей. Темп снижения валового накопления основного капитала в III–IV кварталах 2015 г. будет находиться в диапазоне 8–9% к соответствующему периоду предыдущего года. Сокращение запасов материальных оборотных средств также про-

Бюджетная политика

В соответствии с данными Федерального казначейства в первом полугодии 2015 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 39,6% ВВП, что выше аналогичных показателей за первое полугодие 2014 г. на 5,3 процентного пункта (см. рис.). Причиной роста расходов является более интенсивное, чем в предыдущие годы, исполнение в первом полугодии расходов, установленных в проекте бюджета на год, в том числе в части расходов на национальную оборону и социальную политику.

В первом полугодии бюджетные доходы снизились на 0,5 процентного пункта, до 37,0% ВВП. При этом нефтегазовые доходы сократились на 2,4 процентного пункта в годовом выражении, до 8,6% ВВП, в номинальном выражении – на 19,6%, до 2976,0 млрд рублей. Снижение цены на нефть на 47% могло привести к сопоставимому снижению нефтегазовых доходов в номинальном выражении, однако влияние данного фактора в большой степени было компенсировано ослаблением рубля, а также в некоторой мере ростом объемов добычи и экспорта нефти и завершением налогового маневра в нефтегазовой отрасли. Ненефтегазовые доходы возросли на 1,8 процентного пункта, до 28,4% ВВП против 26,6% ВВП в первом полугодии 2014 г. на фоне уверенной динамики поступлений по налогу на прибыль и НДС. В этих условиях дефицит

Динамика индикаторов бюджетной системы в 2007-2015 годах*



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

бюджета составил 2,6% ВВП (в первом полугодии 2014 г. – профицит 3,2% ВВП), нефтегазовый дефицит увеличился на 3,5 процентного пункта, до 11,2% ВВП.

По оценкам Банка России, в 2015 г. доходы бюджетной системы Российской Федерации по отношению к ВВП снизятся относительно 2014 г. на 1,6 процентного пункта ВВП (за счет сокращения нефтегазовых поступлений), до 35,3% ВВП. Исходя из проекта «Основных направлений бюджетной политики на 2016 год и плановый период 2017–2018 годов» расходы бюджета могут вырасти на 0,8 процентного пункта ВВП до 38,9% ВВП. Таким образом, дефицит консолидированного бюджета в 2015 г. может увеличиться по сравнению с 2014 г. на 2,5 процентного пункта, до 3,7% ВВП, что потребует расходования около 2,3 трлн руб. средств Резервного фонда для его финансирования.

С учетом расширения дефицита бюджета при реализации антикризисных мер бюджетной политики, а также инвестирования средств Фонда национального благосостояния для поддержки инфраструктурных проектов ожидается положительное влияние государственного сектора на динамику совокупного спроса в 2015 году.

должится, хотя и меньшими, чем в первом полугодии 2015 г., темпами: оптимизация запасов началась еще в 2013 г., и в настоящий момент они находятся на достаточно низких уровнях.

Несмотря на медленный рост внешнего спроса, темп роста физических объемов экспорта в I квартале 2015 г. составил 4,5% к соответствующему периоду предыдущего года, во II квартале – оценивается на уровне около 2% и, как ожидается, сохранится на данном уровне до конца года. Указанная тенденция в том числе обусловлена тем, что масштабное ослабление рубля в реальном выражении конца 2014 – начала 2015 г. оказало определенную поддержку экспортно ориентированным секторам российской экономики, прежде всего нефтяному сектору, а также металлургии, частично компенсировав предприятиям потери, связанные со снижением цен на мировых товарных рынках. Так, за январь-июнь экспорт нефти вырос на 9,8%, нефтепродуктов – на 16,5%, металлов – на 9,6% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. В то же время в первой половине года наблюдалось сокращение экспорта природного газа (на 10,3%), в основном из-за снижения экспорта газа на Украину и в другие европейские страны (из-за снижения спроса и высоких накопленных запасов).

На фоне сжатия внутреннего спроса импорт товаров и услуг в реальном выражении продолжил падение во II квартале 2015 г., и, соответственно, его вклад в темп роста ВВП сохранился положительным.

Предложение

В апреле-июле 2015 г. сокращение промышленного производства ускорилось. В годовом выражении его темп составил во II квартале 4,9% (после 0,4% в I квартале) и сохранился почти на том же уровне в июле (4,7%).

Основной вклад в сокращение объемов выпуска в промышленности внесли обрабатывающие производства, большая часть продукции которых обслуживает внутренний потребительский и инвестиционный спрос, объем которого в первой половине года заметно сократился (рис. 1.3.8). Снижение выпуска также было обусловлено удорожанием промежуточного импорта¹.

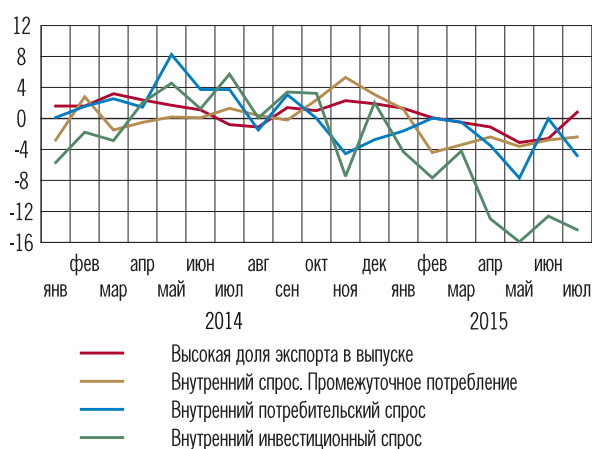
В основном от внутреннего потребительского спроса зависит выпуск в таких видах деятельности, как производство мебели, прочих товаров, текстиля, изделий из кожи, легкового транспорта, а также в пищевой промышленности. Например, пищевая промышленность, имеющая наибольший вес из всех перечисленных отраслей по валовой добавленной стоимости, 97% выпуска направляет на внутренний рынок². В апреле-июле 2015 г., в условиях сжатия по-

¹ По оценкам, к влиянию этого фактора наиболее чувствительны такие виды деятельности, как производство пищевых продуктов, текстильное и швейное производство, производство кожи, прочих потребительских товаров, машин и оборудования, электрооборудования, транспортных средств.

² Оценка сделана за 2012–2014 гг. по индексу физического объема производства и экспорта во внутренних ценах 2012 года.

Рисунок 1.3.8

Динамика выпуска по видам производств
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России

требительского спроса, в большинстве из этих отраслей происходило снижение выпуска.

Поддержку выпуску в производствах, ориентированных на потребительский спрос, оказывали процессы импортозамещения, происходившие, в частности, в производстве отдельных товарных позиций пищевой промышленности (в условиях продовольственного эмбарго) и в отдельных подотраслях химической промышленности (фармацевтика, производство моющих средств, косметики). Косвенно на развитие импортозамещения указывает существенный (в три раза к предыдущему году) рост финансового результата НИОКР в первом полугодии 2015 года.

Тем не менее в производствах, ориентированных на потребительский спрос, в ближайшие кварталы сохранится тенденция к снижению объемов выпуска. Несколько сдержать ее может переключение части выпуска отдельных конкурентоспособных производств на внешние рынки: в частности, о планах начать экспортные операции заявили в августе некоторые сборочные производства автомобилей иностранных марок.

В первой половине 2015 г. наиболее существенное (из всех классов производств) снижение выпуска наблюдалось в производстве стройматериалов, машин, оборудования, электроники, транспорта (кроме легкового), объединяемых в индекс производства инвестиционных товаров. По опросным данным, в апреле-июле 2015 г. несколько усилилось влияние факторов,

препятствующих расширению выпуска: отмечался рост экономической неопределенности, недостаточности внутреннего спроса, процентных расходов. На повышенном уровне относительно соответствующего периода прошлого года находились расходы на импортные комплектующие и основные средства.

Ввиду ограниченной конкурентоспособности экспорта инвестиционной продукции динамика объемов производства в рассматриваемой группе отраслей в ближайшей перспективе будет определяться продолжением падения инвестиционного спроса. Некоторый потенциал поддержки производства инвестиционных товаров несет в себе импортозамещение, однако масштабы этого влияния в ближайшие кварталы не будут значительными.

Выпуск в видах деятельности с существенной долей экспорта (таких как добывающие производства, металлургия, производство древесины, удобрений, нефтепродуктов) оказался, как и предполагалось в условиях ослабления национальной валюты, наиболее устойчивым: объем производства в апреле-июле 2015 г. снизился в наименьшей степени из всех классов производств, а внутри этого периода наблюдалась тенденция к улучшению динамики. Это было вызвано наращиванием физического объема экспорта продукции большинства из производств данной группы. В целом отрицательная динамика выпуска была обусловлена двумя факторами – во-первых, снижением внутреннего спроса, во-вторых, ограничением роста производства экспортной продукции специфическими отраслевыми факторами: в газовой отрасли происходило сокращение спроса на природный газ со стороны европейских стран (на фоне ожиданий резкого снижения контрактной цены поставок и использования накопленных запасов), в черной металлургии и угольной промышленности рост производства продукции на экспорт был ограничен высокой степенью загрузки конкурентоспособных на внешнем рынке производств, слабым внешним спросом и отчасти протекционистскими мерами правительств стран-импортеров на отдельных рынках сбыта.

Производство промежуточного сырья (целлюлозно-бумажная промышленность, отдельные виды деятельности в химическом комплексе, включая производство резиновых

и пластмассовых изделий) снизилось в целом ожидаемо сильнее, чем производство продукции, направленной на удовлетворение потребительского спроса, за счет существенного сокращения спроса со стороны инвестиционно ориентированных производств. Вместе с тем поддержку выпуску оказал экспорт: в апреле-июне продолжался рост экспорта основных химических веществ, нетопливных продуктов нефтехимии, удобрений, продуктов деревообработки. Дальнейшая динамика производства промежуточных товаров будет подстраиваться под изменение инвестиционного и потребительского спроса.

Исследования деловых настроений демонстрируют сигналы о потенциальной стабилизации и даже замедлении падения промышленного производства. Тем не менее при прогнозируемом на ближайшие кварталы ухудшении внешнеэкономической конъюнктуры и ослаблении спроса в промышленности ожидается дальнейшее снижение объемов производства.

Выпуск в сельском хозяйстве в апреле-июле 2015 г. вносил положительный вклад в эко-

номическую динамику. В первой половине года темпы его роста имели тенденцию к замедлению; в июле отмечалось снижение объемов производства (по отношению к сопоставимому месяцу 2014 г.). Такая динамика сложилась в результате действия разнонаправленных факторов. Росту производства способствовало продовольственное эмбарго, на фоне которого происходила активизация импортозамещения при усилении господдержки сельхозпроизводителей в растениеводстве и животноводстве. По оценке, животноводство показывало в апреле-июле стабильно положительную динамику. Снижение объемов производства в растениеводстве носит ожидаемый характер, после высокого урожая в 2014 году. Сдерживают динамику производства в том числе сохраняющиеся структурные проблемы, обуславливающие ограниченную продуктивность и вызванные в первую очередь недостаточными инвестициями в основные фонды и человеческий капитал. В текущем сельскохозяйственном году в животноводстве ожидается сохранение тенденции к росту объемов производств, в растениеводстве – некоторое снижение.

Финансовое положение организаций

По оперативным данным Росстата, по итогам первого полугодия 2015 г. сальдированный положительный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций¹ превысил сопоставимый показатель 2014 г. на 42,6%. Среди ключевых видов деятельности в наибольшей мере возросло сальдо прибылей и убытков в обрабатывающей промышленности – в 2,0 раза. Улучшение финансового положения предприятий, происшедшее в условиях снижения производства, было связано с действием временных факторов, главным образом с повышением рентабельности продаж в отдельных производствах (за счет роста доходности экспорта, оптимизации издержек, импортозамещения) и уменьшением размера отрицательного сальдо внереализационных доходов и расходов (связанное с влиянием укрепления рубля на курсовые переоценки).

Вместе с тем в апреле-июне отмечалось последовательное снижение роста сальдо прибылей и убытков (накопленным итогом с начала года) – с 90,4% по итогам I квартала текущего года относительно I квартала прошлого года в целом в экономике, по мере исчерпания влияния разовых факторов. Замедление роста сальдированной прибыли происходило в основном за счет обрабатывающих производств (в I квартале он составлял 12,7 раза, по итогам первого полугодия – 2,0 раза; в других ключевых видах деятельности темпы роста прибыли за полугодие были сопоставимы с уровнем I квартала). Подробные данные о формировании финансового результата в январе-июне пока отсутствуют, тем не менее можно предположить, что дальнейшее снижение спроса и обострение конкуренции, нивелирование «ножниц» между ростом цен на реализуемую продукцию и повышением затрат могли сдержать повышение рентабельности и в целом доходов от продаж, а прекращение укрепления рубля во II квартале замедлило сокращение внереализационных убытков.

До конца года, в условиях ожидаемой слабой внешнеэкономической конъюнктуры, низкого внутреннего спроса размеры превышения сальдо прибылей и убытков над уровнем предыдущего года будут сокращаться.

¹ Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений.

Динамика банкротств

Количество «проблемных» предприятий является значимым индикатором устойчивости корпоративного сектора к внешним шокам. В литературе существуют разные подходы¹ к тому, как наиболее точно очертить круг «проблемных» компаний, однако в большинстве случаев предпочтение отдается анализу динамики корпоративных банкротств (см., например, [Karels, Prakash, 1987]², [Platt, Platt, 2008]³).

Компания (юридическое лицо) становится участником (ответчиком) в деле о банкротстве в случае, если систематически не исполняет свои обязательства перед кредиторами в течение определенного периода времени⁴. В России процедура банкротства представляет собой процесс из нескольких этапов, в ходе которого создаются условия для восстановления платежеспособности компании⁵ (за исключением особого «режима» банкротства – упрощенной процедуры⁶), а в случае, если сделать это не удастся, – в установленном законом порядке предпринимаются шаги по реализации активов компании на конкурсной основе и исполнению ее обязательств перед кредиторами в соответствии с их очередностью.

Ключевые стилизованные факты и тенденции в динамике банкротств⁷ в российском корпоративном секторе в период 2007 – начало 2015 г. (см. рис.):

- с учетом смещения, вызванного календарным фактором, количество банкротств в российском корпоративном секторе устойчиво росло с III квартала 2013 г. по IV квартал 2014 г., в результате общее число банкротств в 2014 г. практически достигло «пикового» уровня кризиса 2010 г.;
- в первом квартале 2015 г. число банкротств находилось на уровне, сопоставимом с кризисным 2009 г., однако уже с апреля ситуация начала существенно выправляться – в целом за второй квартал интенсивность банкротств упала почти на 18%;
- свыше 95% в общем числе компаний, участвующих в процедуре банкротства, составляют малые и микропредприятия (компании, объем выручки которых не превышает 800 млн руб. в год)⁸;
- оценки по суженной выборке (только компании промышленности и сельского хозяйства, годовая выручка которых хотя бы раз за период превысила 80 млн руб.) показывают, что⁹:

¹ Распространенные альтернативы – наличие дефолта по обязательствам компании (зачастую используется в работах, где анализируются публичные компании), момент фактической ликвидации, прекращение производства, отсутствие дивидендных выплат.

² Karels G., Prakash A. (1987). *Multivariate normality and forecasting of business Bankruptcy*// *Journal of Business Finance & Accounting*. No.14 (4). pp.573–593.

³ Platt H. D., Platt M. B. (2008). *Financial Distress Comparison Across Three Global Regions*// *Journal of Risk and Financial Management*. No.1 (1). Pp.129–162.

⁴ Согласно российскому законодательству (ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.2002 № 127-ФЗ, ред. от 13.07.2015), производство по делу о банкротстве в отношении юридического лица может быть начато в случае, если размер требований к нему составляет не менее 300 тыс.руб., а срок неисполнения обязательств – не менее 3 месяцев.

⁵ С момента начала процедуры банкротства должник теряет ряд своих полномочий по осуществлению имущественных сделок, управлению объемом своей задолженности перед кредиторами, а также вынужден подчиняться решениям собрания кредиторов/административного управляющего, при этом ряд требований кредиторов, а также административные меры в отношении компании (например, арест имущества) «замораживаются», а сама компания продолжает функционировать.

⁶ Упрощенная процедура банкротства может быть введена в отношении компаний, находящихся на стадии ликвидации (банкротство ликвидируемого должника, статья 224 ФЗ о банкротстве) или фактически прекративших свою деятельность (банкротство отсутствующего должника, статья 227 ФЗ о банкротстве) при наличии соответствующих признаков, а также в отношении специализированных обществ и ипотечных агентов (статьи 230.1, 230.5 ФЗ о банкротстве). В отличие от стандартного хода процедуры банкротства, в рамках упрощенной процедуры в отношении компании сразу начинается процесс реализации ее активов с целью удовлетворения требований кредиторов.

⁷ Приведенные выводы и оценки опираются на данные системы «БИР-Аналитик», а также информационного ресурса IT-Audit «Банкротство предприятия». Под датой банкротства компании понимается дата первого упоминания о ее участии в процедуре банкротства в СМИ (Российская газета, Коммерсант) или дата внесения соответствующей записи в ЕФРСБ.

⁸ Критерий по объему выручки соответствует установленному Постановлением Правительства РФ № 702 от 13.07.2015 г. предельному значению для годовой выручки малых предприятий.

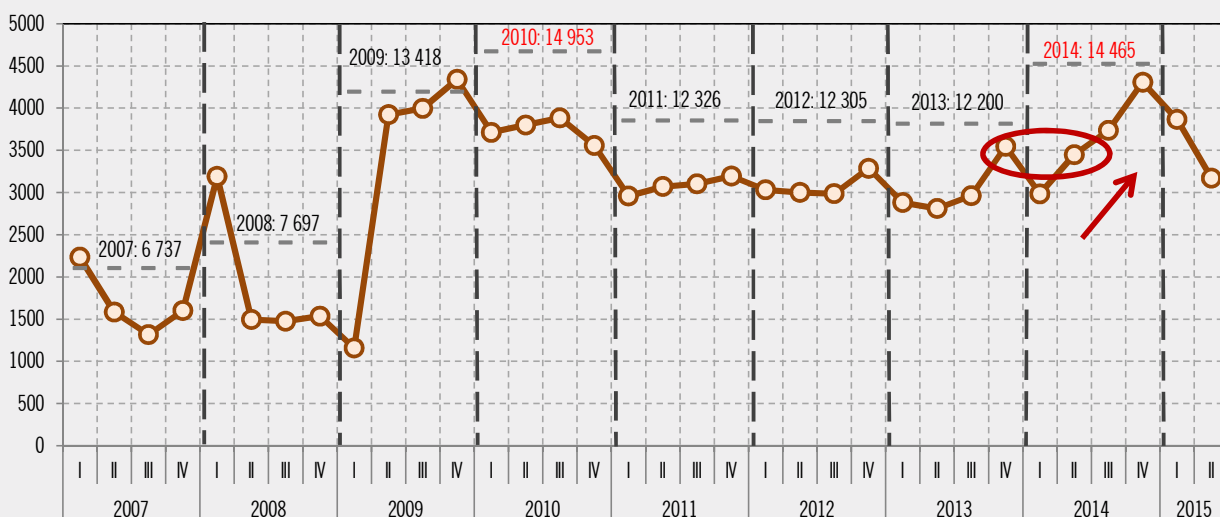
⁹ Подробнее о тенденциях банкротства компаний, включая анализ в разрезе видов деятельности, форм и структуры собственности компаний – см. Могилат А. Н. Банкротство компаний реального сектора в России: основные тенденции и финансовый «портрет» типичного банкрота // *Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН, 2015 (в печати)*.

- с 2011 г. планомерно растет доля «безнадежных банкротов» (дел о введении упрощенной процедуры) в общем числе юридических лиц, проходящих по банкротству;
- при этом сохраняется достаточно высокая (порядка 25% в год¹⁰) доля компаний, восстановивших платежеспособность в ходе процедуры;
- наибольшее число компаний-банкротов наблюдается среди торговых и строительных компаний, а также в секторе «транспорт и связь», среди промышленных видов деятельности наиболее тревожная ситуация в пищевой и металлургической промышленности, а также в отдельных отраслях машиностроения;
- как показывает анализ данных микроуровня, первые признаки банкротства появляются у компаний задолго до открытия процедуры (за 1–2 года) и проявляются, как правило, в значительном сокращении выпуска и прибыли, накоплении низколиквидных запасов наряду с опережающим ростом долговой нагрузки (в большей степени чистой кредиторской задолженности).

На основании проведенного анализа можно сделать вывод о том, что текущая экономическая ситуация наиболее негативно отражается именно на самых мелких предприятиях. Вместе с тем ситуация не носит критического характера:

- во-первых, в масштабах сегмента малого и микробизнеса число процедур банкротства невелико: на начало 2014 года в России было зарегистрировано около 2 млн малых и микропредприятий;
- во-вторых, не отмечается негативных тенденций в чистом создании юридических лиц: в январе-апреле 2015 г. чистое создание предприятий в неторгуемых секторах, наиболее уязвимых в текущей ситуации, если судить по статистике банкротств, активизировалось, и это, по оценке, не связано с какими-либо очевидными техническими факторами, как, например, налоговыми льготами, изменениями в законодательстве и практиках налогового администрирования, а также регистрацией предприятий Крымского федерального округа в соответствии с российским законодательством.

Динамика количества компаний, участвующих в процедуре банкротства
(по кварталам и за год в целом)



Источники: Росстат, Прайм БизнесИнфоРесурс, IT-аудит, расчеты Банка России.

¹⁰ Оценка представляет собой долю «выживших» в общем числе компаний, проходящих по стандартной процедуре банкротства.

В совокупности индикаторы спроса и предложения в июне-июле свидетельствуют о том, что темпы падения выпуска товаров и услуг в этот период замедлились. Вместе с тем те-

кущая динамика цен на нефть и пересмотр вниз ее прогноза до конца года обуславливают понижение прогноза темпов снижения ВВП на III квартал 2015 г. (до 4,5–5,0% соответствен-

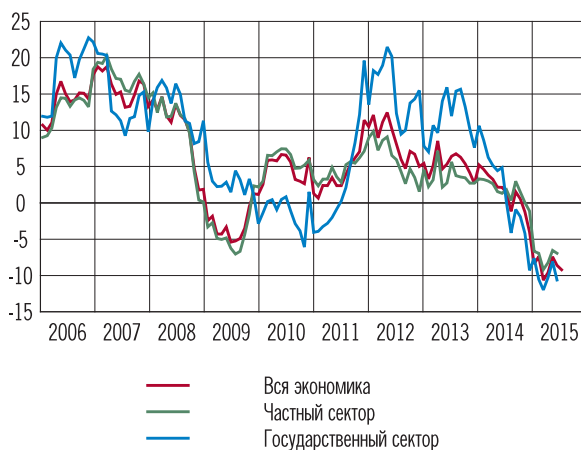
но). По оценкам, сокращение ВВП в 2015 г. составит 3,9–4,4%.

Рынок труда

Динамика основных показателей рынка труда во II квартале 2015 г. указывает на продолжение его адаптации к снижению экономической активности. Основным ее каналом являлось снижение затрат на рабочую силу. При этом в динамике показателей занятости и безработицы устойчивые тенденции пока не сформировались. На предложении рабочей силы отражалось снижение численности экономически активного населения, с одной стороны, и рост экономической активности – с другой. На уровень спроса на трудовые ресурсы негативно влиял экономический спад, при этом поддержку ему оказывали снижение реальной заработной платы и стремление предприятий сохранить квалифицированных работников.

После снижения в апреле-мае 2015 г. годовой темп падения реальной заработной платы в июне-июле вновь возрос до 8,6 и 9,2% соответственно (рис. 1.3.9), что связано с замедлением роста номинальной заработной платы и некоторым повышением инфляции (в июле). При этом, в условиях «заморозки» индексации зарплат бюджетников, темпы падения трудовых компенсаций в государственном секторе продолжали опережать темпы снижения зарплат в частном секторе.

Рисунок 1.3.9
Темп роста реальной заработной платы
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

С начала 2015 г. росла просроченная задолженность по заработной плате (рис. 1.3.10); на конец июля темпы прироста достигли своего пятилетнего максимума (+54% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года). Вместе с тем численность работников, перед которыми имеется просроченная задолженность по зарплате, остается невысокой: 0,1% от общей численности занятых в июле.

В условиях отсутствия заметной индексации зарплаты в бюджетном и частном секторах до конца 2015 г. ожидается дальнейшее сокращение реальной заработной платы. В III квартале его темпы могут ускориться под влиянием повышения инфляции.

Рисунок 1.3.10
Просроченная задолженность по заработной плате



Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.11
Уровень безработицы и загрузка рабочей силы (%)



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

Таблица 1.3.1

Рынок труда

Показатели	2014				2015	
	I	II	III	IV	I	II
Занятость и безработица (с исключением сезонности)						
Уровень безработицы, в %	5,0	5,2	5,2	5,2	5,2	5,8
Отношение численности занятых к безработным	18,7	18,2	18,3	18,3	18,0	16,3
Сводный индикатор рынка труда	5,0	4,5	4,1	4,3	5,2	6,1
Сводный индикатор занятости PMI	48,2	47,4	48,2	46,6	44,8	46,0
Зарботные платы (к соответствующему периоду предыдущего года)						
Номинальная заработная плата	11,1	10,2	8,3	7,7	5,7	6,4
Реальная заработная плата	4,4	2,4	0,6	-1,7	-9,0	-8,1
Просроченная задолженность по зарплате	6,2	5,7	-11,9	-10,2	7,9	22,6
Неполная занятость						
Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)						
Всего	-2,1	0,5	1,2	1,0	1,5	4,5
Работали неполное рабочее время	7,8	-4,2	-3,4	4,6	11,9	2,7
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	15,6	-0,5	-8,3	10,0	19,1	24,2
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	-1,4	2,6	0,5	1,4	3,1	2,8
Находились в простое	4,9	3,6	2,8	1,3	2,1	2,8
Имели отпуска без сохранения заработной платы	-0,4	0,6	-0,7	1,6	1,2	3,5
Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности						
Всего	9,0	9,5	10,4	10,0	9,4	10,4
Работали неполное рабочее время	2,2	2,1	2,0	1,9	2,4	2,5
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	0,3	0,3	0,2	0,0	0,4	0,4
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1
Находились в простое	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7
Имели отпуска без сохранения заработной платы	6,1	6,8	7,8	7,3	6,2	7,2
Альтернативные индикаторы неполной занятости						
Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4
Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень=100)	88	87	89	86	82	87

	– улучшение ситуации
	– без изменений
	– ухудшение ситуации

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

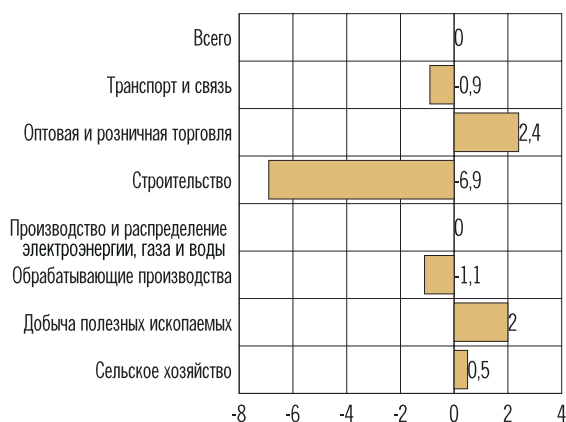
Показатели безработицы и занятости дают смешанные сигналы о происходящих процессах (табл. 1.3.1). С учетом коррекции на сезонность, после всплеска в мае до 5,7%³ уровень безработицы в июне вернулся к значению апреля (5,6%) и продолжает снижаться (5,5% в июле) (рис. 1.3.11). Указанная динамика на фоне ухудшения экономической ситуации может быть связана с тем, что в условиях удешевления рабочей

силы предприятия предпочитают не увольнять работников, а переводить их на неполную занятость в расчете на будущий экономический рост. Кроме того, сохранялась тенденция к повышению экономической активности населения, формируемая как долгосрочным трендом снижения предложения рабочей силы (в силу демографических факторов), так и усилением потребности в зарплатке в связи с падением денежных доходов. При этом в крупных и средних организациях в июне-июле происходило со-

³ В целях обеспечения сопоставимости временных рядов, показатель рассчитан без учета сведений по Республике Крым и г. Севастополю.

Рисунок 1.3.12

Соотношение годовых темпов прироста замещенных рабочих мест в июне 2015 г.
(в % к среднему по всем видам деятельности темпу прироста)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

кращение численности занятых (к соответствующему месяцу предыдущего года).

Во II квартале 2015 г. продолжился переток трудовых ресурсов из обрабатывающих отраслей и строительства в торговлю и сырьевой сектор (рис. 1.3.12). Увеличение числа замещенных рабочих мест в торговле может быть связано с низкими барьерами перехода в указанную сферу вследствие невысоких требований к уровню профессиональной подготовки работников. Позитивная динамика в добывающем секторе может быть обусловлена опережающим ростом заработной платы в экспортно ориентированных отраслях (вследствие позитивного влияния ослабления рубля) по сравнению с заработной платой в неторгуемых отраслях.

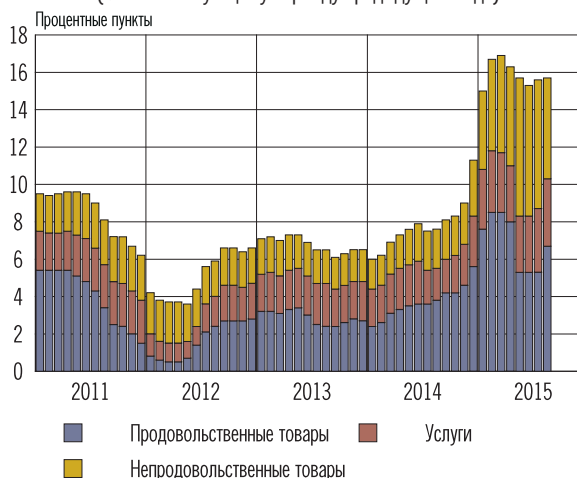
Во второй половине 2015 г. ожидается рост безработицы, связанный со слабой экономической динамикой.

Инфляция

В мае-июне наблюдалось снижение инфляции (до 15,3% к соответствующему месяцу 2014 года). Оно происходило несколько быстрее, чем прогнозировалось, в условиях усиления спросовых ограничений, укрепления рубля в марте-мае, снижения инфляционных ожиданий (рис. 1.3.13; 1.3.14). В июле годовой темп прироста потребительских цен возрос, в первую очередь из-за большей, чем в прошлом году, индексации тарифов на коммунальные услуги.

Рисунок 1.3.13

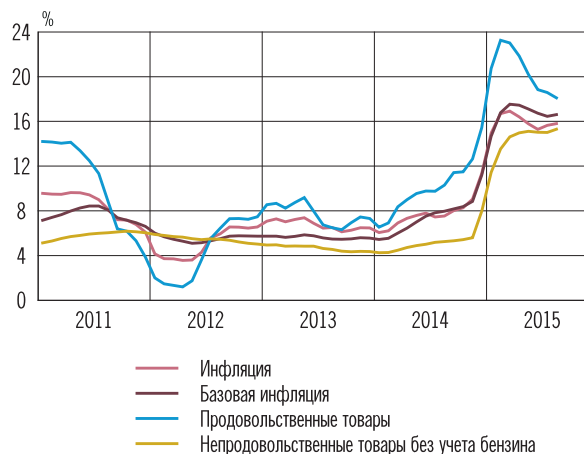
Вклад в инфляцию
(к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.14

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



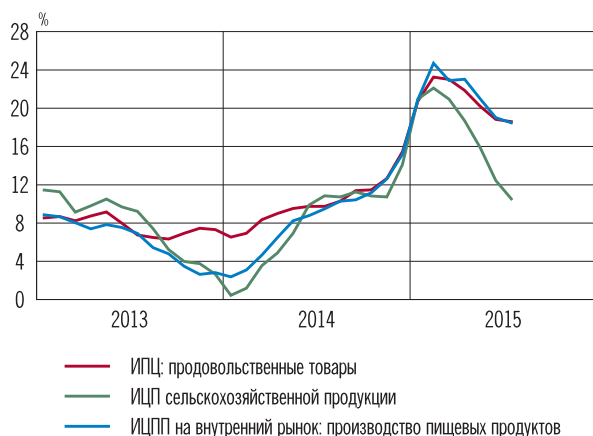
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Инфляция без учета цен и тарифов на услуги жилищно-коммунального хозяйства продолжала снижение. В августе 2015 г. повышение инфляции продолжилось (до 15,8%) под влиянием ускорившегося ослабления рубля. По оценке, вклад курсовой динамики в годовую инфляцию в августе составил около 7 процентных пунктов, сокращение спроса снизило инфляцию примерно на 1 процентный пункт.

В марте-августе замедлялся рост цен на продукты питания. За этот период продовольственная инфляция сократилась на 5,6 процентного пункта (до 18,1% по отношению к августу 2014 г.), в том числе темпы прироста цен на плодоовощную продукцию — на 14,4 про-

Рисунок 1.3.15

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

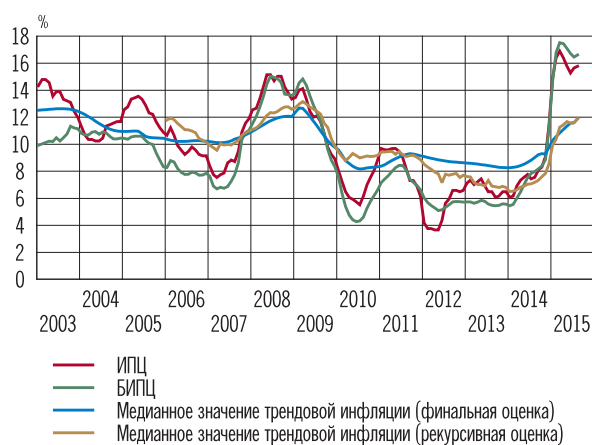
центного пункта (до 29,1%). Снижение продовольственной инфляции после ее резкого повышения в конце 2014 – начале 2015 г. происходило главным образом под влиянием укрепления рубля в марте-мае и сжатия спроса. Кроме того, по оценкам, во II квартале 2015 г. эмбарго, введенное в 2014 г., уже не оказывало значимого влияния на динамику цен на продукты питания – производители и поставщики адаптировались к работе в новых условиях. Хотя в августе текущего года был расширен перечень стран, на которые Россия распространила действие продовольственного эмбарго⁴, влияние этого фактора оценивается как незначительное. Дополнительным фактором, обеспечивающим устойчивость внутреннего рынка зерна и продуктов его переработки, стал запуск с 1.07.2015 механизма экспортных пошлин.

Снижение продовольственной инфляции на потребительском рынке соответствовало замедлению темпов прироста цен производителей пищевых продуктов, включая напитки, и табака с 23,0% в апреле до 18,5% в июле (рис. 1.3.15).

Вместе с тем за скользящий год продовольствие подорожало больше, чем другие основные компоненты потребительской корзины. Лидерами удорожания были макаронные и крупяные изделия, чай, кофе, рыбопродукты, сахар, плодоовощная продукция, главным обра-

Рисунок 1.3.16

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



* Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

зом за счет прямого и косвенного воздействия ослабления рубля.

Темпы прироста цен на непродовольственные товары находились в апреле-июле 2015 г. на уровне 14,2–14,3% (к соответствующему месяцу 2014 г.). В августе они вновь возросли (до 14,6%), отражая влияние курсовой динамики. Темпы прироста цен на услуги (без жилищно-коммунальных) с апреля были ниже, чем в первые месяцы года; в июне-августе отмечалось их повышение (до 14,2%), связанное в основном с динамикой цен на услуги зарубежного туризма, реагирующих на текущее ослабление рубля.

Сложившийся к июлю уровень годового прироста потребительских цен на рыночные услуги и непродовольственные товары в целом соответствовал масштабу повышения за год цен производителей в экономике (без цен на аграрную продукцию). Годовые темпы прироста цен производителей в промышленности в мае-июле не превышали 13,4%, темпы прироста тарифов на грузовые перевозки с начала года составляли около 10–11%, в июле – возросли до 14,1%.

В целом близость значений темпов прироста цен производителей на продукцию, поставляемую на внутренний рынок, и инфляции (как агрегата изменения потребительских цен на отечественные и импортные товары) указывает на то, что, с одной стороны, ценовая динамика в экономике в целом формировалась под доминирующим влиянием общего фактора –

⁴ Постановление Правительства Российской Федерации от 13.08.2015 № 842.

Рисунок 1.3.17
Региональный разрез инфляции, август 2015 г.
(месяц к соответствующему периоду предыдущего года, %)



Источник: Росстат.

Рисунок 1.3.18
Региональный разрез инфляции (продовольственные товары)
(август к августу предыдущего года, %)

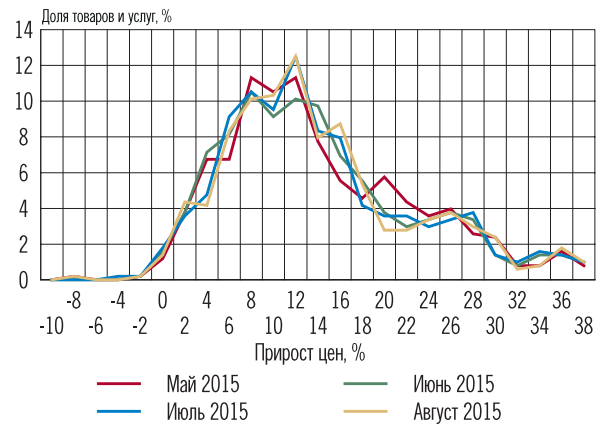


Источник: Росстат.

динамики курса рубля и, с другой стороны, что цены производителей, а значит, затраты играли значимую роль в формировании цен на отечественные потребительские товары. В этих условиях дальнейшее снижение инфляции будет в заметной мере зависеть от динамики цен производителей. В свою очередь на нее будет влиять динамика таких показателей, как мировые цены на энергоносители, обменный курс рубля, совокупный спрос.

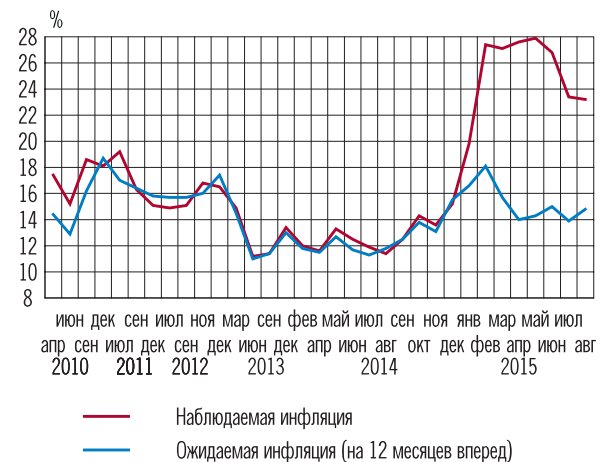
После снижения в мае-июле, в августе вновь повысилась базовая инфляция (до 16,6% по отношению к августу 2014 г.). Базовый индекс потребительских цен (БИПЦ) остался выше ИПЦ — ситуация, характерная для шока относительных

Рисунок 1.3.19
Распределение приростов цен по полному кругу товаров и услуг без учета весов в потребительской корзине
(месяц к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.20
Прямые оценки инфляции: медианные значения



Источник: данные опроса ФОМ.

цен, когда в результате ослабления рубля резко растут цены на торгуемые товары, а на неторгуемые товары и услуги становятся относительно дешевле; при этом общий уровень инфляции растет. В состав ИПЦ, в отличие от БИПЦ, входят цены на неторгуемые товары и услуги — коммунальные услуги, ряд транспортных услуг, нефтепродукты, уровень которых в скользящем годовом выражении был ниже, чем на товары и услуги, составляющие базовую инфляцию.

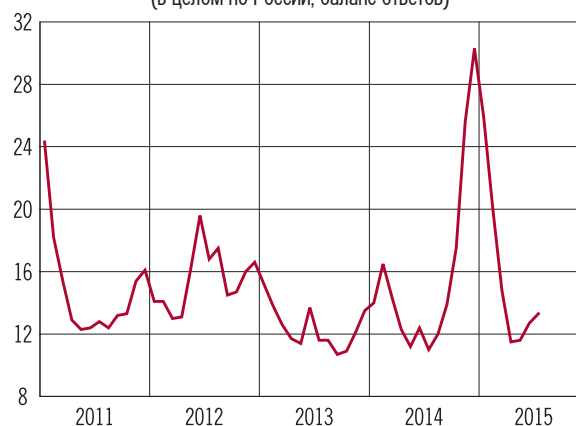
Оценки годовых темпов трендовой инфляции в августе 2015 г. оставались стабильными на уровне 11,5–12% (рис. 1.3.16). Это свидетельствует о том, что инфляционное давление в начале 2015 г. не полностью транслировалось

Рисунок 1.3.21
Квантифицированные инфляционные ожидания (%)



Источник: данные опроса ФОМ, расчеты Банка России.

Рисунок 1.3.23
Ожидаемые изменения в следующие три месяца цен (тарифов, уровня отпускных цен) на готовую продукцию (услуги) предприятий (в целом по России, баланс ответов)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.3.22
Диффузный индекс цен на промышленную продукцию, ожидаемые изменения (доля предприятий с растущим за три месяца показателем)

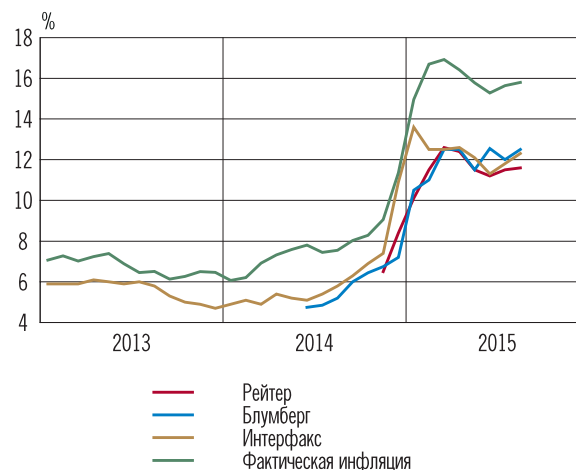


Источник: данные опроса РЭБ.

в последующее ускорение темпов роста цен на широкий спектр товаров и услуг. При сохранении наблюдаемых тенденций в динамике цен и монетарных агрегатов можно предположить, что текущие оценки трендовой инфляции являются пиковыми и следует ожидать их постепенного снижения.

Признаки нарастания проинфляционного давления, связанного, видимо, с повышением девальвационных рисков, начали проявляться уже в июне-июле. Так, анализ информации о динамике цен по полному списку потребительских товаров и услуг свидетельствует о сохранении в августе 2015 г. вида распределения приростов цен в годовом выражении, ха-

Рисунок 1.3.24
Консенсус-прогнозы профессиональных аналитиков потребительской инфляции в 2015 г.



Источник: Банк России.

рактерного для последних месяцев 2015 г. (рис. 1.3.19). Следует, однако, отметить увеличение (до 44,8%) доли товаров и услуг с высоким приростом цен – от 10 до 20% к соответствующему месяцу предыдущего года. Годом ранее на этот интервал приростов приходилось лишь 14,3% всех товаров и услуг, в апреле 2015 г. – 38,1%.

Кроме того, с июня начали ухудшаться инфляционные ожидания экономических субъектов (таблица 1.3.2). Согласно данным РЭБ, в июне больше руководителей промышленных предприятий ожидали роста цен на выпускаемую и приобретаемую продукцию (рис. 1.3.22, 1.3.23). По данным опросов, проводимых ООО «ИНФОМ», в августе повысились значения ин-

Таблица 1.3.2

Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2014				2015							
		I	II	III	IV	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август
Инфляционные ожидания (абсолютные), %													
Население													
ФОМ	следующие 12 месяцев	11,8	11,7	12,5	15,5	16,6	18,1	15,7	14,0	14,3	15,0	13,9	14,8
ФОМ (расчеты Банка России)	следующие 12 месяцев	8,1	9,0	9,6	14,4	16,1	15,7	14,1	12,1	11,9	12,4	12,8	13,7
Профессиональные аналитики													
Bloomberg	2015	4,6	4,8	6,0	7,2	10,5	11,0	12,5	12,5	11,5	12,6	12,0	12,5
Интерфакс	2015	4,9	5,1	6,3	10,9	13,6	12,5	12,5	12,6	12,1	11,3	11,8	12,3
Thomson Reuters	2015				8,4	10,1	11,5	12,6	12,4	11,5	11,2	11,5	11,6
Финансовые рынки													
Рынок облигаций	следующий квартал	7,1	7,2	8,1	8,7			11,4			16,1		
Рынок МБК	следующий квартал	7,2	8,2	8,6	10,0			13,9			18,1		
Инфляционные ожидания (баланс ответов*)													
Население													
ФОМ	следующие 12 месяцев	84	85	84	83	84	78	76	74	70	72	74	73
ФОМ	следующий месяц	79	82	76	77	75	71	68	62	59	60	63	67
Предприятия													
РЭБ	следующие 3 месяца	26	26	32	70	62	48	32	20	6	20		
Банк России (ДБН)	следующие 3 месяца	14,3	12,4	13,9	30,3	25,9	20,2	14,8	11,5	11,6	12,7	13,3	
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	42	41	41	43			31			28		30**
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	6	5	2	5			7			6		

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

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

** Сентябрь.

Источники: данные опроса ФОМ, Росстат, Интерфакс, Блумберг, Рейтер, расчеты Банка России, Российский экономический барометр.

фляции, ожидаемой населением через месяц и год; ухудшилось восприятие текущей месячной инфляции (рис. I.3.20, I.3.21). Как показал опрос Левада-Центра, проведенный в конце августа, первое место среди проблем, которые

беспокоят россиян, занимает рост цен. Консенсус-прогнозы профессиональных аналитиков уровня инфляции в 2015 г. (рис. I.3.24) остаются тем не менее умеренными: 11,6% (Рейтер), 12,3% (Интерфакс), 12,5% (Блумберг).

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

2.1. Перспективы развития экономической ситуации

В текущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике Банк России рассмотрел три сценария экономического развития России, основным различием которых являются предположения относительно динамики цен на нефть. Базовый сценарий предполагает, что цены на нефть в 2016–2018 гг. стабилизируются на уровне порядка 50 долл. США за баррель. В оптимистичном сценарии заложена предпосылка о росте цены на нефть до 75 долл. США за баррель к концу 2018 года. В рисковом сценарии ожидается снижение цены на нефть марки «Юралс» ниже 40 долл. США за баррель и сохранение ее на низком уровне в среднесрочном периоде.

Глубина и продолжительность снижения ВВП в рассматриваемых сценариях будут во многом определяться траекторией условий торговли. В базовом и оптимистичном сценариях прогнозируется снижение инфляции до целевого уровня в 2017 г. при наличии определенного потенциала для смягчения денежно-кредитной политики, который будет реализовываться с разной скоростью.

Существенные инфляционные риски могут также создать изменения в бюджетной и тарифной политике. В случае реализации указанных рисков Банк России будет принимать меры, направленные на снижение их инфляционных последствий с учетом возможностей российской экономики.

В предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике (июнь 2015 г.) Банк России рассматривал в качестве равновероятных два сценария экономического развития: (1) постепенное восстановление цен на нефть до 80 долл. США за баррель к концу 2018 г. и (2) сохранение цен на нефть вблизи уровня

60 долл. США за баррель¹ в 2016–2018 годах. Однако изменения ситуации в мировой экономике и на нефтяном рынке в июне-августе 2015 г. стали основанием для пересмотра предпосылок по динамике цен на нефть вниз как в оставшиеся месяцы 2015 г., так и в среднесрочной перспективе.

Так, понижение прогнозов темпов роста СФР говорит о том, что мировой спрос на нефть будет расти медленнее, чем предполагалось ранее. По оценкам Международного энергетического агентства, в 2015–2016 гг. порядка 80% прироста мирового спроса на нефть будут обеспечивать страны, не входящие в ОЭСР (из них Китай – около 25%). Распродажа на фондовом рынке Китая и спровоцированная ею волна бегства инвесторов из рискованных активов уже способствовали резкому снижению цен на нефть в августе 2015 г. и пересмотру прогнозов до конца года. Если проблемы на финансовом рынке в совокупности с накопленными дисбалансами приведут к замедлению экономики Китая (и других развивающихся стран, имеющих тесные экономические связи с Китаем), темпы роста мирового спроса на нефть будут ниже, чем прогнозировалось ранее.

В свою очередь усиливаются предпосылки для сохранения более высоких объемов предложения на рынке нефти, чем ожидалось ранее. Объемы добычи сланцевой нефти в США сокращаются медленнее, чем рассчитывала значительная часть участников рынка, – благодаря прогрессу в технологиях нефтедобычи себестоимость добычи на действующих месторождениях сланцевой нефти в США значительно снизилась. По оценкам международных аналитических агентств, добыча будет оставаться рентабельной даже при падении цены на нефть до 30 долл. США за баррель. Кроме того, в июле 2015 г. было заключено соглашение об иран-

¹ Таким же был и ожидаемый средний уровень цен на нефть в 2015 г. на момент публикации предыдущего Доклада.

ской ядерной программе, итогом которого станет снятие в 2016 г. ограничений на экспорт иранской нефти и, как следствие, рост предложения нефти на мировом рынке.

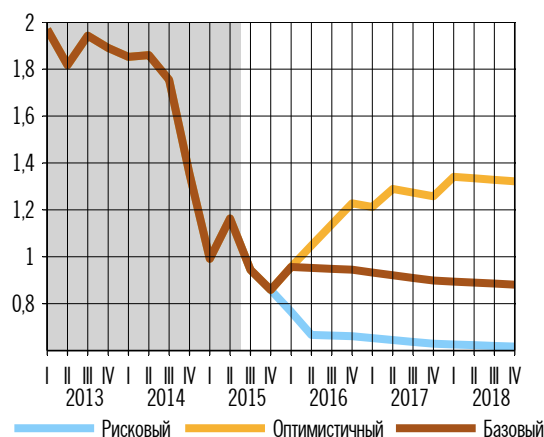
С учетом данных факторов Банк России понизил прогнозы цены на нефть марки «Юралс» (рис.2.1.1) – ожидается, что в III–IV кварталах 2015 г. цена будет колебаться в диапазоне 45–50 долл. США за баррель, а среднегодовая цена составит порядка 52 долл. США за баррель. В дальнейшем Банк России рассматривает следующие варианты развития событий на мировом рынке энергоносителей.

Согласно базовому сценарию, дальнейшее снижение себестоимости нефти за счет совершенствования технологий добычи из нетрадиционных источников, рост объема предложения со стороны стран ОПЕК (прежде всего, за счет Ирана) и умеренные темпы роста спроса на нефть приведут к тому, что цены на нефть в 2016–2018 гг. стабилизируются на уровне порядка 50 долл. США за баррель. Оптимистичный сценарий предполагает, что в среднесрочной перспективе увеличение мирового спроса на нефть и сокращение предложения на рынке нефти будут способствовать постепенному росту цен на нефть – до 75 долл. США за баррель к концу 2018 года. Наконец, рисковый сценарий рассчитан исходя из того, что существенное превышение предложения на рынке нефти над спросом обусловит падение цен на нефть ниже 40 долл. США за баррель в 2016 г. и сохранение их на низких уровнях в течение длительного времени.

Внешние финансовые условия во всех рассматриваемых сценариях будут сдерживать рост российской экономики на протяжении всего прогнозного периода. В результате введенных в отношении России финансовых санкций доступ компаний и банков на мировые рынки капитала останется ограниченным. В условиях снижения спроса на российские активы российские банки и прочие сектора будут вынуждены погашать ранее полученные займы, как это и происходило в IV квартале 2014 – II квартале 2015 года. По оценкам, в сентябре-декабре 2015 г. чистый объем платежей банков и прочих секторов по внешним долгам составит около 30 млрд долл. США, за 2016 г. в целом – около 40 млрд долл. США.

Рисунок 2.1.1

Условия торговли



Источник: расчеты Банка России.

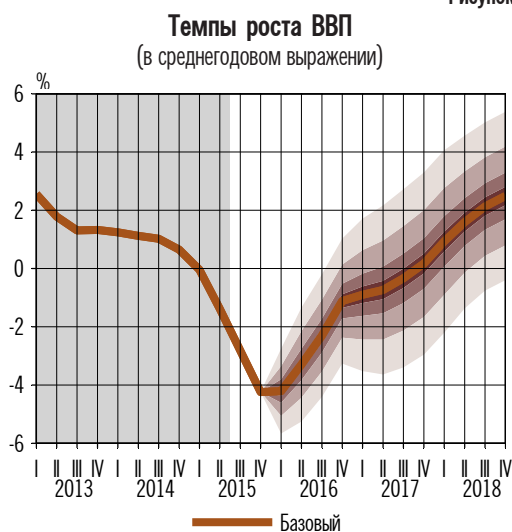
Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть сорта «Юралс» (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежной инфляции).

Сдерживающее влияние внешних финансовых ограничений, по оценкам, будет постепенно уменьшаться по мере диверсификации источников привлечения финансовых средств с международных рынков. В рамках оптимистичного сценария можно ожидать более быстрого ослабления этого влияния, поскольку по мере восстановления цен на нефть российская экономика станет привлекательнее с точки зрения международных инвесторов.

В базовом сценарии сохранение негативных внешних экономических и финансовых условий в течение длительного периода времени будет являться существенным фактором, сдерживающим восстановление экономической активности (рис. 2.1.2). Кроме того, внутренние ресурсы экономического роста также будут ограничены на фоне вероятного сохранения негативных деловых настроений и ожиданий, влияющих на склонность к инвестированию в российскую экономику. В связи с этим, по оценкам, в 2016 г. снижение ВВП продолжится и составит 0,5–1,0%.

Отрицательные темпы роста выпуска будут обусловлены в том числе структурной подстройкой экономики к изменившимся внешнеэкономическим условиям, которая будет сопровождаться перетоком трудовых и капитальных ресурсов в более производительные сектора, к которым в первую очередь относятся торгуемые экспортоориентированные сектора, а также отрасли, обслуживающие внутренний спрос и производящие конкурентоспособную

Рисунок 2.1.2



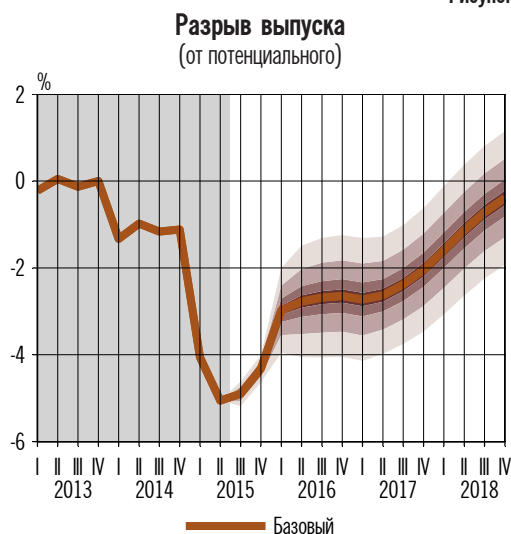
Источник: расчеты Банка России.

продукцию. В условиях, когда будет наблюдаться снижение доходов от внешнеторговых операций по сравнению с предыдущими периодами, а также с учетом того, что экономические агенты не ожидают значимого улучшения внешнеэкономических условий на прогнозном горизонте, снижение ВВП будет носить во многом структурный характер, что означает наличие относительно небольшого отрицательного разрыва выпуска в 2016 г. (рис.2.1.3).

В разрезе компонентов по использованию снижение ВВП в 2016 г. будет обусловлено дальнейшим сжатием как потребительского, так и инвестиционного спроса. Основным фактором продолжающегося сжатия потребительского спроса останутся низкие темпы индексаций номинальных заработных плат как в бюджетном, так и в частном секторе в условиях уменьшения спроса на рабочую силу со стороны предприятий и ограниченных возможностей финансирования дефицита бюджета. Сокращение расходов домашних хозяйств на конечное потребление в 2016 г. прогнозируется в диапазоне 1,0–2,0%.

Валовое накопление также продолжит вносить отрицательный вклад в прирост ВВП в 2016 г. как за счет снижения валового накопления основного капитала, так и в результате продолжающейся коррекции запасов материальных оборотных средств (однако более медленной, чем в 2015 г.). Основными факторами, сдерживающими инвестиционную активность,

Рисунок 2.1.3



Источник: расчеты Банка России.

останутся сохранение негативных ожиданий экономических агентов относительно перспектив развития российской экономики, низкие объемы выручки от экспортных операций, сохраняющиеся относительно жесткие внешние и внутренние финансовые условия.

Темп роста экспорта в реальном выражении в 2016 г., как ожидается, не превысит 1% в условиях относительно слабого внешнего спроса. Физические объемы импорта продолжают сокращаться, однако существенно меньшими темпами, чем в 2015 г., на фоне замедления темпов падения инвестиционных и потребительских расходов. Таким образом, вклад чистого экспорта сохранится положительным.

В 2017 г. уменьшение неопределенности на фоне стабилизации цен на нефть окажет положительное воздействие на настроения экономических агентов. Снижение долговой нагрузки нефинансовых организаций и населения после двух лет низких темпов роста кредитования населения и некредитных организаций, а также осуществление последовательного погашения внешнего долга обеспечит расширение возможностей экономических агентов по привлечению заемных средств, что будет также поддержано смягчением внутренних финансовых условий. Указанные тенденции создадут предпосылки для активизации инвестиционной активности. В 2017 г. темп прироста валового накопления ожидается слабоположительным, а в 2018 г., по оценкам, может превысить 5,5%.

Восстановление потребительского спроса будет происходить медленнее и будет обусловлено постепенным увеличением спроса на рабочую силу и, соответственно, ускорением роста заработных плат: темп прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств выйдет в устойчиво положительную область только в 2018 году.

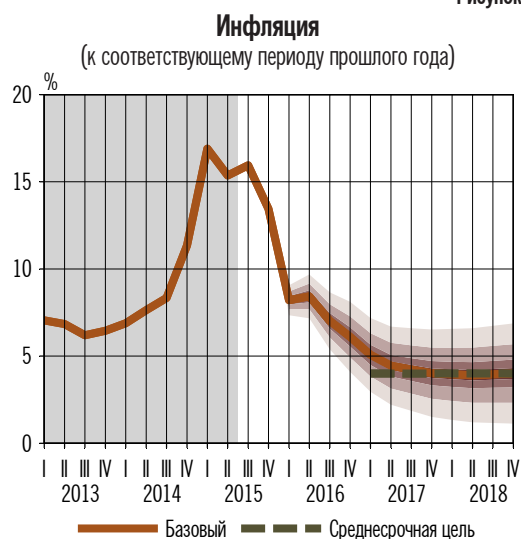
По мере восстановления мировой экономики, а также повышения конкурентоспособности российского экспорта (как сырьевого, так и несырьевого) в 2017–2018 гг. ожидается постепенное увеличение темпов роста физических объемов экспорта. Кроме того, в 2018 г. прогнозируется выход в устойчиво положительную область темпов роста физических объемов импорта.

С учетом указанной динамики темпов роста физических объемов экспорта и импорта и стабильных цен на нефть ожидается последовательное сокращение положительного сальдо текущего счета платежного баланса в 2016–2018 гг. (см. Приложение «Платежный баланс»). Вместе с тем снижение объемов выплат по внешнему долгу (ожидаемое, с одной стороны, согласно официальному графику погашения, а с другой – в результате расширения возможностей по рефинансированию) обусловит постепенное уменьшение оттока капитала. В этих условиях наращивания задолженности банков по инструментам валютного рефинансирования Банка России в 2016–2018 гг. не требуется.

В течение прогнозного периода ожидается постепенное снижение инфляции. Исчерпание влияния ослабления рубля в июне-августе 2015 г. обусловит постепенное замедление квартальных темпов инфляции с I квартала 2016 г. после ее ускорения в III–IV кварталах 2015 года. Годовая инфляция в декабре 2015 г. прогнозируется в диапазоне 12–13%, а с января 2016 г. начнет снижаться, что будет обусловлено в том числе высокой базой 2015 года (рис. 2.1.4).

Охлаждение экономической активности будет иметь ограниченный дезинфляционный эффект, так как отчасти будет обусловлено причинами структурного характера. Адаптация экономики к изменившимся внешнеэкономиче-

Рисунок 2.1.4



Источник: расчеты Банка России.

ским условиям может быть сопряжена с повышением издержек производителей, связанным, в частности, со снижением производительности.

Таким образом, потенциал для смягчения денежно-кредитной политики существенно ограничен, чем обусловлено решение Банка России о сохранении неизменной (на уровне 11% годовых) ключевой ставки 11 сентября 2015 года. Принимая во внимание повышение прогноза инфляции на конец 2015 – начало 2016 г., а также ожидаемое постепенное замедление падения совокупного выпуска в первом полугодии 2016 г., баланс рисков существенно не изменится. По мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом, а также снижения инфляционных ожиданий Банк России будет готов осуществлять снижение ключевой ставки.

Изменение процентной политики будет носить плавный характер, и до устойчивой стабилизации инфляции вблизи целевого значения 4% денежно-кредитная политика будет оставаться умеренно жесткой. Это необходимо не только с точки зрения обеспечения снижения инфляции и инфляционных ожиданий, но и для поддержания финансовой стабильности. Основным внутренним источником риска для последней может являться чрезмерное ускорение роста кредитной нагрузки, непропорциональное динамике доходов экономики, возможное в случае избыточного смягчения финансовых условий.

Таблица 2.1.1

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

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

Таблица 2.1.2

Показатели платежного баланса России
(млрд долл. США)

	2014 (факт)	2015		2016		2017		2018						
		сентябрь базовый/ оптимис- тичный	июнь сцена- рий 1/ сцена- рий 2	сентябрь базовый	июнь сцена- рий 2	сентябрь оптимис- тичный	июнь сцена- рий 1	сентябрь базовый	июнь сцена- рий 2	сентябрь оптимис- тичный	июнь сцена- рий 1			
												сентябрь базовый	июнь сцена- рий 1	
Счет текущих операций	59	73	93	58	101	83	104	56	81	79	117	51	76	121
Торговый баланс	190	156	187	138	186	165	185	131	169	162	206	126	164	212
Экспорт	498	344	411	335	415	374	440	336	414	430	490	346	486	538
Импорт	-308	-187	-223	-198	-228	-210	-255	-205	-244	-267	-284	-220	-322	-326
Баланс услуг	-55	-33	-43	-35	-40	-35	-36	-36	-41	-43	-39	-39	-43	-38
Экспорт	66	53	52	54	53	56	58	55	55	59	59	55	64	63
Импорт	-121	-87	-96	-90	-93	-92	-94	-91	-96	-102	-98	-96	-98	-101
Баланс первичных и вторичных доходов	-75	-50	-51	-44	-46	-46	-45	-39	-47	-40	-51	-37	-43	-53
Счет операций с капиталом	-42	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	17	73	93	58	101	83	104	56	81	79	117	51	72	121
Финансовый счет (кроме резервов активов)	-134	-88	-93	-59	-78	-68	-78	-56	-68	-64	-74	-50	-58	-68
Сектор государственного управления и центральный банк	29	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-154	-85	-90	-56	-75	-65	-75	-53	-65	-61	-71	-47	-55	-65
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост)	108	15	0	0	-23	-15	-26	0	-13	-15	-43	0	-14	-53

В оптимистичном сценарии сдерживающее влияние на экономику внешних факторов будет менее выраженным, и переход к росту российской экономики ожидается уже в 2016 году.

Спрос на российский экспорт, как сырьевой, так и несырьевой, сложится на более высоком уровне, чем в базовом сценарии. В свою очередь увеличение импорта в физическом выражении будет определяться повышением инвестиционного спроса, а затем и восстановлением потребительской активности. Несмотря на несколько опережающий рост импорта в реальном выражении относительно экспорта сальдо текущего счета платежного баланса в долларовом эквиваленте останется на сравнительно высоком уровне, превысив представленные в базовом сценарии показатели. При этом отрицательное сальдо финансового счета прогнозируется несколько выше уровня базового сценария с учетом более динамичного восстановления роста доходов в экономике и большего притока средств по счету текущих операций. Чистый отток капитала частного сектора будет находиться в интервале 60–70 млрд долл. США в год. Состояние платежного баланса России, а также ситуация на валютном рынке в данном сценарии позволит Банку России в течение прогнозного периода постепенно наращивать объем валютных резервов за счет погашения банками задолженности по инструментам валютного рефинансирования Банка России.

В этом сценарии также предполагается, что восстановление условий торговли в среднесрочном периоде ожидается большинством экономических агентов, в результате чего охлаждение экономической активности в 2015–2016 гг. будет иметь в большей степени циклический характер (по сравнению с базовым сценарием). Более глубокий отрицательный разрыв выпуска (формирующийся даже на фоне более благоприятного прогноза экономического роста), чем в базовом сценарии, обусловит более выраженное сдерживающее воздействие на инфляцию со стороны спроса. Это, в свою очередь, создаст потенциал для более быстрого снижения ключевой ставки Банка России, чем в базовом сценарии.

2.2. Оценка рисков

В рисковом сценарии более неблагоприятное развитие внешней ситуации по сравнению с базовым и оптимистичным сценариями и обусловит более сильный и продолжительный спад в экономике. Негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российскую экономику реализуется через сокращение доходов от экспорта, снижение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте, снижение привлекательности вложений в российскую экономику для российских и внешних инвесторов, а также сужение возможностей по финансированию бюджетных расходов. В этих условиях спад ВВП в 2016 г. может составить более 5%.

С учетом более высокой неопределенности развития внешней и внутренней ситуации в данном сценарии возможно повышение волатильности на финансовых рынках. В таких условиях возможно резкое ухудшение курсовых и инфляционных ожиданий, которое существенно увеличивает инфляционные риски и риски для финансовой стабильности. Для предотвращения нарастания указанных рисков Банк России может использовать как меры процентной политики, так и другие инструменты, в том числе операции на внутреннем валютном рынке (как на возвратной основе, так и прямые продажи иностранной валюты на открытом рынке).

В рисковом сценарии инфляция будет находиться на более высоких уровнях, чем в базовом и оптимистичном сценариях, составляя 8–9% в 2016 году. Ключевая ставка Банка России в течение продолжительного периода будет оставаться более высокой, чем в базовом и оптимистичном сценариях.

В рамках любого из рассмотренных выше сценариев возможна также реализация дополнительных рисков, которые могут повлиять на инфляционную динамику. На текущем этапе, по оценкам Банка России, риски в ценовой динамике распределены несимметрично и в значительной степени смещены в сторону проинфляционных, что требует сохранения относительно консервативного подхода к формированию денежно-кредитной политики. Ри-

ском для прогноза инфляции являются скачки традиционно отличающихся высокой волатильностью цен продовольствия под влиянием урожая отдельных сельскохозяйственных культур. Инфляционный эффект также могут иметь изменения бюджетной и тарифной политики, не предполагающиеся в рассмотренных сценариях. Сохраняются внешние риски со стороны геополитических факторов, и их влияние на ценовую динамику может быть реализовано через изменение валютного курса.

Ускорение годовых темпов инфляции под действием указанных выше факторов, как пра-

вило, имеет краткосрочный характер, то есть по мере его исчерпания на горизонте до одного года – полутора лет происходит замедление инфляции. В этом случае инфляция возвращается на траекторию, соответствующую достижению целевого уровня 4% в среднесрочном периоде, без дополнительного изменения денежно-кредитной политики. Вместе с тем в случае распространения влияния подобных факторов на динамику цен широкого круга товаров и услуг и роста инфляционных ожиданий Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Динамика основных статей платежного баланса во II квартале 2015 года

Возобновление падения мировых цен на нефть в середине мая привело к сохранению высоких годовых темпов снижения экспорта. В результате, несмотря на большие, чем ожидалось, темпы снижения импорта во II квартале 2015 г., сальдо счета текущих операций сложилось на уровне заметно ниже прогнозируемого. Положительное сальдо торгового баланса уменьшилось на 15%¹, вместе с тем профицит текущего счета во II квартале 2015 г. вырос по сравнению со II кварталом 2014 года. Снижение сальдо торгового баланса было полностью компенсировано уменьшением отрицательного вклада неторговых компонент и баланса услуг (рис. 1).

Стоимостный объем экспорта сократился на 30%, главным образом из-за снижения цен на сырьевые товары. Роста физического объема экспорта сырой нефти и нефтепродуктов на 7 и 10% соответственно было недостаточно, чтобы компенсировать эффект снижения цен. Физический объем экспорта российского природного газа сократился на 4% из-за уменьшения поставок в ЕС и на Украину. В результате экспорт сырой нефти, нефтепродуктов и природного газа снизился на 38%, в то же время экспорт прочих товаров благодаря ослаблению рубля уменьшился лишь на 14%.

Сокращение импорта товаров во II квартале на 40% было связано со снижением уровня потребительской активности. Основной вклад в уменьшение импорта пришелся на машины, оборудование и транспортные средства. Продовольственное эмбарго, введенное Россией

в 2014 г., не оказало значительного влияния на импорт: снижение импорта попавшего под эмбарго продовольствия составило лишь 6% от совокупного сокращения импорта.

Уменьшение дефицита баланса неторговых компонент произошло главным образом за счет сокращения инвестиционных доходов к выплате. Снижение общего объема обязательств перед нерезидентами по мере погашения долга способствовало снижению объема процентных платежей.

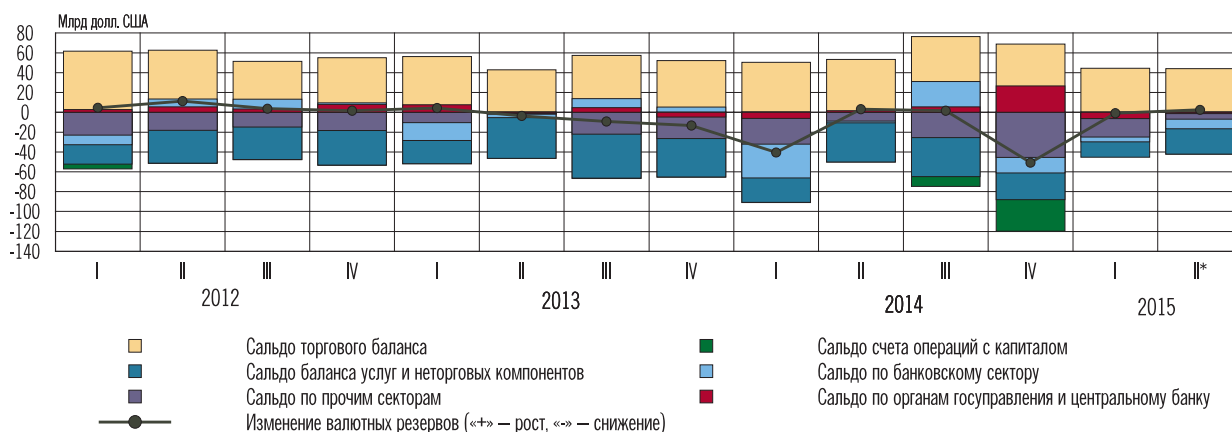
В свою очередь, сальдо финансового счета сложилось на близком к прогнозируемому уровне, несмотря на весьма волатильную и неоднородную динамику его отдельных компонент. Чистый вывоз капитала частным сектором сократился во II квартале 2015 г. на 3% по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. и на 35% по сравнению с оттоком в предыдущем квартале. В отличие от предыдущих лет, когда вывоз капитала частным сектором формировался преимущественно за счет роста активов, во II квартале 2015 г. он в равной степени сложился как результат снижения внешних обязательств и роста иностранных активов.

Сокращение иностранных обязательств частного сектора на 11,5 млрд долл. США было связано в основном с погашением внешнего долга банков в условиях сужения возможностей для рефинансирования долга из-за финансовых санкций. Во II квартале 2015 г. внешний долг частного сектора практически не изменился (рис. 2). Снижение долга в банковском секторе было компенсировано ростом задолженности прочих секторов. При этом банки сокращали иностранные обязательства быстрее, чем предполагали прогнозы, основанные на графике погашения внешнего долга, тогда как прочие сектора – медленнее. Несмотря на действие негативных внешних факторов, по обязательствам прочих секторов во II квартале 2015 г. зафиксирован незначительный приток капитала.

¹ Здесь и далее в разделе «Платежный баланс» приведено изменение показателей относительно соответствующего периода предыдущего года, если не указано иное.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса



* Статьи "Сальдо по банковскому сектору" и "Изменение валютных резервов" скорректированы на сумму операций "валютный своп" Банка России с банками-резидентами и операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России; статья "Сальдо по п
** Оценка.

Источник: Банк России.

Рисунок 2

Внешний долг Российской Федерации



* На 1.07.2015 – оценка.
Источник: Банк России.

Погашение внешнего долга банков происходило наряду с покупкой иностранных активов, которые увеличились на 3,7 млрд долл. США. Прочие секторы также нарастили иностранные активы на 7,1 млрд долл. США, главным образом за счет прямых инвестиций – компании смогли обеспечить чистое привлечение прямых инвестиций на сумму 4,7 млрд долл. США.

Вместе с тем по сравнению с предыдущим кварталом объем выплат по внешнему долгу уменьшился, спрос на иностранную валюту со стороны населения снизился. Иностранные активы прочих секторов в наличной иностранной валюте во II квартале 2015 г. сократились на 2,8 млрд долл. США, как и в предыдущем

квартале. Все это способствовало сокращению оттока капитала. Чистый вывоз капитала частным сектором с поправкой на объем предоставления ликвидности в иностранной валюте кредитным организациям на возвратной основе и другие операции Банка России² сократился с 23,3 млрд долл. США в I квартале до 16,4 млрд долл. США во II квартале 2015 года

Прогноз платежного баланса на 2015–2018 годы

Банк России рассматривает три сценария макроэкономического развития, различающихся предположениями о динамике цен на нефть и прогнозами других ключевых макроэкономических показателей. В рамках базового и оптимистичного сценариев в 2015 г. предполагается сохранение цены на нефть в диапазоне 45–50 долл. США за баррель в 2015 году. Базовый сценарий предполагает, что цена на нефть в течение всего рассматриваемого периода будет колебаться около уровня 50 долл. США за баррель, а в оптимистичном сценарии цена на нефть плавно растет к уровню в 75 долла-

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

ров США за баррель в 2018 году. Рисковый сценарий предполагает снижение цены на нефть ниже 40 долл. США к началу 2016 г. и сохранение ее ниже 40 долл. США за баррель до конца 2018 года.

2.1. Счет текущих операций и операций с капиталом

Значительное снижение цены на нефть в 2015 г. по сравнению с 2014 г. в рамках всех рассматриваемых сценариев окажет сильное понижающее давление на экспорт, влияния динамики курса рубля окажется недостаточно, чтобы компенсировать его. Это приведет к падению экспорта в долларовом выражении на 30%. В то же время объем импорта будет сокращаться более высокими темпами под влиянием замедления экономического роста и реализовавшегося ослабления рубля, а также в условиях действия международных финансовых и торговых санкций. В результате профицит торгового баланса заметно сократится по сравнению с уровнем прошлого года, однако текущий счет в целом вырастет с 60 до 73 млрд долл. США за счет улучшения баланса услуг и баланса неторговых компонентов, прежде всего сокращения инвестиционных доходов к выплате.

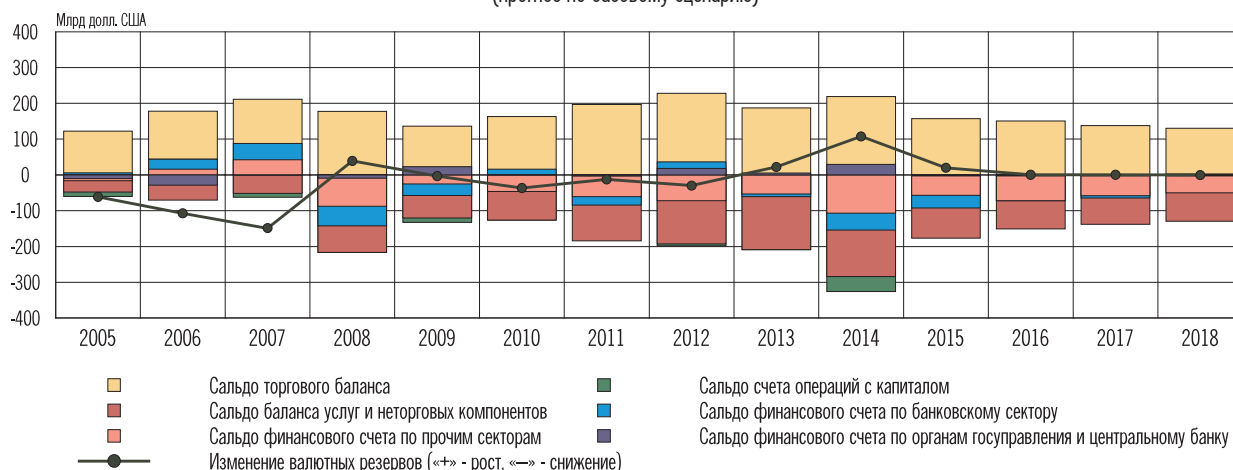
По сравнению с предыдущим прогнозом, опубликованным в июньском Докладе о денежно-кредитной политике, в 2015 г. понижены оценки

среднегодовой цены на нефть и темпов экономического роста. Соответственно, существенно снижены оценки как экспорта, так и импорта, однако прогноз экспорта пересмотрен сильнее. В результате сальдо торгового баланса и текущего счета в целом в 2015 г. будут ниже, чем предполагалось в предыдущем прогнозе.

В 2016–2018 гг. в рамках базового сценария цены на нефть стабилизируются на более низком уровне, чем среднегодовая цена в 2015 году. В результате объем экспорта товаров и услуг несколько снизится в 2016 г. и в дальнейшем заметно расти не будет. В свою очередь, импорт товаров и услуг начнет плавно расти по мере восстановления внутреннего спроса. Погашение внешнего долга приведет к сокращению платежей по обслуживанию задолженности, вследствие чего отрицательное сальдо баланса неторговых компонентов будет плавно снижаться на протяжении всего рассматриваемого периода. В результате в 2016 г. профицит счета текущих операций сократится, однако в дальнейшем его уровень стабилизируется и в 2016–2018 г. составит порядка 50–60 млрд долл. США (около 4% ВВП). По сравнению со сценарием 2, опубликованным в предыдущем Докладе (также предполагавшим стабильность цен на нефть в 2016–2018 гг., однако на более высоком уровне), более низкий уровень цен на нефть означает меньший объем экспорта, что обуславливает более низкое сальдо счета текущих операций.

Рисунок 3

Динамика основных компонентов платежного баланса
(прогноз по базовому сценарию)



В рамках оптимистичного сценария в 2016–2018 гг. повышение цен на нефть и оживление в экономиках стран – торговых партнеров будут способствовать росту экспорта. Однако импорт будет расти опережающими темпами по мере восстановления внутреннего спроса. В результате сальдо торгового баланса после некоторого увеличения в 2016 г. практически не будет меняться, а сальдо баланса услуг постепенно будет ухудшаться: экспорт услуг связан с ценами на нефть гораздо слабее, чем экспорт товаров, а импорт услуг будет расти вслед за ростом ВВП. Как и в базовом сценарии, отрицательное сальдо баланса неторговых компонентов будет плавно снижаться на протяжении всего рассматриваемого периода на фоне снижения общего объема долга. В итоге профицит текущего счета достигнет максимума на прогнозном горизонте в 2016 г. и будет плавно сокращаться в дальнейшем, оставаясь, однако, на исторически высоких уровнях (порядка 75–85 млрд. долл. США, или 5–6% ВВП). По сравнению с опубликованным в Докладе о денежно-кредитной политике за июнь 2015 г. прогнозом по сценарию 1 (также предполагавшему рост цен на нефть в 2016–2018 гг.) снижены оценки профицита счета текущих операций. Снижения прогноза импорта в результате невысоких ожидаемых темпов роста ВВП недостаточно, чтобы компенсировать падение экспорта из-за снижения прогноза цен на нефть.

2.2. Финансовый счет и изменение международных резервов

В 2015 г. Банк России во всех сценариях ожидает сохранения довольно значительных по историческим меркам объемов оттока капитала, однако в 2016–2018 гг. в его структуре будут происходить изменения, способствующие сокращению совокупного объема оттока капитала.

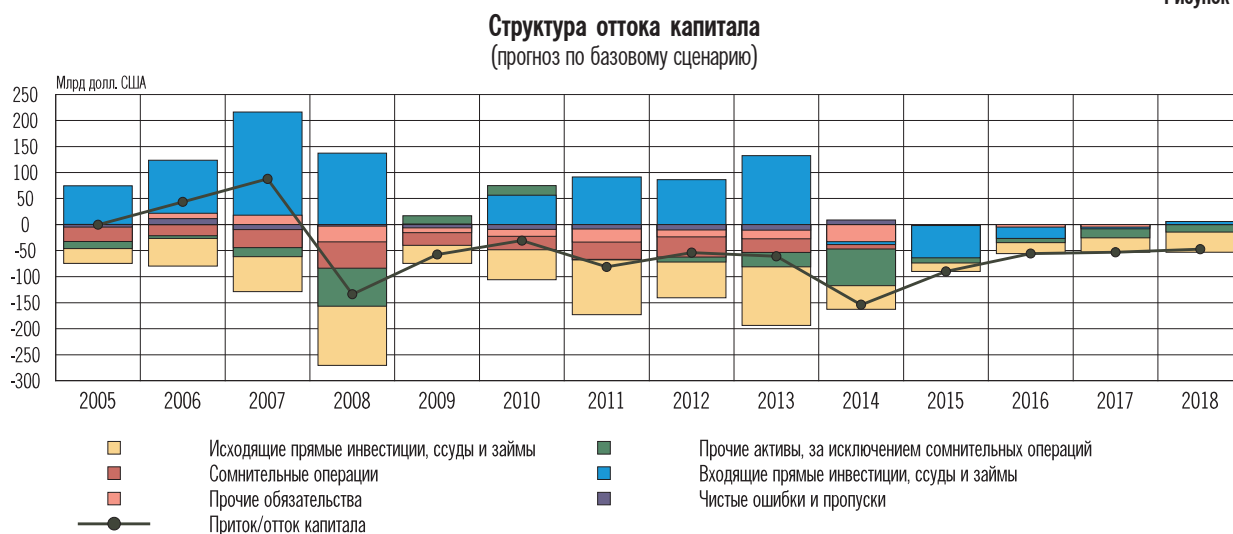
Ограниченный доступ к внешним источникам кредитования приведет к тому, что в отличие от прошлых лет компании не смогут рефинансировать существенную долю внешней задолженности, подлежащей погашению в оставшиеся месяцы 2015 г. и в 2016–2018

годах. С учетом части долга, приходящейся на долги резидентов перед нерезидентами, входящими в одни группы компаний (внутригрупповые кредиты и займы), и части долга, которую компании смогут рефинансировать, доля чистого сокращения внешней задолженности составляет в 2015 г., по оценкам Банка России, порядка 60% от общего объема задолженности к погашению. В сентябре–декабре 2015 г. банки и нефинансовые компании должны выплатить по внешним долгам около 50 млрд долл. США. Таким образом, отток капитала в виде чистого сокращения обязательств перед нерезидентами составит порядка 30 млрд долл. США. Стоит отметить, что согласно графику погашения внешнего долга, пик платежей пришелся на I квартал 2015 г. и был пройден достаточно спокойно. По данным платежного баланса за I–II кварталы 2015 г., банки и прочие сектора сократили иностранные обязательства более чем на 40 млрд долл. США.

Данное «вынужденное» сокращение обязательств перед нерезидентами будет вносить максимальный вклад в совокупный объем оттока капитала в 2015–2016 гг. и ослабевать впоследствии, по мере того как компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего финансирования (например, на азиатских рынках) и в силу снижения общего объема долга. Однако сокращение внешних обязательств по мере погашения задолженности будет значительной составляющей оттока капитала и в последующие годы. По оценкам Банка России, в рамках базового сценария объем чистого погашения внешнего долга частного сектора может составить до 70 млрд долл. США в 2015 г., 40 млрд долл. США в 2016 г., 20 млрд долл. США и менее – в 2017 и 2018 годах. В рамках оптимистического сценария объем чистого погашения внешнего долга в 2016–2018 гг. может быть на 5–15 млрд долл. США меньше в силу того, что в случае повышения цен на нефть и ускорения роста экономики России компаниям будет несколько проще привлечь новые и рефинансировать старые займы. Оценки объемов чистого погашения долга не изменились по сравнению с предыдущим Докладом.

По мере нормализации ситуации в экономике и роста доходов экономических агентов

Рисунок 4



Источник: Банк России.

в 2017–2018 гг. во всех сценариях на первый план среди компонентов оттока капитала вновь выйдет накопление иностранных активов. В силу того что темпы восстановления экономики (и доходов экономических агентов) будут сравнительно невысокими, даже в оптимистичном сценарии рост спроса на иностранные активы достигнет сопоставимого с 2014 г. уровня лишь к 2018 году. По сравнению с предыдущим прогнозом в рамках обоих сценариев ожидаемый объем спроса на иностранные активы со стороны резидентов скорректирован вниз, вслед за более низкими оценками темпа роста ВВП России.

В результате чистый отток капитала составит порядка 85 млрд долл. США в 2015 г. и будет снижаться в дальнейшем, поскольку сокращение оттока в форме погашения обязательств будет более быстрым, чем рост оттока капитала в форме накопления иностранных активов. В рамках оптимистичного сценария совокупный чистый отток капитала прогнозируется на более высоком уровне, чем в базовом сценарии, за счет более высокого спроса на иностранные активы (на фоне быстрого роста ВВП и доходов экономических агентов). Разница в объеме спроса на иностранные активы более чем компенсирует меньший отток капитала в виде сокращения иностранных обязательств в оптимистичном сценарии. К 2018 г. объемы оттока капитала снизятся до менее чем 50 млрд долл. США в базовом сценарии и менее 60 млрд долл. США – в оптимистичном.

Для обеспечения возможности в 2015 г. погашения внешней задолженности и осуществления других платежей нерезидентам без рисков дестабилизации внутреннего валютного рынка может понадобиться некоторое увеличение сальдо операций Банка России по предоставлению средств на возвратной основе (с учетом уже предоставленного объема). В дальнейшем Банк России по мере возможности будет стремиться к постепенному сокращению объемов валютного рефинансирования, однако в рамках базового прогноза соотношение текущего и финансового счета позволит в 2016–2018 гг., скорее, лишь не наращивать и далее объем предоставления иностранной валюты кредитным организациям по операциям валютного репо. Только в рамках оптимистичного сценария Банк России сможет приступить к сокращению объема предоставления иностранной валюты кредитным организациям по операциям валютного репо, а также постепенно наращивать объем валютных резервов за счет покупок иностранной валюты на открытом рынке до комфортного уровня в 500 млрд долл. США.

Риски для прогноза

В рамках рискованного сценария, предполагающего снижение цены на нефть ниже 40 долл. США к началу 2016 г. и сохранение ее на низких уровнях до конца 2018 г., ожидается существенно более глубокое и продолжительное, чем

в базовом сценарии, падение ВВП. Под влиянием этого фактора в относительном выражении сокращение импорта будет даже более значительным, чем сокращение объема экспорта в связи с падением цен на нефть. В результате сальдо торгового баланса в рамках рискованного сценария в 2016 г. окажется немного выше, чем в базовом сценарии.

Падение цены на нефть в 2016 г. ниже 40 долл. США за баррель будет сопряжено с повышением нестабильности на валютном рынке и в экономике в целом, что может привести к росту оттока капитала в 2016 г. в виде вложений в иностранные активы по мотивам предосторожности. Кроме того, стабилизация цен на нефть на низком уровне будет способство-

вать пересмотру нерезидентами инвестиционной привлекательности российской экономики и дальнейшему сокращению иностранных инвестиций. В результате отток капитала в 2016 г. в рисковом сценарии будет заметно выше, чем в базовом и оптимистичном сценариях. В таких обстоятельствах в 2016 г. в рамках рискованного сценария для обеспечения возможности погашения внешней задолженности и осуществления других платежей нерезидентам в рамках внешнеэкономической деятельности без рисков дестабилизации внутреннего валютного рынка может потребоваться существенное увеличение объема операций Банка России по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Изменения в системе инструментов и иные меры Банка России

Таблица 1

Изменения в системе инструментов и иные меры Банка России

<p>Введение аукционов валютный своп «тонкой настройки» на срок от 1 до 2 дней</p>	<p>Банк России с 16 июня 2015 года дополнил систему инструментов денежно-кредитной политики аукционами валютный своп «тонкой настройки» по покупке долларов США и евро за рубли на срок от 1 до 2 дней. В случае проведения аукционов репо «тонкой настройки» на срок от 1 до 2 дней Банк России будет принимать решение о целесообразности проведения аукционов валютный своп «тонкой настройки» на аналогичный срок с учетом ситуации на денежном рынке, в том числе степени использования кредитными организациями рыночного обеспечения. При проведении аукционов репо и валютный своп «тонкой настройки» будет устанавливаться общий максимальный объем предоставляемых средств. Минимальная процентная ставка по рублевой части сделок валютный своп установлена на уровне ключевой ставки Банка России, процентная ставка по валютной части – равной нулю. По итогам проведения аукционов будет определяться единая ставка отсечения.</p> <p>Принятое решение направлено на расширение возможностей кредитных организаций по управлению собственной рублевой ликвидностью и активами, принимаемыми Банком России в качестве обеспечения по операциям рефинансирования. Использование Банком России аукционов валютный своп «тонкой настройки» в периоды локального увеличения потребности кредитных организаций в рефинансировании в Банке России будет способствовать уменьшению спроса на операции валютный своп постоянного действия, снижению волатильности краткосрочных процентных ставок денежного рынка, сближению их с ключевой ставкой Банка России и, как следствие, повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.</p>
<p>Приостановление операций по пополнению международных резервов</p>	<p>Банк России принял решение с 28 июля 2015 года приостановить операции в рамках пополнения международных резервов в связи с ростом волатильности на внутреннем валютном рынке.</p>
<p>Расширение Ломбардного списка Банка России</p>	<p>В целях повышения потенциального объема рыночного обеспечения у кредитных организаций Банк России в июне-августе 2015 года три раза принимал решение о расширении Ломбардного списка (4.06.2015, 3.07.2015 и 22.07.2015). В этот период в Ломбардный список Банка России было включено 45 выпусков облигаций на сумму 325,1 млрд рублей. Банк России также снижал дисконты по отдельным видам ценных бумаг и повышал поправочные коэффициенты для корректировки стоимости активов, принимаемых в обеспечение.</p>

Таблица 2

Процентные ставки по операциям по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности Банка России в 2015 году (% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	С начала года	С 16.03.15	С 05.05.15	С 16.06.15	С 03.08.15	
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овернайт»; сделки валютный своп (рублевая часть); ломбардные кредиты; сделки репо	1 день	ежедневно	18,00	15,00	13,50	12,50	12,00	
			1 день от 2 до 549 дней ¹		18,00	15,00	13,50	12,50	12,00	
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Кредиты, обеспеченные золотом	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	1 день	ежедневно	18,50	15,50	14,00	13,00	12,50
				1 день от 2 до 549 дней ¹		18,00	15,00	13,50	12,50	12,00
		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	Ломбардные кредитные аукционы	от 1 до 3 недель	нерегулярно	17,25	14,25	12,75	11,75	11,25
				3 месяца ¹ 18 месяцев ¹	ежемесячно	17,25	14,25	12,75	11,75	11,25
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы репо	1 неделя	еженедельно	17,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	
			от 1 до 6 дней ²	нерегулярно	17,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	
	Операции постоянного действия	Депозитные аукционы	от 1 до 2 дней ²	нерегулярно	17,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	
			от 1 до 6 дней ²	еженедельно	17,00 (ключевая ставка)	14,00 (ключевая ставка)	12,50 (ключевая ставка)	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)	
		Депозитные операции	Депозитные операции	1 неделя ³	еженедельно	16,00	13,00	11,50	10,50	10,00
				1 день, до востребования	ежедневно	16,00	13,00	11,50	10,50	10,00
Справочно										
Ставка рефинансирования	8,25									
Ставка рефинансирования	8,25									
Ставка рефинансирования	8,25									
Ставка рефинансирования	8,25									
Ставка рефинансирования	8,25									
Ставка рефинансирования	8,25									

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

² Операции «тонкой настройки».

³ В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_15452312015-01-19T15_41_11.htm.
Источник: Банк России.

Статистические таблицы

Таблица 1

Операции по предоставлению и изъятию рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.			
					1.01.15	1.04.15	1.07.15	1.09.15
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овер-найт»	1 день	ежедневно	0,0	1,2	4,0	0,0
		Сделки валютный своп по покупке долл. США и евро за рубли			121,6	16,6	49,9	0,0
		Ломбардные кредиты			3,7	4,1	4,0	4,0
		Сделки репо			96,2	107,0	275,9	87,4
		Кредиты, обеспеченные золотом	1 день		1,2	0,6	0,5	0,6
		от 2 до 549 дней						
	Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	1 день	2055,9	598,0	335,1	310,4		
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	от 1 до 3 недель	нерегулярно	2370,9	2892,0	2685,0	2598,8
			3 месяца	ежемесячно				
			12 и 18 месяцев	нерегулярно				
		Ломбардные кредитные аукционы	36 месяцев	нерегулярно	-	-	-	-
		Аукционы репо	1 неделя	еженедельно	2727,6	1910,8	1572,3	1226,8
от 1 до 6 дней								
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Аукционы валютный своп	от 1 до 2 дней	нерегулярно ¹	-	-	0,0	0,0
		Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней	еженедельно ²	0,0	0,0	0,0	0,0
Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	ежедневно					

¹ Операции «тонкой настройки».

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

Источник: Банк России.

Таблица 2

Нормативы обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 3

Коэффициент усреднения обязательных резервов

Виды кредитных организаций	На начало 2015 года	С 10.09.2015
Банки	0,7	0,8
РНКО, НКО, имеющие право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций	1,0	1,0
НКО, осуществляющие депозитно-кредитные операции	0,7	1,0

Источник: Банк России.

Таблица 4

Операции по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR ¹ , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам валютный своп ² , % годовых				Требования Банка России, млн долл. США			
			На начало 2015 г.	С 30.03.15	С 13.04.15	С 21.04.15	На 1.01.15	На 1.04.15	На 1.07.15	На 1.09.15
Аукционы репо	1 неделя	еженедельно	0,50	1,00	1,50	2,00	209,7	1565,6	18,3	4,9
	28 дней		15075,1	9298,3	6832,6	7001,2				
	12 месяцев ³		0,50	1,00	1,75	2,50	4960,0	18222,7	25978,1	25978,1
Кредитные аукционы	28 дней	ежемесячно	0,75	1,25	1,75	2,25	-	-	441,0	443,0
	365 дней		0,75	1,25	2,00	2,75	-	2766,8	2766,8	2766,8
Сделки валютный своп по продаже долл. США за рубли	1 день	ежедневно	1,50	1,50	1,50	1,50	1600,0	0,0	0,0	0,0

¹ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

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

³ С 1 июня 2015 года проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев приостановлено.

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары ¹	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2013								
Январь	1,0	0,5	1,8	1,2	7,4	0,4	0,4	0,6
Февраль	0,6	0,4	0,8	0,6	2,8	0,4	0,4	0,4
Март	0,3	0,4	0,4	0,5	0,1	0,4	0,4	0,2
Апрель	0,5	0,4	0,7	0,4	3,6	0,4	0,4	0,5
Май	0,7	0,3	1,0	0,3	6,5	0,3	0,3	0,8
Июнь	0,4	0,3	0,5	0,2	3,0	0,2	0,2	0,6
Июль	0,8	0,3	0,0	0,4	-3,0	0,1	0,1	3,1
Август	0,1	0,5	-0,7	0,6	-11,3	0,5	0,3	0,9
Сентябрь	0,2	0,7	0,0	0,8	-7,6	0,5	0,4	0,1
Октябрь	0,6	0,6	1,1	0,9	3,6	0,5	0,5	-0,1
Ноябрь	0,6	0,6	0,9	0,7	3,0	0,4	0,5	0,2
Декабрь	0,5	0,4	0,8	0,5	2,8	0,2	0,3	0,6
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,5	5,6	7,3	7,1	9,3	4,5	4,4	8,0
2014								
Январь	0,6	0,4	1,0	0,5	5,8	0,3	0,3	0,5
Февраль	0,7	0,5	1,2	0,7	5,1	0,4	0,4	0,4
Март	1,0	0,8	1,8	1,3	5,3	0,7	0,6	0,5
Апрель	0,9	0,9	1,3	1,2	2,3	0,6	0,6	0,7
Май	0,9	0,9	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5	0,8
Июнь	0,6	0,8	0,7	1,1	-2,8	0,4	0,4	0,9
Июль	0,5	0,6	-0,1	1,0	-8,1	0,4	0,3	1,4
Август	0,2	0,6	-0,3	0,9	-10,7	0,5	0,4	0,7
Сентябрь	0,7	0,9	1,0	1,2	-1,2	0,6	0,5	0,3
Октябрь	0,8	0,8	1,2	1,0	2,8	0,6	0,6	0,6
Ноябрь	1,3	1,0	2,0	1,3	8,7	0,6	0,6	1,2
Декабрь	2,6	2,6	3,3	2,2	12,9	2,3	2,5	2,2
В целом за год (декабрь к декабрю)	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
2015								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 6

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

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

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

	Промыш- ленное про- изводство ¹	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузообо- рот транс- порта	Оборот роз- ничной тор- говли	Инвестиции в основной капитал	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД ²	ВВП ³
2013									
Январь	-1,1	-2,7	3,1	-1,1	0,4	-1,8	0,4	0,0	
Февраль	-1,0	0,8	-1,5	0,1	-0,1	-1,2	0,5	-0,3	
Март	1,0	0,0	1,0	-0,3	0,5	0,5	0,3	0,7	0,2
Апрель	0,3	0,0	-1,9	1,1	0,4	-1,7	0,6	0,0	
Май	-0,3	0,3	2,6	-0,5	0,2	-0,6	0,2	-0,3	
Июнь	1,4	0,6	-2,9	-0,9	0,5	0,0	0,3	0,9	0,7
Июль	-0,3	-0,6	2,3	0,5	0,2	-0,5	0,3	-0,5	
Август	0,4	3,8	-2,0	1,4	0,2	-0,8	0,1	0,0	
Сентябрь	-0,5	-2,9	1,3	1,6	0,2	-0,5	-0,1	-0,6	0,3
Октябрь	0,2	1,1	-2,7	1,4	0,3	-0,4	0,1	1,1	
Ноябрь	1,9	3,2	2,3	-3,1	0,3	2,7	0,0	0,3	
Декабрь	-2,1	-2,3	-2,0	2,1	0,4	-3,4	-0,2	-1,2	0,6
2014									
Январь	0,3	1,3	-2,0	-0,1	0,3	0,1	-0,3	-0,1	
Февраль	1,1	0,3	0,9	-1,9	0,7	0,7	2,4	1,3	
Март	-0,2	0,2	0,3	-1,0	0,2	-0,7	0,0	-0,4	-0,9
Апрель	1,5	0,7	-0,9	0,2	0,0	0,3	-0,2	0,7	
Май	0,2	0,4	-0,1	1,5	-0,2	0,2	-0,2	0,2	
Июнь	-0,8	0,0	0,6	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,6	0,8
Июль	0,3	1,9	-0,9	-2,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	
Август	-0,9	-1,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,4	0,0	-0,6	
Сентябрь	1,3	2,4	-1,5	1,2	-0,5	-1,1	0,1	0,5	0,3
Октябрь	0,1	-19,1	0,6	0,1	-0,5	0,4	0,0	-0,8	
Ноябрь	-1,4	21,3	-1,3	-0,2	-0,5	-2,2	0,0	-0,3	
Декабрь	1,7	1,1	-0,5	-0,7	4,5	0,7	0,2	0,0	0,1
2015									
Январь	-2,1	-0,3	-0,6	-0,8	-6,1	-0,8	-8,1	-1,4	
Февраль	-0,9	0,1	-0,7	0,4	-1,1	-0,9	0,0	-1,0	
Март	0,3	0,2	-1,7	0,9	-0,9	-0,4	0,0	-0,4	-3,3
Апрель	-1,7	-0,1	0,0	-1,4	-1,0	-0,9	0,1	-1,4	
Май	-0,6	0,0	-1,8	-1,0	-0,7	-1,1	0,1	-0,5	
Июнь	-0,2	0,0	-0,9	0,8	-0,8	-1,0	0,1	-0,6	-1,8
Июль	0,0	-0,5	-0,7	2,6	-0,7	-0,7	0,2	0,1	

¹ Оценка Росстата.

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

³ Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

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

Источник: Банк России.

Таблица 10

Ставки денежно-кредитной политики различных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 мес.	Текущее значение, %	Изменение за 12 мес. п.п.
Польша	целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	2	-0,7	-0,50
Венгрия	базовая ставка	1,35	21.07.2015	1,50	-0,15	5	0,4	0,30
Чехия	репо (2 недели)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	0,5	0,00
Румыния	базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	6	-1,7	-2,62
Болгария	базовая ставка	0,02	00.01.1900	0,02	0,00	6	-0,2	0,80
Сербия	ключевая политическая ставка	5,50	13.08.2015	6,00	-0,50	6	1,0	-1,10
Израиль	целевая ставка - овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	2	-0,3	-0,59
Бразилия	целевая ставка	14,25	29.07.2015	13,75	0,50	7	9,6	3,06
Чили	ставка денежно-кредитной политики	3,00	16.10.2014	3,25	-0,25	2	4,6	0,10
	ориентир - кредиты (1 год)	4,85	29.06.2015	5,10	-0,25	4		
Китай	ориентир - депозиты (1 год)	2,00	29.06.2015	2,25	-0,25	4	1,6	-0,70
	норматив резервов	18,50	20.04.2015	19,50	-1,00	2		
	обратное репо	7,25	02.06.2015	7,50	-0,25	3	3,8	-3,61
Индия	репо	6,25	02.06.2015	6,50	-0,25	3		
Индонезия	целевая ставка	7,50	17.02.2015	7,75	-0,25	2	7,3	2,73
Корея	базовая ставка	1,50	11.06.2015	1,75	-0,25	3	0,7	-0,90
Малайзия	целевая ставка - овернайт	3,25	10.07.2014	3,00	0,25	0	3,3	0,10
Мексика	целевая ставка	3,00	06.06.2014	3,50	-0,50	0	2,7	-1,33
Филиппины	ставка денежно-кредитной политики	4,00	12.09.2014	3,75	0,25	1	0,8	-4,10
Россия	ставка по аукционам репо (1-6 дней)	11,00	03.08.2015	11,50	-0,50	8	15,6	8,10
ЮАР	ставка репо	6,00	23.07.2015	5,75	0,25	1	5,0	-1,30
Тайланд	репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	2	-1,1	-3,21
Турция	репо (7 дней)	7,50	24.02.2015	7,75	-0,25	2	6,8	-2,51
США	ст. фед. фондов - верхняя граница интервала	0,25	16.12.2008	1,00	-0,75	0	0,2	-1,80
Еврозона	ставка рефинансирования	0,05	04.09.2014	0,15	-0,10	1	0,2	-0,20
Соединенное Королевство	базовая ставка	0,50	05.03.2009	1,00	-0,50	0	0,1	-1,50
Япония	овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,4	-3,20
Канада	целевая ставка - овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	2	1,0	-1,40
Австралия	овернайт	2,00	05.05.2015	2,25	-0,25	2	1,5	-1,50
Новая Зеландия	овернайт	3,00	23.07.2015	3,25	-0,25	2	0,3	-1,30
Дания	ориентир - кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	1	0,5	0,00
	депозитные сертификаты	-0,75	06.02.2015	-0,50	-0,25	5		
Швейцария	3m LIBOR - min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	2	-1,3	-1,30
	3m LIBOR - max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	1		
Швеция	репо	-0,35	02.07.2015	-0,25	-0,10	4	0,8	0,40
Норвегия	ключевая ставка - депозиты	1,00	18.06.2015	1,25	-0,25	2	1,8	-0,40

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

Источник: Bloomberg.

Таблица 11

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

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

¹ Оценка. В знаках РПБ 5.

Источник: Банк России.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Сводный индикатор ожиданий и разрыв выпуска.....	27
Бюджетная политика.....	30
Финансовое положение организаций.....	33
Динамика банкротств.....	34

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

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

Базисный пункт

Одна сотая процентного пункта.

Бивалютная корзина

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

Валовой кредит Банка России

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

Вмененная волатильность валютного курса (Implied Volatility)

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

Денежная масса

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

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

Денежный агрегат М1

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

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

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

Индекс волатильности нефти CBOE

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

Индекс доллара США (DXY)

Индекс курса доллара США, рассчитанный как среднее геометрическое взвешенное курса доллара США к корзине из 6 мировых валют (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF).

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

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

Индекс номинального эффективного курса рубля

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

Индекс реального эффективного курса рубля

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

Индекс условий банковского кредитования

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

Индекс RGBEY

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

Индексы MSCI

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

Индексы PMI

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

Индекс ММВБ

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

Индекс РТС

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

Ключевая ставка Банка России

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

Контрциклическая валюта

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Направленность денежно-кредитной политики

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

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Обязательные резервы

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

Операция валютный своп

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

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

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Покрытые облигации (Covered bonds)

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

Потенциальный выпуск

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

Премия за риск рыночного портфеля акций

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

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Проциклическая валюта

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

Разрыв выпуска

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

Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)

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

Режим плавающего валютного курса

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

Режим таргетирования инфляции

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

Режим управляемого плавания валютного курса

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

Риск-нейтральная мера (Risk-neutral Measure)

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

Спред по CDS

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

Средства на счетах расширенного правительства

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

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

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

Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета

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

Текущий дефицит ликвидности

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

«Улыбка» волатильности (Volatility Smile)

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

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

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

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

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

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

Butterfly

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

Cross-currency Basis Swap

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

FRA (Forward Rate Agreement)

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

OIS (Overnight Index Swap)

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

Risk Reversal

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

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

- АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию
- АСВ – Агентство по страхованию вкладов
- б. п. – базисный пункт (0,01 п. п.)
- БИПЦ — базовый индекс потребительских цен
- ВВП — валовый внутренний продукт
- ВНОК — валовое накопление основного капитала
- ВЦИОМ — всероссийский центр изучения общественного мнения
- ВЭБ – Внешэкономбанк
- г. — год
- гг. — годы
- ДДКП — Департамент денежно-кредитной политики Банка России
- ЕЦБ - Европейский центральный банк
- долл.— доллары
- ИПЦ — индекс потребительских цен
- КОД — коэффициент обслуживания долга (отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов)
- КПМ — квартальная прогнозная модель Банка России
- МБК — межбанковские кредиты
- млн — миллион
- млрд — миллиард
- МСБ – малый и средний бизнес
- НПФ – негосударственный пенсионный фонд
- ОАО – открытое акционерное общество
- ОНБП — основные направления бюджетной политики
- ОПЕК - Организация стран - экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)
- ОФЗ – облигации федеральных займов
- ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом
- ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом
- ПАО – публичное акционерное общество
- РПБб — Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, Международный валютный фонд
- руб. — рубль
- РЭБ — Российский Экономический Барометр
- СФР — страны с формирующимися рынками
- США — Соединенные Штаты Америки

трлн — триллион

тыс. — тысяча

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ

ФРС - Федеральная резервная система

ФОМ — Фонд Общественное Мнение

Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds

IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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

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

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

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

