



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



04

Декабрь 2014

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 5.12.14.  
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 5.12.14.

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

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





# Содержание

|   |    |
|---|----|
| Резюме .....  | 3  |
| I. Макроэкономические условия.....  | 5  |
| I.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс .....   | 5  |
| Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах.....   | 5  |
| Внешние финансовые условия .....  | 9  |
| Условия торговли .....  | 12 |
| Платежный баланс и валютный курс.....   | 15 |
| I.2. Финансовые условия.....  | 21 |
| Денежный рынок и операции Банка России по управлению<br>ликвидностью банковского сектора .....                        | 21 |
| Цены на активы и долговой рынок .....   | 26 |
| Кредитные и депозитные операции банков.....   | 29 |
| Денежные агрегаты.....  | 34 |
| I.3. Внутренние экономические условия.....  | 37 |
| Экономическая активность .....  | 37 |
| Рынок труда .....   | 42 |
| Бюджетная политика.....   | 45 |
| Инфляция .....  | 47 |
| Инфляционные ожидания.....  | 56 |
| II. Перспективы развития экономической ситуации, оценка рисков<br>и решения в области денежно–кредитной политики..... | 61 |
| II.1. Перспективы развития экономической ситуации<br>в 2015–2017 годах.....   | 61 |
| II.2. Оценка рисков .....   | 67 |
| II.3. Изменения в системе инструментов и иные меры<br>денежно–кредитной политики .....                                | 69 |
| Глоссарий.....  | 73 |
| Статистическое приложение .....   | 80 |
| Перечень врезок.....  | 88 |



## Резюме

Ухудшение внешних условий в сентябре – начале декабря 2014 г. стало новым вызовом для денежно-кредитной политики. Снижение цен на нефть продолжилось на фоне превышения ее предложения над спросом на мировом рынке и укрепления доллара США. В условиях действия финансовых санкций в отношении российских компаний спрос на иностранную валюту на внутреннем рынке вырос. В результате курс рубля существенно снизился по отношению к основным мировым валютам, его волатильность увеличилась, наблюдался рост девальвационных и инфляционных ожиданий, значительно увеличились инфляционные риски и риски для финансовой стабильности.

Для нормализации ситуации на валютном рынке Банк России принял комплекс мер: ввел инструменты рефинансирования в иностранной валюте, использовал консервативный подход к управлению ликвидностью банковского сектора, в том числе установил лимиты на предоставление рублевой ликвидности с помощью операций «валютный своп». При этом в ноябре 2014 г. Банк России упразднил действовавший механизм курсовой политики, предполагавший регулярное проведение интервенций в соответствии с установленными правилами, то есть фактически перешел к режиму плавающего валютного курса. Вместе с тем Банк России сохранил за собой право проводить интервенции в случае возникновения угроз финансовой стабильности. Так, в начале декабря 2014 г. в связи с существенным отклонением курса рубля от фундаментально обоснованного уровня и чрезмерным ростом его волатильности, представляющим угрозу для финансовой стабильности, Банк России неоднократно проводил интервенции на валютном рынке.

Наблюдавшееся в августе–ноябре 2014 г. ослабление рубля привело к дальнейшему ускорению роста потребительских цен. Увеличению инфляции также способствовали введенные в августе 2014 г. ограничения на импорт ряда продовольственных товаров. Под влиянием данных факторов темпы роста потребительских цен повысились с 8,0% в сентябре до 9,1% в ноябре. При этом в начале декабря сохранилась тенденция к их дальнейшему увеличению. По оценкам Банка России, по итогам 2014 г. инфляция составит около 10%, при этом вклад ослабления рубля с конца 2013 г. в годовые темпы прироста потребительских цен составит 2,6 процентного пункта. Для ограничения инфляционных последствий курсовой динамики Банк России принял решение повысить ключевую ставку в октябре и декабре 2014 г. в совокупности на 250 базисных пунктов, до 10,5% годовых. Банк России готов продолжить ужесточение денежно-кредитной политики в случае дальнейшего усиления инфляционных рисков.

Неблагоприятные внешние факторы оказывали сдерживающее влияние на рост российской экономики. В условиях сохранения экономической неопределенности, ограничений доступа к международным рынкам капитала, роста цен на импортируемые товары инвестиционного назначения и ужесточения условий кредитования наблюдалось сокращение инвестиций в основной капитал. В то же время курсовая динамика способствовала росту конкурентоспособности российских товаров как на внешнем, так и на внутреннем рынке, создавая предпосылки для развития процессов импортозамещения. Несмотря на снижение темпов роста реальных доходов населения и розничного кредитования, потребительская активность несколько выросла. Это было обусловлено повышенным спро-

сом на отдельные группы потребительских товаров, прежде всего товары длительного пользования, на фоне увеличения инфляционных ожиданий. Дефицит рабочей силы сохранялся, а уровень безработицы оставался низким из-за действия неблагоприятных демографических факторов.

Банк России пересмотрел прогноз макроэкономического развития на среднесрочную перспективу. Ожидается, что среднегодовая цена на нефть сохранится на уровне 80 долл. США за баррель до конца 2017 года. При этом доступ к международным рынкам капитала для российских компаний в предстоящий трехлетний период будет ограничен. В этих условиях в 2015–2016 гг. сокращение инвестиций в основной капитал продолжится. Потребительская активность останется слабой на фоне снижения темпов роста реальных располагаемых доходов и потребительского кредитования. В то же время курсовая динамика будет компенсировать снижение доходов от экспорта, а слабый внутренний спрос приведет к снижению темпов роста импорта. В результате вклад чистого экспорта в темпы экономического роста будет положительным. По прогнозам Банка России, годовой темп экономического роста сохранится на близком к нулю уровне в 2015–2016 годах. В 2017 г. по мере диверсификации источников привлечения финансовых средств, развития процессов импортозамещения и увеличения конкурентоспособности российского экспорта ожидается восстановление годовых темпов роста экономики до 1,0–1,2%.

По прогнозу Банка России, рост потребительских цен начнет замедляться во втором полугодии 2015 года. До этого инфляция будет оставаться на повышенном уровне. Ее снижению будут способствовать постепенное исчерпание влияния на цены произошедшего в августе–ноябре ослабления рубля, низкий агрегированный спрос, снижение инфляционных ожиданий, а также принятые Банком России в 2014 году меры. По прогнозам Банка России, рост потребительских цен замедлится до уровня, близкого к целевому, в 2017 году.

Вместе с тем существуют риски более значительного снижения цен на нефть. При сохранении среднегодовой цены на нефть на уровне 60 долл. США за баррель до конца 2017 г. темпы прироста ВВП снизятся до  $-4,5$ – $(-4,7)\%$  в 2015 г. и  $-0,9$ – $(-1,1)\%$  в 2016 году. По мере адаптации экономики к изменившимся внешнеэкономическим условиям, чему будет способствовать в том числе курсовая динамика, ожидается повышение темпов экономического роста до  $5,6$ – $5,8\%$  в 2017 году. В 2015 г. инфляция будет сохраняться на более высоком уровне по сравнению с базовым сценарием. В дальнейшем ожидается, что слабый внутренний спрос будет оказывать существенное понижающее давление на темпы роста потребительских цен. По мере снижения инфляции и инфляционных ожиданий будет возможен переход к более мягкой денежно-кредитной политике. По прогнозам Банка России, рост потребительских цен замедлится до уровня, близкого к целевому, в 2017 году.



# I. Макроэкономические условия

## I.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс

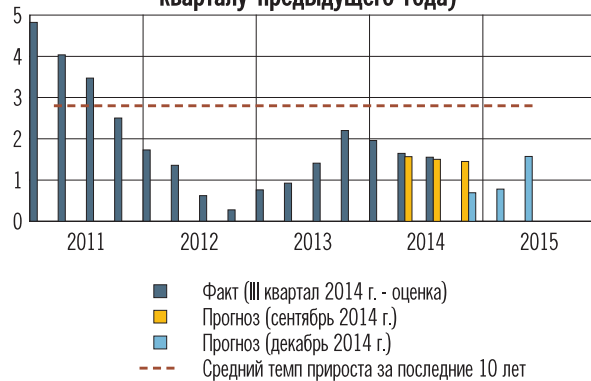
Для России складываются менее благоприятные внешние условия, чем ожидалось квартал назад: снижена оценка темпов роста ВВП стран – торговых партнеров, произошло падение цены на нефть и в дальнейшем она может сохраниться на более низком, чем предполагалось ранее, уровне. Внешние условия в настоящее время ограничивают рост российской экономики как за счет сокращения доходов от экспортных операций, так и вследствие сохранения повышенной внешнеэкономической неопределенности, а также ограниченности источников внешнего финансирования. Вместе с тем в отсутствие дополнительных шоков сдерживающее влияние внешних условий на экономику России будет ослабевать. Центральные банки ряда крупнейших стран мира заявили о смягчении денежно-кредитной политики, что окажет поддержку росту мировой экономики и ценам на сырьевые товары, а также в какой-то степени компенсирует влияние ужесточения политики Федеральной резервной системы США на динамику индикаторов финансовых рынков. Негативное влияние финансовых санкций, введенных в отношении российских компаний, будет сглаживаться по мере усиления начавшейся в последние месяцы диверсификации источников привлечения финансовых средств. Кроме того, ослабление рубля, хотя и привело к усилению инфляционного давления, частично компенсирует потерю экспортных доходов экономики от снижения цены на нефть.

## Экономическая активность и инфляция в зарубежных странах

Текущая динамика индикаторов экономической активности в странах – торговых партнерах России указывает на более выработанное, чем ожидалось ранее, замедление темпов роста агрегированного ВВП<sup>1</sup> во втором полугодии 2014 года. В частности, хуже ожиданий складывается динамика совокупного выпуска в еврозоне (в том числе в Германии, Франции и Италии), на Украине и в Японии.

Опережающие индикаторы деловой активности также указывают на некоторое ослабление роста мировой экономики.

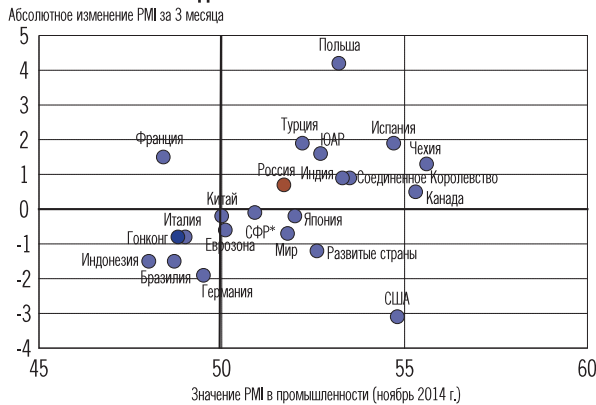
Темпы прироста агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



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

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

### Изменение индикаторов деловой активности



\* СФР - страны с формирующейся рыночной экономикой.

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

Глобальные индексы PMI<sup>2</sup> как в промышленности, так и в сфере услуг за последние месяцы снизились относительно среднего уровня в июне–августе 2014 года. Снижение сводного индекса PMI произошло как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками.

Международный валютный фонд (МВФ) в октябре снизил оценки и прогнозы выпуска товаров и услуг в мире до 3,3% в 2014 г. и 3,8% в 2015 г. (в июле прогнозы составляли 3,4 и 4,0% соответственно).

Рост мировой экономики остается неравномерным, причем за прошедшие месяцы эта тенденция лишь усилилась. Относительно высокие темпы роста демонстрируют экономики США и Соединенного Королевства, где происходит укрепление балансов частного и государственного секторов в результате завершения процессов консолидации, тогда как в еврозоне повышается риск стагнации, а в Японии по итогам III квартала 2014 г. зафиксирована техническая рецессия.

Темпы роста экономики еврозоны в III квартале 2014 г. оставались низкими,

прирост ВВП составил 0,2%<sup>3</sup> (0,1% кварталом ранее). Экономика Германии увеличилась на 0,1%, Франции – на 0,3%, в то же время в Италии ВВП снижается второй квартал подряд (–0,1%). Краткосрочные индикаторы указывают на сохранение низких темпов экономического роста в IV квартале 2014 года. Индекс PMI в промышленности по еврозоне в целом сохраняется на уровне чуть выше 50 (50,1 в ноябре по сравнению с 50,7 в августе), причем в Италии он два последних месяца находится ниже нейтральной отметки, указывая на снижение деловой активности, а во Франции – уже семь месяцев подряд. Нисходящую динамику в еврозоне демонстрируют и индексы потребительских настроений. Основными проблемами, ограничивающими экономический рост в регионе, являются высокие уровни безработицы и государственного долга, нагрузка со стороны которого возрастает в условиях вялого экономического роста и дефляционных процессов в ряде стран.

ВВП США увеличился в III квартале на 1,0% после роста на 1,1% кварталом ранее. Прирост обеспечивался устойчивым повышением внутреннего спроса, увеличением инвестиций в основной капитал, а также экспорта товаров. Краткосрочные индикаторы указывают на дальнейшее восстановление экономики в IV квартале 2014 года. Индекс PMI в промышленности остается заметно выше нейтрального уровня, потребительские настроения улучшаются. Снижение цен на топливо, низкие кредитные ставки в совокупности с улучшением перспектив рынка труда, где уровень безработицы снизился в октябре до шестилетнего минимума и составил 5,8%, оказывают положительное влияние на внутренний спрос.

<sup>2</sup> Индексы PMI – индикаторы деловой активности, определяемые на основе опросов компаний. Значения выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже 50 – ее снижение.

<sup>3</sup> Здесь и далее в разделе 1.1 приведены темпы роста показателей к предыдущему периоду с исключением сезонности, если не указано иное.

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

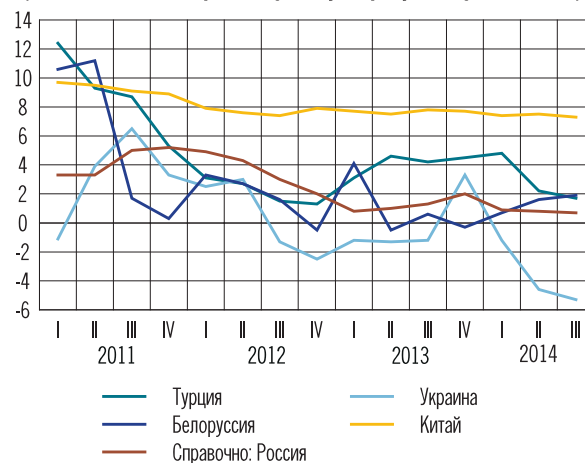


Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Темпы роста экономики Соединенного Королевства остаются высокими, несмотря на некоторое замедление в III квартале 2014 г. по сравнению с предыдущим кварталом (с 0,9 до 0,7%). Росту экономики способствует в первую очередь повышение активности в сфере услуг, тогда как рост промышленного сектора в III квартале 2014 г. был минимальным за год (0,4%), что связано с вялой экономической активностью в еврозоне и, как следствие, снижением экспортного спроса. Тем не менее PMI в промышленности повысился в ноябре до 53,5 (в августе – 52,6), а уровень безработицы снизился в августе–сентябре до минимального значения за последние шесть лет (6,0%).

В Японии по итогам III квартала 2014 г. зафиксирована техническая рецессия: выпуск товаров и услуг сократился на 0,5% после сокращения на 1,7% кварталом ранее. Частное потребление оставалось вялым в условиях снижения реальных располагаемых доходов и ухудшения потребительских настроений. Для поддержки экономического роста правительство Японии приняло решение перенести очередной раунд повышения налога с продаж (с 8 до 10%) с октября 2015 г. на апрель

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



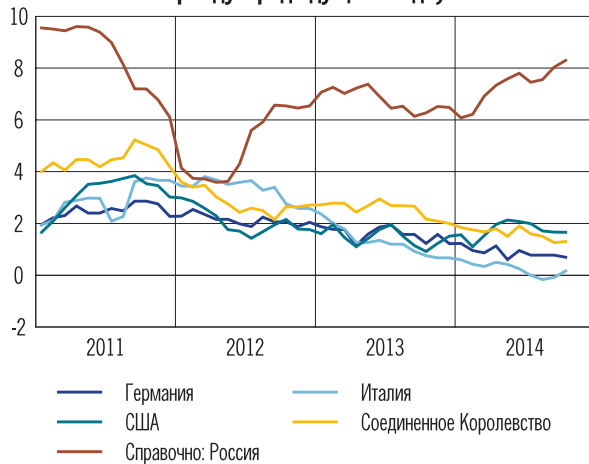
Источники: национальные органы государственной статистики.

2017 года. Банк Японии, в свою очередь, прибег к смягчению денежно-кредитной политики.

В странах с формирующимися рынками экономический рост в целом остается слабым в силу повышенного уровня волатильности на мировом финансовом рынке, наличия структурных ограничений, а также сдерживающего влияния со стороны низкой экономической активности в странах – торговых партнерах. Согласно оценке МВФ, развивающиеся страны вырастут в 2014 г. на 4,4% (оценка снижена с 4,6% в июле).

Хотя темпы экономического роста в Китае остаются высокими, рост одной из крупнейших экономик мира продолжает замедляться. Объем выпуска товаров и услуг в Китае в III квартале 2014 г. увеличился на 1,9%, тогда как во II квартале прирост ВВП составил 2,0%. Замедление связано в основном с относительно невысокой инвестиционной активностью, в первую очередь в сегменте инвестиций в недвижимость. Рост розничных продаж и промышленного производства также замедляется. Ситуация на рынке недвижимости характеризуется увеличением запасов не реализованного жилья и падением цен.

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

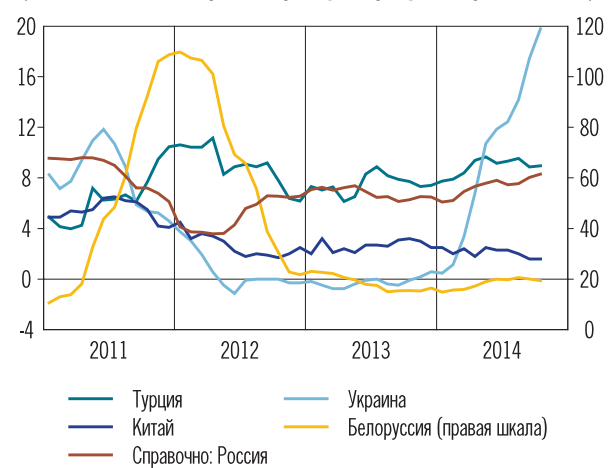


Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

В этих условиях китайские власти предпринимают меры по стимулированию спроса, включая снижение минимальных процентных ставок и требований к размеру депозитов по первичным ипотечным займам, однако пока эти меры не дали значительного эффекта. Кроме того, в ноябре Народный банк Китая смягчил денежно-кредитную политику, снизив процентные ставки.

Перспективы роста экономик стран СНГ также ухудшаются, причем помимо факторов, действующих для всех стран с формирующимися рынками, на страны СНГ негативное влияние оказывают низкие темпы экономического роста в России, рецессия на Украине, а также снижение мировых цен на нефть. В III квартале 2014 г. снижение ВВП Украины по сравнению с соответствующим периодом 2013 г. составило 5,3% (во II квартале сокращение составило 4,6%). Краткосрочные индикаторы свидетельствуют о дальнейшем ухудшении ситуации: индекс производства промышленной продукции снизился в октябре 2014 г. по сравнению с соответствующим периодом 2013 г. на 16,3%. Рост ВВП Белоруссии, по оценке Банка России, ускорился в III квартале до 1,9% относительно соответствующего периода 2013 г. по сравнению с 1,6%

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



Источники: национальные органы государственной статистики.

кварталом ранее. Смягчение денежно-кредитной политики Национального банка Белоруссии поддерживает расширение внутреннего спроса, однако повышенная инфляция может привести к сокращению реальных доходов населения и ограничить рост экономики. ВВП Казахстана, по оценке Банка России, увеличился в III квартале 2014 г. на 4,5% относительно соответствующего периода 2013 г. (во II квартале прирост составил 4,0%). Вместе с тем промышленное производство в сентябре-октябре 2014 г. в Казахстане сокращалось. Темпы роста экономики остаются заметно ниже показателей 2013 г. и с учетом падения мировых цен на нефть в дальнейшем могут продолжить снижение.

Банк России ожидает, что в ближайшие кварталы экономическая активность в мире в целом и в странах — торговых партнерах России в частности будет повышаться, чему будут способствовать стимулирующие меры центральных банков крупнейших экономик мира (еврозоны, Японии и Китая), а также сокращение издержек производства в условиях снижения мировых цен на энергоносители. Вместе с тем темпы роста ВВП стран — торговых партнеров России останутся невысокими,

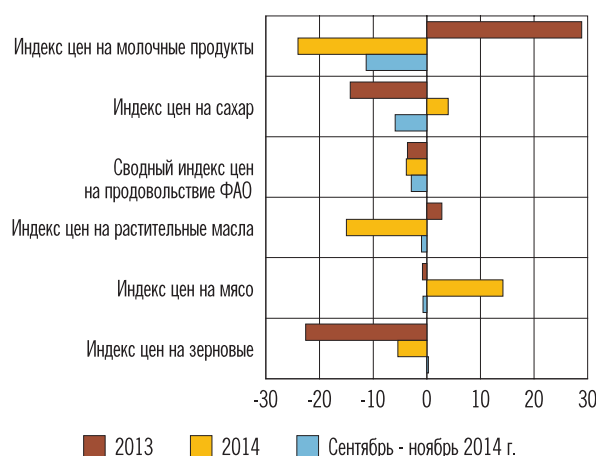


а риски ухудшения ситуации, связанные с неблагоприятной внешней конъюнктурой и действием структурных ограничений, сохраняются на повышенном уровне.

Динамика **инфляции** в большинстве стран – торговых партнеров России в сентябре–октябре 2014 г. была нисходящей. Во многих европейских странах инфляция вплотную приблизилась к нулевой отметке, а в Греции, Болгарии, Венгрии, Польше и Испании прирост цен в октябре был отрицательным. Снизился годовой темп инфляции за прошедшие месяцы и в странах Азии (Китай, Южная Корея, Япония), а также в США. Такая динамика цен связана со слабым экономическим ростом во многих регионах мира, а также со снижением мировых цен на продовольствие и энергоносители. Вместе с тем в некоторых странах за последние месяцы инфляция ускорилась: в Чехии, Финляндии, Бразилии и – значительно всего – в Казахстане и на Украине. Годовой темп инфляции на Украине составил 19,8% в октябре 2014 г. (14,2% в августе) на фоне повышения регулируемых тарифов и ослабления гривны.

**Мировые цены на продовольствие** в сентябре–ноябре в среднем были ниже, чем в июне–августе 2014 года. Давление на цены оказывал рост производства продовольствия при низких темпах роста спроса в условиях неуверенного восстановления мировой экономики. Снижение индекса продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО) за указанный период составило 5,5%. Сильнее всего подешевела молочная продукция (на 17,1%). Снизились также цены на растительные масла, сахар и зерновые. Цены на мясо, хотя и возросли на 1,7%, продемонстрировали гораздо меньший прирост, чем в предыдущие периоды 2014 года. В ближайшие кварталы возможна стабилизация цен на мировом рынке продовольствия по мере подстройки предложения к невысокому спросу. Вместе

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



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

с тем сохраняются риски роста цен, связанные с природным явлением Эль-Ниньо<sup>4</sup>.

Для России общее снижение внешнего инфляционного давления продолжает нивелироваться введенным эмбарго на поставки некоторых видов продовольственной продукции из ряда стран. Как ожидается, эффект на внутренние цены сохранится в краткосрочной перспективе, но будет снижаться по мере роста российского производства и увеличения поставок из стран, не затронутых ограничениями.

## Внешние финансовые условия

Неуверенное восстановление экономики и пониженные темпы инфляции, наблюдаемые во многих странах мира, накладывают отпечаток на политику центральных банков. Ряд центральных банков в рассматриваемый период принял новые меры для стимулирования экономики. Европейский

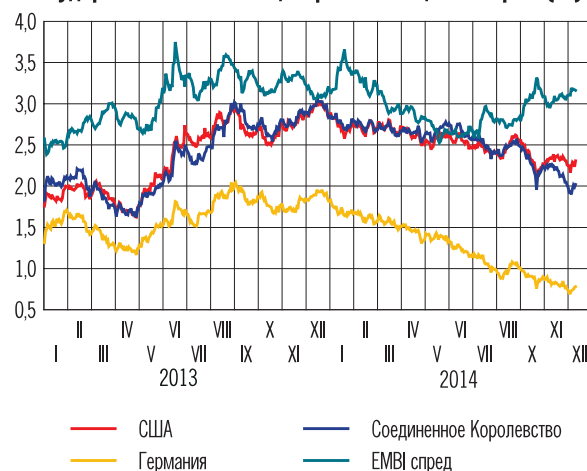
<sup>4</sup> Температурная аномалия, выражающаяся в повышении температуры поверхностного слоя приэкваториальной части Тихого океана, обычно возникающая раз в несколько лет. При возникновении Эль-Ниньо происходят изменения в циркуляции атмосферы, которые могут обусловить значительное ухудшение погодных условий в Юго-Восточной Азии, Южной Америке и Австралии (засухи, наводнения, ураганы).

центральный банк (ЕЦБ) 4 сентября снизил ключевую ставку, в октябре запустил программу по выкупу покрытых облигаций, а во второй половине ноября начал покупать обеспеченные ценные бумаги (ABS). Народный банк Китая в сентябре–октябре предоставил серию кредитов крупным и средним банкам, а 21 ноября неожиданно для участников рынка снизил базовые процентные ставки впервые с июня 2012 г. (по годовым кредитам – с 6 до 5,6%, по депозитам – с 3 до 2,75%). Банк Японии 31 октября объявил о расширении программы приобретения активов. Снизил ключевые ставки центральные банки Польши, Румынии, Болгарии, Сербии, Чили, Южной Кореи, Швеции. Кроме того, после снижения Банком Англии в ноябре прогноза по инфляции на 2015 г. участники рынка сдвинули ожидания относительно срока повышения ключевой ставки с начала 2015 г. на его середину.

Центральные банки стран, столкнувшихся с избыточным инфляционным давлением, прибегли к повышению ключевых процентных ставок (Бразилия, Филиппины, Украина).

Мягкая денежно–кредитная политика большинства центральных банков способствовала сохранению процентных ставок на мировом финансовом рынке на низком уровне. Тем не менее финансовые условия для стран с формирующимися рынками за сентябрь–ноябрь 2014 г. ужесточились. Об этом свидетельствует, в частности, расширение EMBI спреда между доходностями суверенных облигаций развивающихся стран и доходностями безрисковых активов. Такая динамика была связана в первую очередь с политикой Федеральной резервной системы (ФРС) США, завершившей в октябре программу покупки активов и готовящейся к повышению учетной ставки в середине 2015 г., а по прогнозам некоторых экспертов – еще раньше.

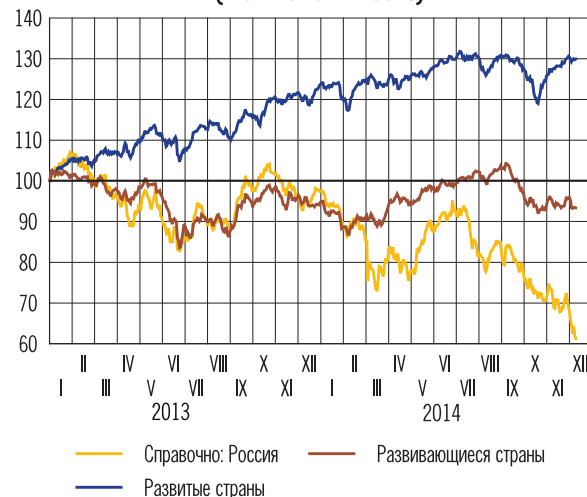
Доходности 10-летних государственных облигаций развитых стран и спред EMBI доходностей государственных облигаций развивающихся стран (%)



Источник: Bloomberg.

**Мировые фондовые индексы** продемонстрировали существенное снижение в сентябре и первой половине октября 2014 г. на фоне признаков замедления роста мировой экономики, а также продолжающихся геополитических конфликтов в ряде регионов мира. Индекс мировых фондовых рынков MSCI снизился на 9%, а индикатор восприятия риска глобальными инвесторами VIX вырос более чем вдвое. Однако со второй половины октября наметилась тенденция к восстановлению индексов, вызванная позитивной статистикой по США, а также попытками монетарных властей

Мировые фондовые индексы MSCI (1.01.2013 = 100%)



Источник: Bloomberg.

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



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

в ряде регионов мира стимулировать замедляющиеся экономики. Рост индексов происходил в основном на рынках развитых стран: с середины октября по начало декабря индекс MSCI по развитым странам возрос на 8,6%, индекс S&P прибавил 10,4%, индекс Eurostoxx – 12,5%. За аналогичный период индекс MSCI по развивающимся странам увеличился на 1,5%, лишь немного отыграв предыдущее падение. В целом за сентябрь–ноябрь общий индекс MSCI снизился незначительно (на 2%), в то время как индекс MSCI по развивающимся странам опустился на 9,7%. Значительно снизились индексы в Бразилии и России. Ожидается, что смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ и Банком Японии окажет поддержку мировому фондовому рынку в ближайшие месяцы.

На мировом валютном рынке продолжалась тенденция к укреплению доллара США относительно большинства мировых валют. Индекс доллара США относительно корзины валют развитых стран (DXY) возрос за сентябрь–ноябрь на 6%. Практически все валюты стран с формирующимися рынками ослабли относительно доллара США, при этом российский рубль дешевел к доллару значительно сильнее прочих валют.

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



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

Важным фактором снижения спроса инвесторов на российские активы стало падение цен на нефть и введенные некоторыми странами в отношении российских компаний финансовые санкции. Ситуация осложнилась к началу ноября из-за усиления опасений участников рынка относительно возможного введения новых санкций вслед за ростом напряженности на Украине. На этом фоне в сентябре–ноябре 2014 г. условия на внешних рынках заимствования для российских корпоративных заемщиков оставались непростыми: стоимость привлечения средств на-

### Индексы курсов валют к доллару США (1.01.2012 = 100%)



Примечание: Средний индекс курсов валют развивающихся стран рассчитан по курсам к доллару США венгерского форинта, бразильского реала, турецкой лиры, мексиканского песо, польского злотого, румынского лея, малайзийского ринггита, филиппинского песо, индонезийской и индийской рупий. Средний индекс курсов валют стран-экспортеров топлива рассчитан по курсам к доллару США канадского и австралийского долларов, норвежской кроны, индонезийской рупии, колумбийского песо, кувейтского и алжирского динаров.  
Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

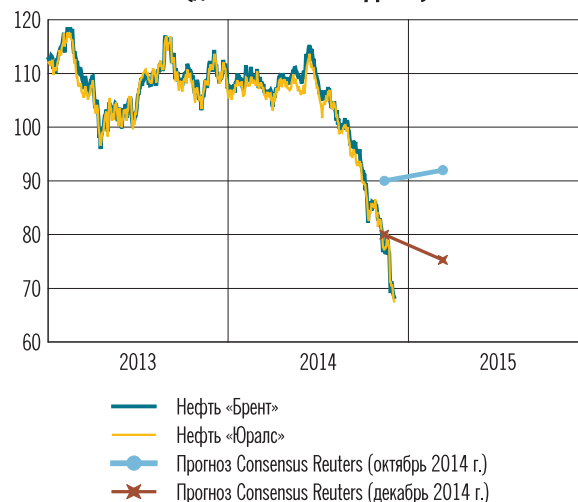
ходила на высоком уровне, количество и объем привлекаемых займов значительно сократились (за три месяца произошло лишь три размещения еврооблигаций, заметно уменьшилось привлечение синдицированных кредитов). Российские заемщики пытались переориентироваться с западных рынков на азиатские. За рассматриваемый период был заключен ряд договоров о предоставлении средств между азиатскими и российскими банками. Как ожидается, в дальнейшем тенденция к диверсификации рынков заимствования усилится, что позволит смягчить финансовые условия для российских корпоративных заемщиков. Тем не менее в условиях низких цен на нефть, действия санкций и сохранения внешнеэкономической неопределенности внешние финансовые условия для России останутся неблагоприятными по меньшей мере в ближайшие один–два квартала.

### Условия торговли

В сентябре–ноябре 2014 г. мировые цены на основные товары российского экспорта снизились, что с учетом роста цен импорта привело к более значительному ухудшению условий торговли, чем предполагалось кварталом ранее.

Средняя цена нефти марки «Юралс» за рассматриваемый период снизилась по сравнению с июнем–августом 2014 г. на 17,3%, с 105,6 до 87,3 долл. США за баррель, тогда как Банк России ожидал ее сохранение на уровне около 100 долл. США за баррель. В начале декабря 2014 г. цена на нефть опустилась ниже 70 долл. США за баррель. Произшедшее в последние месяцы снижение цены на нефть обусловлено укреплением доллара США на фоне нормализации денежно-кредитной политики США и растущим избытком нефти в условиях опережающего по сравнению со спросом увеличения мирового предложения за счет значительного расширения

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



Источник: Reuters.

добычи и экспорта нефти из США и стран – членов ОПЕК. Слабый спрос на нефть связан с замедлением экономического роста в Китае и неуверенным восстановлением европейской экономики. Управление энергетической информации США (U.S. Energy Information Administration, EIA) в декабре понизило прогноз мирового спроса на нефть в 2015 г. до 92,3 млн. баррелей в день при ожидаемом мировом предложении 92,8 млн. баррелей в день.

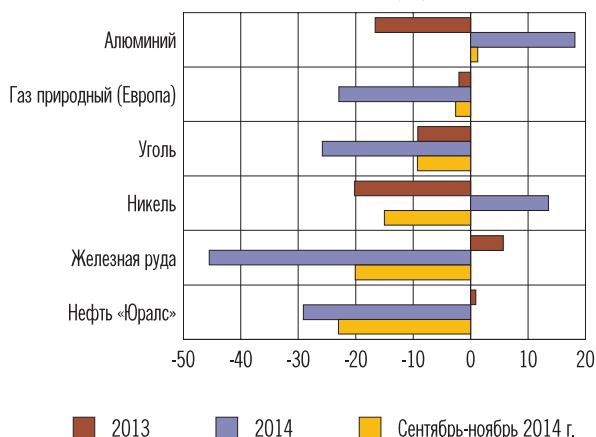
Банк России ожидает, что цена на нефть «Юралс» в ближайшие кварталы может повыситься по мере восстановления ми-

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



Источник: Международное энергетическое агентство.



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

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

ровой экономики, чему в том числе должны способствовать стимулирующие меры центральных банков, а также замораживания проектов по добыче нефти, нерентабельных при складывающихся ценах. Вместе с тем высоки риски стабилизации цены на нефть на текущих уровнях или дальнейшего ее снижения в условиях быстрого расширения добычи данного энергоресурса при стремлении крупнейших игроков сохранить долю рынка. Увеличению избытка нефти будет способствовать сохранение квоты ОПЕК на уровне 30 млн. баррелей в день при потребности мировой экономики в предложении сырой нефти ОПЕК в размере 28,3 млн. баррелей в день в I квартале 2015 года.

Цены на другие товары российского экспорта также снижались. Природный газ на европейском рынке в сентябре-ноябре подешевел в условиях высокого уровня запасов (89% вместимости хранилищ) и ослабления опасений относительно возможных нарушений поставок после подписания соглашения о возобновлении экспорта российского газа на Украину. Уголь продолжил дешеветь по причине избыточного предложения и сокращения импорта Китая. На рынке металлов цены сни-

Условия торговли и индексы экспортных  
и импортных цен России

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



\* Прогноз Банка России.

Источники: Федеральная таможенная служба России, расчеты Банка России.

жались из-за высокого уровня мировых запасов и производства. Несмотря на сохранение экспортного эмбарго Индонезии, никель дешевел на фоне более высокого, чем ожидалось, экспорта из Филиппин при рекордном уровне запасов на Лондонской бирже металлов. Снижение цены на железную руду продолжилось в связи со значительным расширением производства с низкой себестоимостью в Австралии при высоком уровне запасов в Китае. Алюминий в сентябре-октябре дешевел в условиях избытка предложения в Китае, однако в ноябре подорожал на фоне улучшения перспектив расширения спроса со стороны США, занимающих второе место в мире по потреблению данного металла.

Следует отметить, что снижение цен на многие товары российского экспорта (уголь, металлы) происходило на протяжении ряда последних лет, тогда как цена на нефть с 2011 г. с началом вооруженных конфликтов в странах Среднего Востока (Ираке, Ливии) держалась на высоком уровне и резко снизилась только в последние месяцы вследствие восстановления поставок из указанных стран, а также возобновления экспорта из Ирана по мере смягчения «нефтяных санкций» ЕС и США.

## Баланс спроса и предложения нефти на мировом рынке

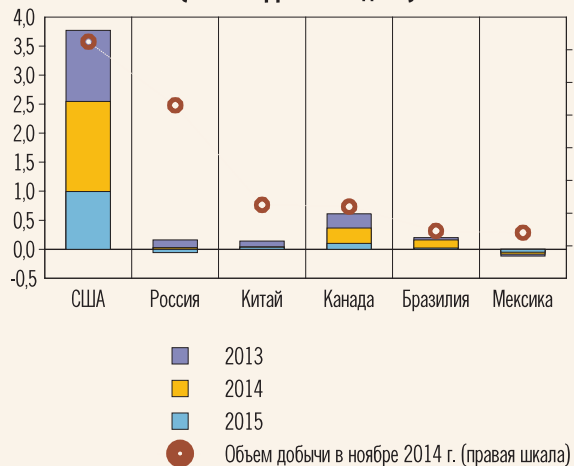
Снижение цены на нефть к декабрю 2014 г. до 70 долл. США за баррель – более чем на 40 долл. США за баррель с июньского пика – во многом было вызвано увеличением избытка предложения нефти и неготовностью нефтедобывающих стран устранить его за счет уменьшения своей доли рынка. Образованию излишка способствовали стремительное наращивание производства энергоресурса в Северной Америке и восстановление поставок из стран – членов ОПЕК, затронутых вооруженными конфликтами.

В США, благодаря сланцевой революции, добыча сырой нефти увеличилась до максимума с 1983 года. Это позволило сократить импорт энергоносителя на треть в 2006–2014 гг. и нарастить экспорт. В дальнейшем возможно превращение США из нетто-импортера в нетто-экспортера в условиях роста добычи сырой нефти в США в 2013–2015 гг. в среднем на 1 млн. баррелей в день за год и возможной полной отмены запрета на экспорт сырой нефти. Хотя себестоимость добычи сланцевой нефти (по разным оценкам, 50–70 долл. США за баррель) в США выше, чем традиционной нефти в других странах, со временем технологии добычи сланцевой нефти будут удешевляться и способствовать расширению ее поставок на мировой рынок. Предложение Канады также увеличится благодаря нетрадиционным источникам – битуминозным пескам.

Добыча ОПЕК в течение последних шести месяцев превышала ее квоту, составляющую 30 млн. баррелей в день. При этом сохраняется потенциал дальнейшего расширения добычи: фактические свободные мощности ОПЕК составляют 3,57 млн. баррелей в день, 76% из них приходится на Саудовскую Аравию. Ливия, которая в 2010 г. добывала 1,65 млн. баррелей в день, но из-за вооруженных конфликтов сократила предложение нефти почти до нуля, нарастила добычу до 0,62 млн. баррелей в день в ноябре 2014 г., но все еще не восстановила ее полностью. Ирак, второй по добыче нефти в ОПЕК, к 2019 г. может расширить производственные мощности на 1,2 млн. баррелей в день. Существенно могут увеличиться поставки нефти из Ирана в случае снятия ЕС и США «нефтяных» санкций во второй половине 2015 года. В 2010 г. до введения санкций Иран добывал 3,8 млн. баррелей в день, в ноябре 2014 г. – 2,8 млн. баррелей в день. Однако пока не следует сбрасывать со счетов и возможные перебои с поставками из ОПЕК, которые могут возникнуть в случае обострения внутренних конфликтов в Ливии и Ираке.

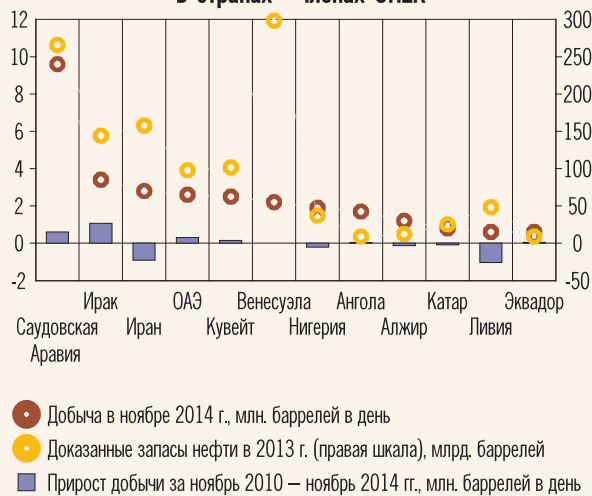
Рост мирового спроса на нефть отстает от роста предложения и обеспечивается, главным образом, благодаря развивающимся странам. В 2015 г., согласно прогнозу ЕИА, по мере

Прирост добычи нефти и другого жидкого топлива в крупнейших производителях вне ОПЕК (млн. баррелей в день)



Источник: Управление энергетической информации США.

Добыча и запасы сырой нефти в странах – членах ОПЕК



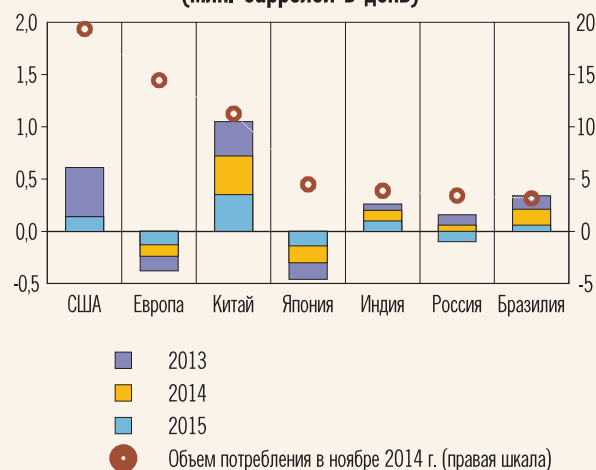
Источники: Управление энергетической информации США, ОПЕК.

улучшения макроэкономической ситуации в мире ускорится и рост мирового спроса, однако предложение по-прежнему будет превышать спрос. Даже в Китае темп роста спроса на нефть относительно невысок (в 2013–2015 гг. несколько выше 3%) как в связи с замедлением экономического роста (по прогнозу МВФ, с 7,7% в 2013 г. до 7,4% в 2014 г. и 7,1% в 2015 г.), так и вследствие внедрения энергосберегающих технологий. Также ограничивает увеличение спроса на нефть замедление экономического роста в Бразилии и других развивающихся странах.

В США, несмотря на уверенное восстановление экономики, спрос на нефть растет медленнее, чем ее добыча, что связано с замещением нефти природным газом и распространением энергосберегающих технологий в транспортном секторе. Потребление нефти в Японии сокращается на фоне рецессии и в условиях ввода в эксплуатацию ранее закрытых АЭС, а также переориентации с нефти на газ и уголь при генерации электроэнергии. Уменьшается спрос и в Европе на фоне низкой деловой активности и перехода на другие источники энергии.

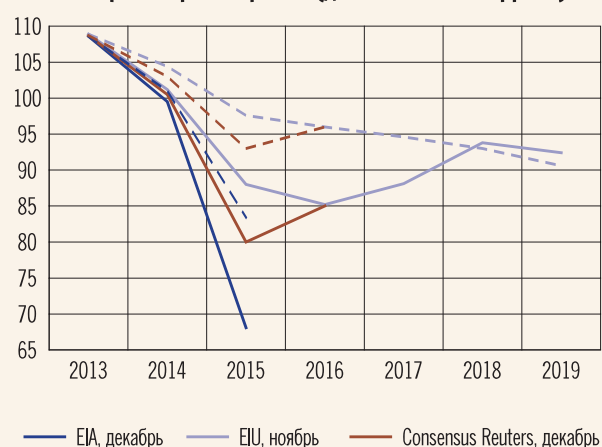
В таких неблагоприятных для нефтеэкспортеров условиях прогнозы цен на нефть снижаются. EIA и исследовательское подразделение The Economist (The Economist Intelligence Unit, EIU) снизили оценку цены на нефть марки «Брент» в 2014 г. до 99,5 и 101,2 долл. США за баррель соответственно. Прогноз на 2015 г. EIA за последний месяц ухудшило на 18%, до 68,1 долл. США за баррель, а EIU – на 10%, до 88,0 долл. США за баррель. EIU не исключает, что политические риски в добывающих странах могут способствовать краткосрочному росту цен, однако в среднесрочном периоде быстрое расширение предложения США, Канады, Бразилии, Ирака, Ливии и Ирана, как ожидают эксперты, не позволит ценам подняться выше 100 долл. США за баррель.

Прирост спроса на нефть и другое жидкое топливо  
в странах - крупнейших потребителей  
(млн. баррелей в день)



Источник: Управление энергетической информации США.

Изменение прогнозов по цене  
на нефть марки «Брент» (долл. США за баррель)



Примечание: пунктиром обозначен предыдущий прогноз.  
Источники: Управление энергетической информации США, EIU, Reuters.

## Платежный баланс и валютный курс

Основными факторами, определявшими в III квартале 2014 г. динамику компонентов платежного баланса, стали ослабление рубля и снижение деловой активности, а также пересмотр резидентами и нерезидентами структуры спроса на рос-

сийские и иностранные активы в условиях введенных в отношении российских компаний финансовых санкций.

Как и во II квартале 2014 г., положительное сальдо торгового баланса в III квартале 2014 г. увеличилось по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Однако рост профицита торгового баланса в III квартале 2014 г. обеспечивал-

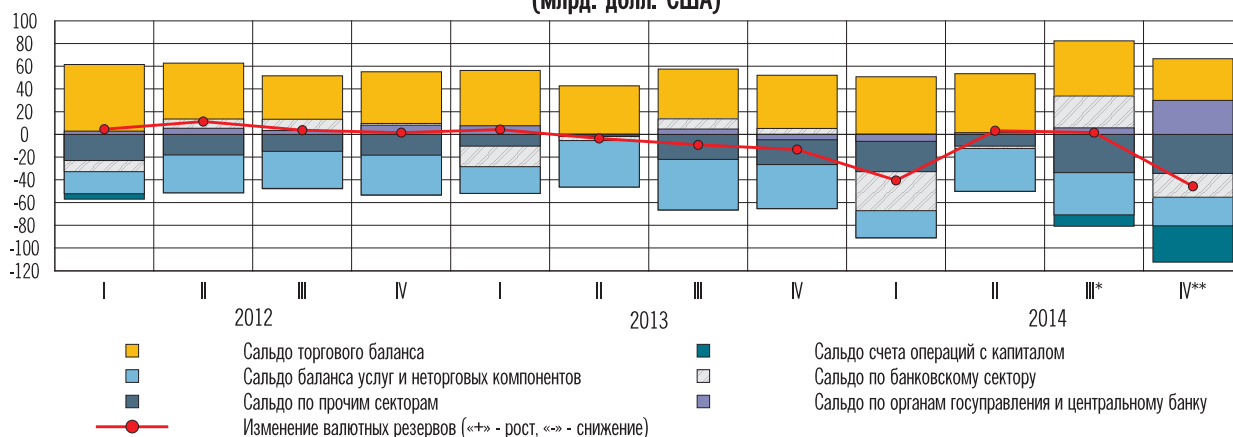
ся не благодаря увеличению экспорта, как кварталом ранее, а за счет опережающего сокращения импорта товаров по сравнению с экспортом на фоне охлаждения российской экономики, ослабления рубля и действия продовольственного эмбарго, введенного Россией. Экспорт уменьшался из-за снижения как контрактных цен на энергоносители, так и объема их поставок. В январе–сентябре 2014 г. относительно соответствующего периода 2013 г. физический объем экспорта сырой нефти снизился на 5,1%, природного газа – на 4,3%. В III квартале 2014 г. поставки газа сократились на 30,6% относительно соответствующего периода предыдущего года за счет падения экспорта на Украину. 16 июня 2014 г. ОАО «Газпром» принял решение прекратить поставки газа в данную страну и перевести работу с компанией «Нафтогаз Украины» на режим предоплаты. В то же время в связи с подписанием 31 октября 2014 г. Россией, Украиной и ЕС соглашения о возобновлении поставок российского газа на Украину и о погашении Украиной долга за газ в дальнейшем ожидается восстановление объемов экспорта российского газа.

Продолжили улучшаться в III квартале 2014 г. в сравнении с прошлым годом

сальдо балансов торговли услугами, оплаты труда и инвестиционных доходов. Отрицательное сальдо счета операций с капиталом определялось списанием долга Северной Кореи по государственному кредиту (ранее было отнесено на II квартал 2014 г.).

Чистый отток частного капитала в III квартале 2014 г. снизился, однако в структуре статей финансового счета произошли существенные изменения. Ключевой тенденцией стало снижение иностранных пассивов банков и прочих секторов, отражающее трудности с привлечением внешнего финансирования как из-за санкций, так и по причине общего снижения внешнего спроса на активы развивающихся стран на фоне нормализации денежно-кредитной политики США. Эффект от санкций сказывается на динамике входящих прямых инвестиций – их приток, по оценке, сократился до минимума за последние восемь лет. Рекордного объема в III квартале 2014 г. достигло снижение иностранных активов банков. Отчасти это было связано с погашением обязательств и снятием средств со счетов клиентов прочих секторов. В то же время объем сомнительных операций находился на низком уровне.

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

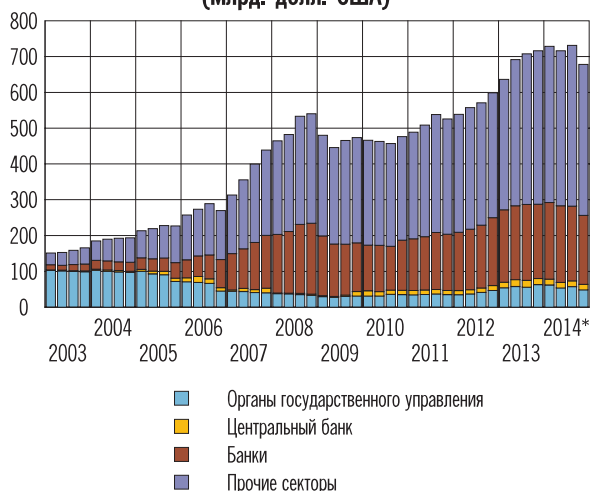


\* Оценка.

\*\* Прогноз.

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

Источник: Банк России.

Внешний долг Российской Федерации  
(млрд. долл. США)

\* На 1.10.14 - оценка.  
Источник: Банк России.

Внешний долг частного сектора за III квартал, по оценке, снизился на 43,6 млрд., до 614,4 млрд. долл. США. Снижение внешнего долга банков составило 16,9 млрд. долл. США, прочих секторов – 26,7 млрд. долл. США. Внешняя позиция банков более благоприятна, чем у прочих секторов, поскольку иностранные активы банков превышают их иностранные обязательства. Вместе с тем ни для банков, ни для прочих секторов ограничение доступа на внешние рынки в настоящее время не является критическим с учетом наличия значительного объема ликвидных иностранных активов, которые могут быть использованы для финансирования выплат по внешнему долгу.

Значительное снижение цен на основные экспортные товары в последние месяцы в совокупности с необходимостью погашать внешние обязательства част-

ного сектора привело к существенному снижению курса рубля. Дополнительным источником давления на рубль стало формирование ожиданий его дальнейшего ослабления у экономических агентов, в том числе населения. Это привело к росту спекулятивной активности на внутреннем валютном рынке и активизации в октябре–ноябре 2014 г. покупки наличной иностранной валюты под влиянием мотива предосторожности. Номинальный эффективный курс рубля после снижения на 5,5% в III квартале снизился на 5,9% в октябре и на 9,3% в ноябре 2014 г., в результате существенно отклонившись от фундаментально обоснованной динамики (см. также врезку в разделе II.1.).

По оценке Банка России, в IV квартале 2014 г. положительное сальдо текущего счета увеличится относительно как предыдущего квартала, так и соответствующего периода прошлого года за счет опережающего сокращения импорта по сравнению с экспортом и снижения отрицательного сальдо по неторговым компонентам. Отток частного капитала увеличится до сопоставимого с I кварталом 2014 г. уровня в условиях сохранения трудностей с привлечением резидентами средств с международных рынков, а также роста спекулятивного спроса на иностранную валюту. Списание долга Кубы по кредитам, предоставленным в период СССР, окажет симметричное влияние на сальдо счета операций с капиталом и сальдо по органам государственного управления.



## Изменение структуры внешнеторговых связей России

Введение санкций в отношении России и ответные меры, в частности ограничение на поставку ряда продовольственных товаров из отдельных стран, начинают оказывать влияние на структуру внешнеторговой деятельности России.

Одним из изменений в структуре экспорта по странам стало существенное снижение доли экспорта в страны СНГ в июле–октябре 2014 г., произошедшее главным образом за счет Украины (в общем объеме экспорта ее доля сократилась с 4,5% в 2013 г. до 1,8% в июле–октябре 2014 г.). Подобное сокращение было обусловлено снижением объемов экспорта энергоносителей, в том числе природного газа. В объеме экспорта на Украину доля этой категории товаров снизилась с 71% в январе–июне до 28% в июле–октябре 2014 года. Оценка динамики агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров России с учетом изменения доли Украины в экспорте приведена на втором рисунке.

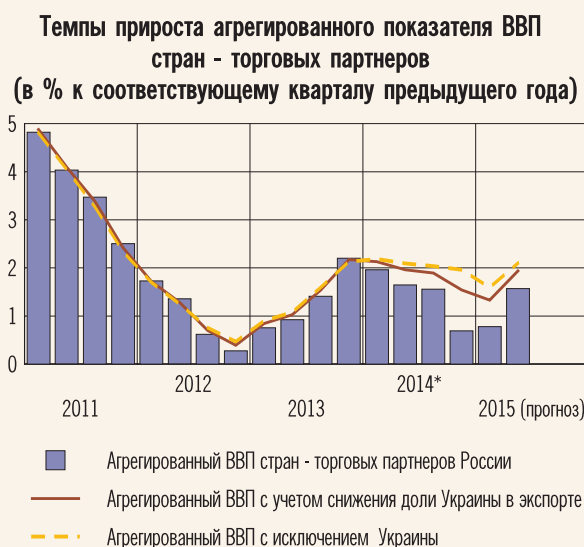
Другой тенденцией в динамике страновой структуры экспорта является увеличение доли группы азиатских стран, а также прочих стран, что свидетельствует о постепенной диверсификации направлений экспорта. Так, доля Китая увеличилась с 6,8% в 2013 г. до 7,6% в июле–октябре 2014 года.

Общий объем экспорта товаров из России в январе–октябре 2014 г. в стоимостном выражении сократился на 1,7% по сравнению с соответствующим периодом 2013 года. Экспорт минеральных продуктов, включая энергоносители, сократился на 1,5%, причем относительно предыдущего года значительное сокращение такого экспорта наблюдалось в феврале и сентябре (более 15%). По многим другим группам товаров также наблюдалось снижение: значительно в январе–октябре 2014 г. сократился экспорт драгоценных металлов, полудрагоценных и драгоценных камней и изделий из них (–16,7% относительно соответствующего периода 2013 г.), продукции химической промышленности и каучука (–5,6%). Рост экспорта наблюдался по статьям продовольствие и сельскохозяйственное сырье (21,7%), а также древесина и целлюлозно–бумажные изделия (8,4%).

Доля несырьевого экспорта<sup>1</sup> в общем объеме вывоза товаров из России в среднем в январе–октябре 2014 г. составила 28% – столько же, сколько и в 2013 году. Однако в августе–октябре эта доля повысилась до 32%. Анализ структуры несырьевого экспорта по странам за име-



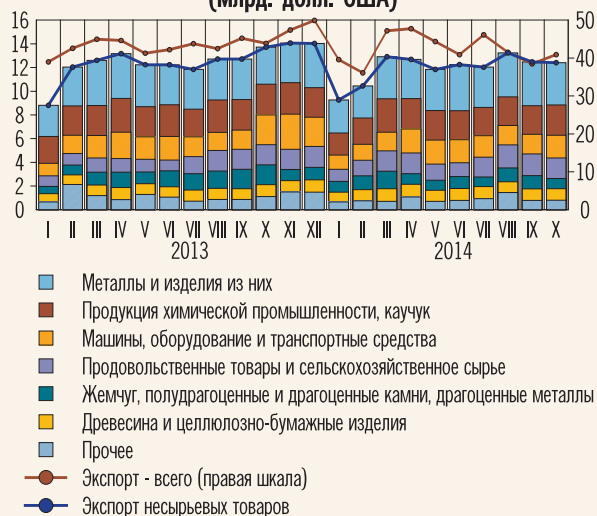
Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.



\* III квартал – оценка, IV квартал – прогноз.  
Источник: расчеты Банка России.

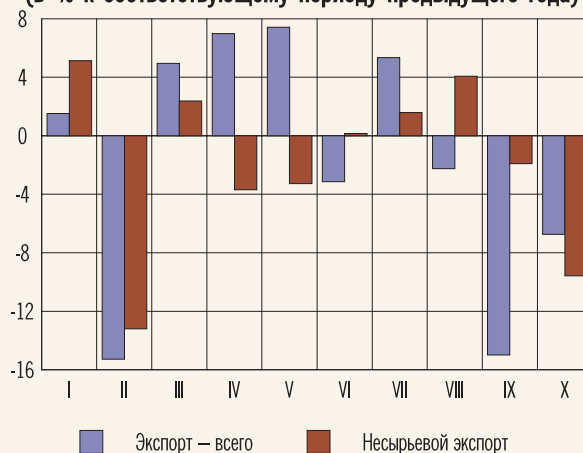
<sup>1</sup> Под несырьевым экспортом понимается экспорт товаров за исключением минеральных продуктов (в основном топливно–энергетических товаров, включая сырую нефть, нефтепродукты, уголь, природный газ и другие товары).

**Товарная структура экспорта несырьевых товаров**  
(млрд. долл. США)



Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.

**Динамика общего экспорта и экспорта несырьевых товаров в 2014 г.**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



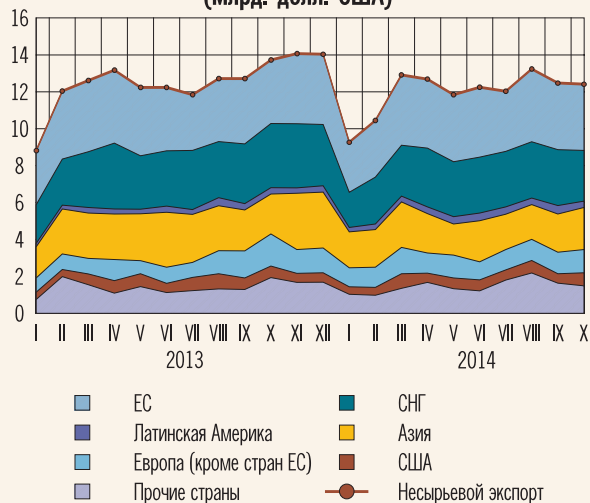
Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.

ющийся период 2014 г. не позволяет говорить о значительном изменении направлений экспорта: по сравнению с 2013 г. несколько снизилась доля экспорта в страны СНГ и азиатские страны. Доля же экспорта в страны ЕС повысилась, как и в европейские страны вне ЕС, страны Латинской Америки и прочие страны.

Общий объем импорта в Россию сократился в январе–октябре 2014 г. по сравнению с январем–октябрем 2013 г. на 6,2%, причем темпы снижения импорта ускорились в августе–октябре по сравнению с первой половиной года до 10,3%. Снижение объемов импорта наблюдалось практически по всем группам товаров. Значительно сократился импорт средств наземного транспорта: в августе–октябре объем импорта этой категории товаров был ниже, чем годом ранее, на 27,7%. Импорт текстиля, изделий из него и обуви сократился на 13,3%, металлов и изделий из них – на 8,2%, машин, оборудования и транспортных средств (кроме средств наземного транспорта) – на 8,1%, продовольствия – на 9,8%.

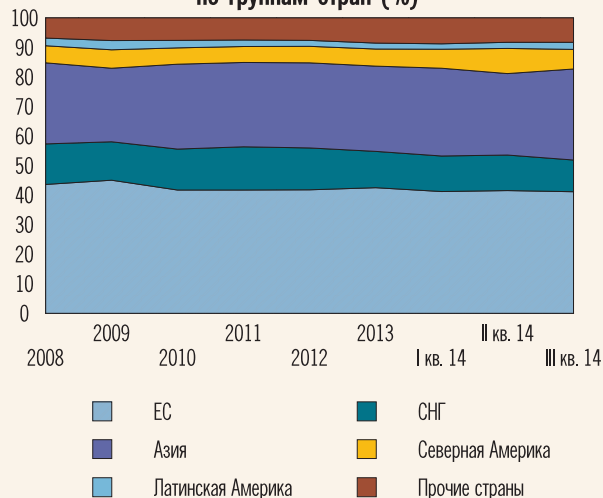
В страновой структуре импорта в Россию в III квартале 2014 г. снизилась доля стран СНГ. Причем сокращение было связано со снижением импорта с Украины, тогда как доли остальных стран СНГ в общем объеме импорта остались на уровне 2013 года. Доля импорта из азиатских стран увеличилась, что во многом произошло за счет роста доли Китая, которая повы-

**Экспорт несырьевых товаров по группам стран**  
(млрд. долл. США)

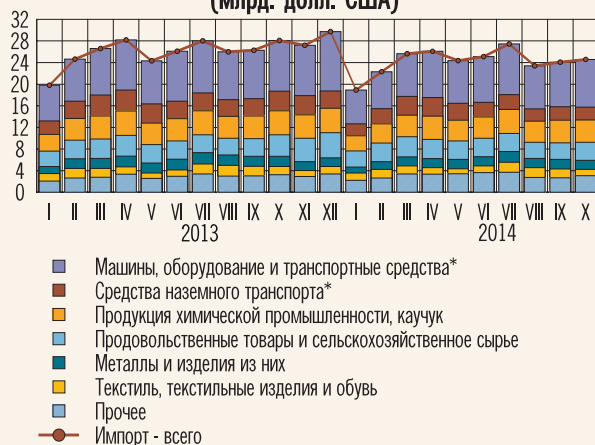


Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.

**Структура импорта в Россию по группам стран (%)**

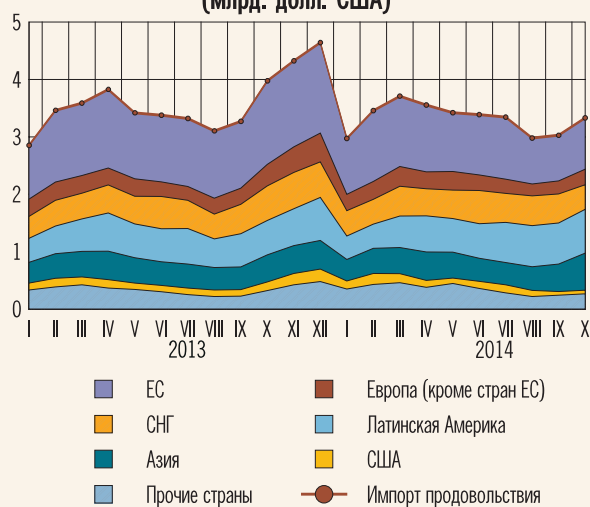


Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.

Товарная структура импорта  
(млрд. долл. США)

\* Категория «Средства наземного транспорта» приведена за исключением железнодорожного и трамвайного подвижного состава и их частей и принадлежностей, которые включены в категорию «Машины, оборудование и транспортные средства».

Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.

Импорт продовольственных товаров по группам стран  
(млрд. долл. США)

Источник: расчеты Банка России на основе данных ФТС России.

силась с 16,9% в 2013 г. до 18,8% в III квартале 2014 года. Доля Японии, напротив, несколько сократилась. В структуре импорта доля европейских стран и стран Северной Америки изменилась незначительно.

После введения Россией в августе 2014 г. ограничений на импорт ряда продовольственных товаров заметно снизился как общий объем продовольственного импорта, так и доля импорта из стран ЕС. Если до августа 2014 г. доля этих стран обычно находилась на уровне порядка 35%, то в августе–октябре она была на уровне 27%. Увеличилась доля импорта продовольствия из стран Латинской Америки с 16,1 до 23% соответственно. Доля азиатских стран также возросла – с 12,1 до практически 20% в октябре 2014 года.



## 1.2 Финансовые условия

*В сентябре–ноябре 2014 г. тренды предшествующих месяцев на основных сегментах финансового рынка сохранялись и в целом характеризовались некоторым ужесточением финансовых условий. Значительные валютные интервенции Банка России в октябре привели к оттоку ликвидности банковского сектора и росту задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования. В то же время увеличение предложения иностранной валюты способствовало стабилизации ситуации с долларовой ликвидностью, росту вмененных рублевых ставок по межбанковским операциям «валютный своп» и увеличению однодневных рублевых ставок МБК. На повышение ключевой ставки Банка России ставки МБК отреагировали аналогичным ростом. На фоне увеличения краткосрочных ставок денежного рынка, а также сохраняющейся внешнеполитической и экономической неопределенности доходности на всех сегментах внутреннего рынка капитала в сентябре–ноябре росли. Рост ставок наблюдался и по банковским кредитам нефинансовым заемщикам. Повышение ставок и ужесточение процедур отбора заемщиков банками наряду с сокращением спроса на кредиты со стороны населения, малых и средних предприятий в условиях низкой экономической активности привели к дальнейшему снижению годовых темпов роста банковского кредитования (с исключением валютной переоценки).*

### **Денежный рынок и операции Банка России по управлению ликвидностью банковского сектора**

#### **Ликвидность банковского сектора**

В сентябре–ноябре 2014 г. определяющее влияние на ситуацию с ликвидностью

банковского сектора, как и в конце I квартала 2014 г., оказали валютные интервенции Банка России. Продажа Банком России иностранной валюты в октябре в рамках действовавшего механизма курсовой политики привела к существенному изъятию рублевой ликвидности из банковского сектора. Отток средств по валютному каналу частично компенсировался за счет увеличения размещения депозитов Федерального казначейства в кредитных организациях и снижения объема наличных денег в обращении. Спрос на ликвидность, который характеризуется остатками средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, оставался стабильным.

В данных условиях кредитные организации продолжали предъявлять значительный спрос на операции Банка России по предоставлению ликвидности, при этом потребность кредитных организаций в рефинансировании увеличилась с 5,2 трлн. руб. в начале сентября до 6,5 трлн. руб. к концу ноября. Предоставление ликвидности в рамках операций РЕПО и обеспеченных кредитов составляло примерно равные доли.

Средний уровень задолженности по основным операциям Банка России – аукционам РЕПО на срок 1 неделя – возрос с 2,2 трлн. руб. в сентябре до 2,8 трлн. руб. в ноябре. Банк России также продолжил постепенно наращивать предложение на аукционах по предоставлению кредитов под залог нерыночных активов: задолженность по данным операциям увеличилась за рассматриваемый период с 2,0 до 2,3 трлн. рублей.

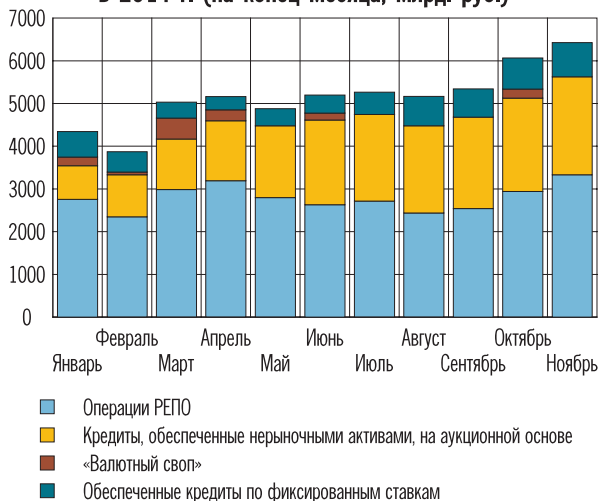
Для снижения влияния операций рефинансирования Банка России, объем которых возрастает по мере увеличения структурного дефицита ликвидности, на срочность пассивов кредитных организаций максимальный срок предоставления средств в рамках кредитных аукционов был увеличен с 12 до 18 месяцев. Первый аук–

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



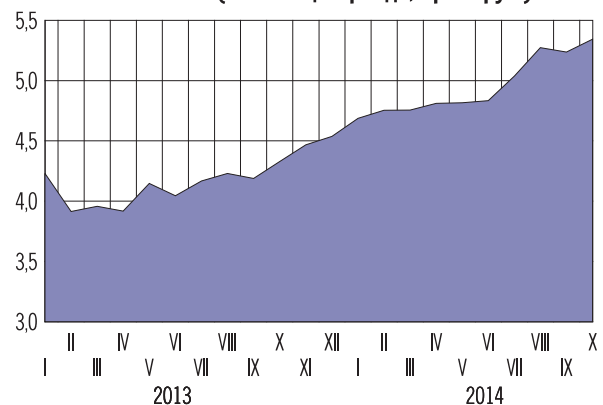
Источник: Банк России.

### Структура операций рефинансирования Банка России в 2014 г. (на конец месяца, млрд. руб.)



Источник: Банк России.

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



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

цион на такой срок был проведен в ноябре, объем предоставления средств составил 150 млрд. рублей. Кроме того, в декабре 2014 г. Банк России проведет ломбардный кредитный аукцион на срок 36 месяцев по плавающей процентной ставке, привязанной к ключевой ставке; объем предложения средств составляет 700 млрд. рублей. Банк России продолжит использовать данные инструменты на нерегулярной основе в отличие от аукционов на срок 3 месяца, проводимых ежемесячно.

В ноябре после перехода к режиму плавающего валютного курса для ограни-

чения спекулятивных настроений участников валютного рынка Банк России начал применять более консервативный подход к определению объемов предложения средств на аукционах по предоставлению ликвидности банковскому сектору. В рамках данного подхода в ноябре был введен лимит на предоставление рублевой ликвидности с помощью операций «валютный своп». В период с 12 ноября по 14 декабря 2014 г. он был установлен равным 2 млрд. долл. США в эквиваленте.

Увеличение объема операций рефинансирования Банка России привело к ро-

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

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

<sup>1</sup> Январь-ноябрь – факт, декабрь 2014 г. – прогноз.

<sup>2</sup> На прогнозном горизонте не учитывается влияние на ликвидность банковского сектора интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке.

<sup>3</sup> Оценка объема операций Банка России по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, связанных с пополнением или расходованием Федеральным казначейством средств суверенных фондов в иностранных валютах.

<sup>4</sup> Спрос на свободные банковские резервы в течение прогнозного периода определяется исходя из остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России (с учетом величины обязательных резервов, усредняемых на корсчетах, потребностей банков в расчетах и мотивов предосторожности) и уровня депозитов кредитных организаций в Банке России.

<sup>5</sup> За исключением субординированного кредита Сбербанку России и облигаций отдельных финансовых организаций в портфеле Банка России.

<sup>6</sup> Для расчета потребности в рефинансировании в 2015 г. была использована середина прогнозного интервала потребности в рефинансировании на конец 2014 года.

Источник: расчеты Банка России.

сту нагрузки на обеспечение. В этих условиях в октябре–ноябре 2014 г. Банк России продолжил предпринимать меры по расширению Ломбардного списка, в состав которого с сентября по ноябрь было дополнительно включено 56 выпусков ценных бумаг общим объемом эмиссии свыше 800 млрд. рублей<sup>1</sup>. В декабре расширение Ломбардного списка было продолжено путем включения в него нескольких крупных выпусков корпоративных облигаций<sup>2</sup>.

Вплоть до третьей декады декабря 2014 г. ожидается рост потребности банков в рефинансировании до 6,9–7,5 трлн. руб. вследствие аккумуляции средств на счетах расширенного правительства в Банке России для проведения бюджетных расходов, увеличения эмиссии наличных средств в обращении перед длительными выходными, а также сезонного роста

спроса кредитных организаций на ликвидность. При этом более вероятно формирование потребности в ликвидности к концу 2014 г. ближе к нижней границе указанного диапазона.

После кратковременного снижения спроса на рефинансирование за счет притока средств по бюджетному каналу в конце декабря 2014 г. – начале января 2015 г. задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования продолжит расти. В зависимости от реализации базового или стрессового<sup>3</sup> сценариев экономического развития, потребность в ликвидности к концу 2015 г. достигнет 7,8–8,3 трлн. рублей.

Для удовлетворения спроса кредитных организаций на рефинансирование Банк России по-прежнему будет использовать преимущественно аукционы РЕПО, а среднесрочная потребность в ликвидности будет регулироваться за счет изменения объема предложения средств на аукционах

<sup>1</sup> Объем выпусков еврооблигаций рассчитан по курсу доллара США к рублю на 1.12.14.

<sup>2</sup> В частности, в Ломбардный список были включены несколько выпусков корпоративных облигаций ОАО «Роснефть» на общую сумму 625 млрд. рублей.

<sup>3</sup> Стрессовый сценарий рассмотрен в разделе II.2.

по предоставлению кредитов под залог нерыночных активов.

### Денежный и валютный рынок

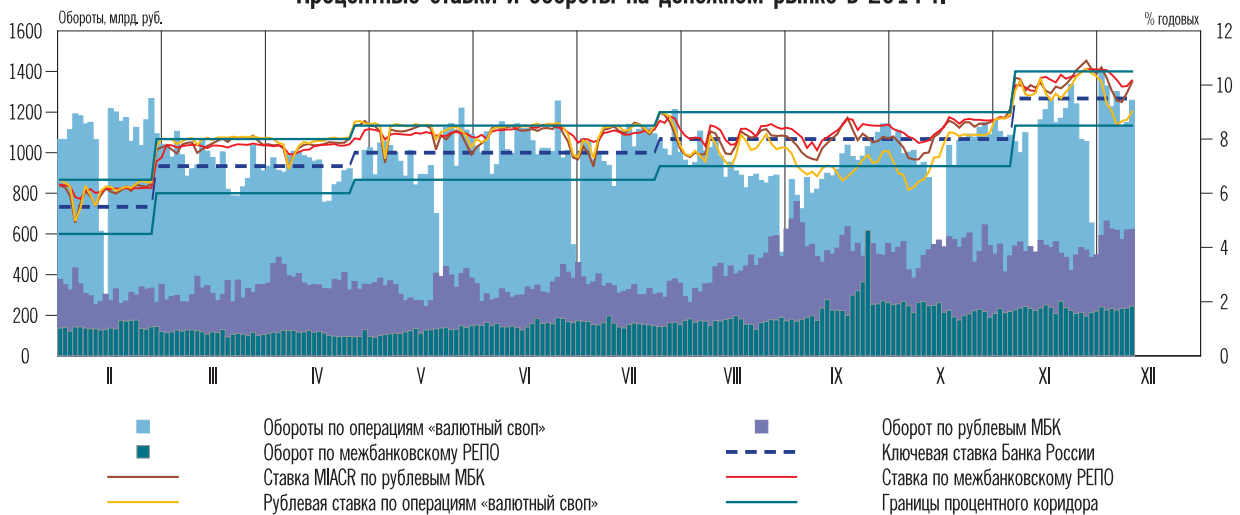
В сентябре–ноябре 2014 г. конъюнктура денежного рынка формировалась в условиях сохранения дефицита валютной ликвидности, являющегося следствием ограниченного доступа российских организаций на внешние рынки.

Увеличение спроса кредитных организаций на долларовую ликвидность способствовало снижению в сентябре 2014 г. средних вмененных рублевых ставок по од-

нодневным операциям «валютный своп» до уровня нижней границы процентного коридора Банка России. В этих условиях краткосрочные процентные ставки на рынке МБК и межбанковского РЕПО также снижались. Ставка по однодневным рублевым МБК стабилизировалась на уровне ключевой ставки Банка России, средний спред ставки однодневного межбанковского РЕПО к ключевой ставке Банка России составил 0,3 процентного пункта.

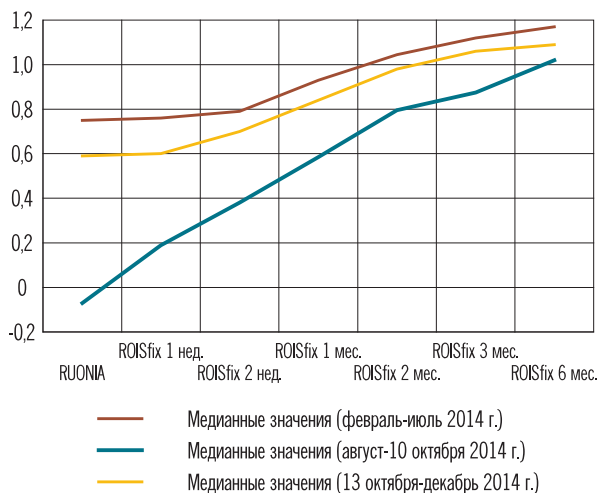
Значительный объем продажи иностранной валюты Банком России в рам-

Процентные ставки и обороты на денежном рынке в 2014 г.



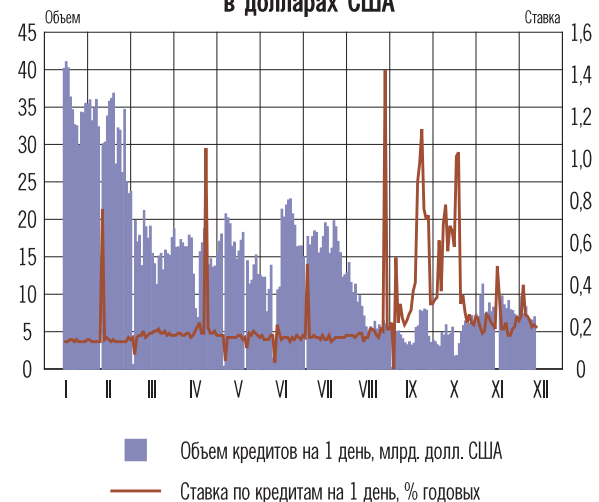
Источник: Банк России.

Временная структура спредов ставок ROISfix к ключевой ставке



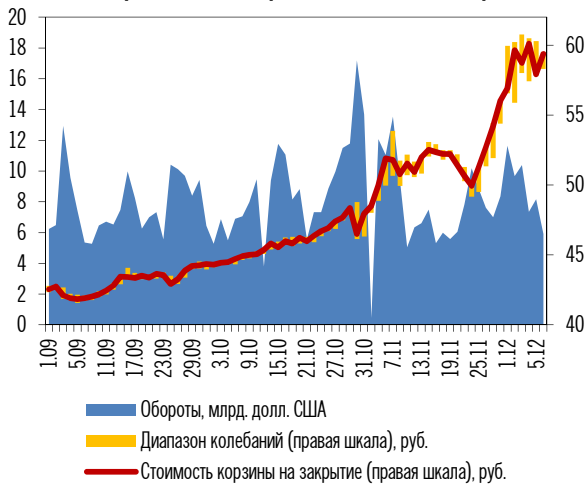
Источник: Банк России.

Ставки и объемы на рынке МБК в долларах США



Источник: Банк России.

Стоимость бивалютной корзины и объем торгов долларом США и евро на Московской Бирже



Источник: Московская Биржа.

Волатильность курса доллар США/рубль в 2014 г. (%)



\* Временная волатильность - мера ожидаемой рыночной волатильности валютного курса, рассчитанная из стоимости валютных опционов.

\*\* Историческая волатильность - волатильность валютного курса (стандартное отклонение его изменения), рассчитанная на основе исторических данных за заданный промежуток времени.

Источник: Bloomberg.

как действовавшего механизма курсовой политики в октябре 2014 г. привел к некоторому улучшению ситуации с долларовой ликвидностью. В условиях роста предложения валюты произошло увеличение временных рублевых ставок по операциям «валютный своп», и со второй декады октября 2014 г. рублевые ставки денежного рынка преимущественно находились в верхней половине процентного коридора Банка России.

Меры Банка России по стабилизации динамики валютного курса в части применения более консервативного подхода к определению объемов предложения средств на аукционах по предоставлению ликвидности банковскому сектору в совокупности с периодом осуществления налоговых платежей способствовали формированию в конце ноября 2014 г. краткосрочных процентных ставок на денежном рынке около верхней границы процентного коридора Банка России.

После возникновения дефицита валютной ликвидности с августа 2014 г. структура оборотов на однодневном сегменте денежного рынка претерпела значительные изменения. Банки с иностранным участием в капитале, являющиеся нетто-кре-

диторами на денежном рынке, нарастили объемы кредитования на рынке МБК, снизив объемы предоставления ликвидности в сегменте операций «валютный своп», при этом их суммарная нетто-позиция значительно не изменилась. Суммарный объем рублевых заимствований на денежном рынке банков с государственным участием возрос, в основном за счет привлечения ликвидности на рынке МБК.

Изменение уровня краткосрочных процентных ставок в течение августа–ноября 2014 г. отразилось на временной структуре процентных ставок денежного рынка. В сентябре – первой декаде октября 2014 г. вслед за краткосрочными ставками кривая ROISfix сместилась вниз, что отражало ожидания банков сохранения дефицита валютной ликвидности и снижения рублевых ставок денежного рынка в среднесрочной перспективе. Со второй половины октября 2014 г. по мере нормализации ситуации с валютной ликвидностью вслед за краткосрочными ставками кривая ROISfix сдвинулась вверх.

На рынке валютных МБК в результате ограничения доступа российских банков на внешние рынки имело место значительное снижение оборотов и повышение про-



центных ставок в августе–сентябре 2014 года. В результате интервенций Банка России на валютном рынке в октябре 2014 г. ситуация частично нормализовалась: обороты возросли, ставки стабилизировались.

Высокий спрос кредитных организаций и их клиентов на валютную ликвидность, в том числе для целей погашения внешней задолженности, в сочетании со значительным снижением цены на нефть в IV квартале 2014 г. являлся одной из основных причин ослабления курса рубля в рассматриваемом периоде. В результате воздействия указанных факторов рублевая стоимость бивалютной корзины увеличилась с сентября 2014 г. более чем на 30%, а в целом за 2014 г. рост превысил 50%.

В этих условиях Банк России в октябре – начале ноября 2014 г. в рамках реализации курсовой политики осуществлял продажи иностранной валюты на границах операционного интервала бивалютной корзины, совокупный объем которых составил 30,3 млрд. долл. США в долларо-вом эквиваленте. Значительный объем интервенций Банка России привел к тому, что в данный период Банк России являлся основным нетто-продавцом валюты на рынке, спрос на которую со стороны участников рынка был распределен сравнительно равномерно.

Увеличение предложения валютной ликвидности со стороны Банка России способствовало росту ежедневных объемов торгов долларом США и евро на внутреннем рынке в среднем на 2 млрд. долл. США, до 9,6 млрд. долл. США. При этом увеличение оборотов на валютном рынке формировалось в основном за счет банков, имеющих значительные объемы покупки и продажи иностранной валюты, при близкой к нулю средней нетто-позиции.

После отмены 10 ноября 2014 г. регулярных интервенций Банка России объемы торгов на внутреннем валютном рынке значительно сократились как следствие сни-

жения предложения валютной ликвидности и ограничения спекулятивных мотивов у участников рынка. При этом в условиях низкой ликвидности рынка волатильность курса продолжала оставаться высокой.

## Цены на активы и долгового рынок

В сентябре – начале декабря 2014 г. конъюнктура российского фондового рынка определялась сохраняющимися внешнеполитическими и экономическими рисками, а также действиями Банка России в области денежно-кредитной политики.

Ограничение доступа к внешнему фондированию, снижение международными рейтинговыми агентствами суверенного кредитного рейтинга России, ухудшение конъюнктуры мирового рынка нефти, ослабление рубля, рост инфляционных рисков и повышение ставок на денежном рынке способствовали переоценке инвесторами стоимости вложений в российские финансовые активы и росту доходности ценных бумаг.

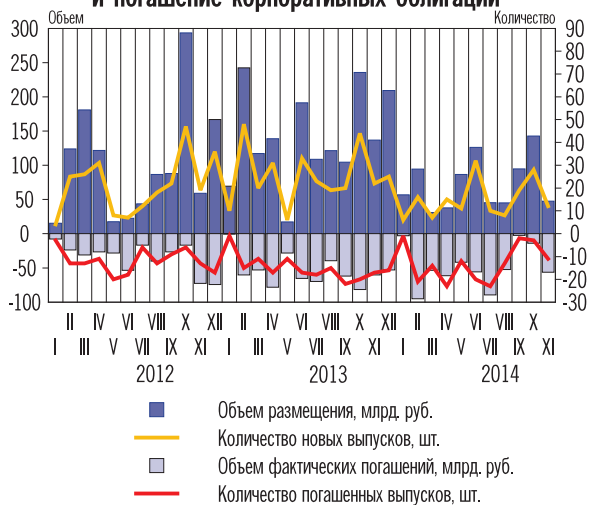
При этом интерес инвесторов к облигациям и эмиссионная активность на внутреннем долговом рынке существенно варьировались в течение рассматриваемого периода. В сентябре – первой половине ок-

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



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

### Первичное размещение на ФБ ММВБ и погашение корпоративных облигаций

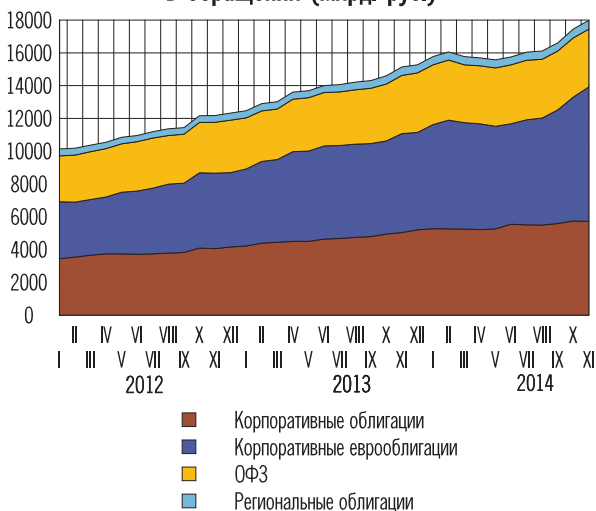


Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру, расчеты Банка России.

тября, несмотря на сохраняющуюся высокую стоимость заимствований, российские эмитенты активно размещали и анонсировали новые эмиссии облигаций.

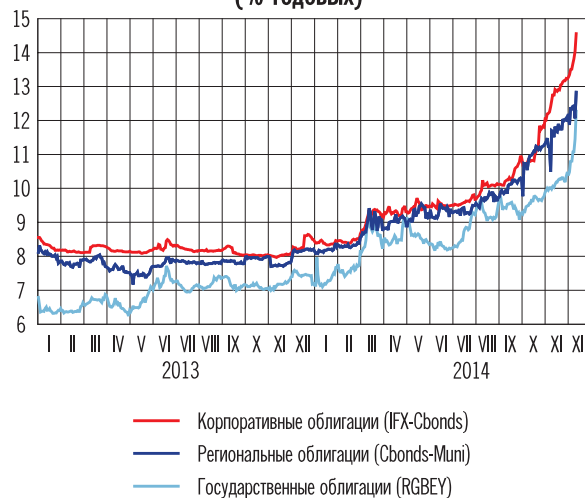
Во второй половине октября – начале декабря из-за значительного снижения мировых цен на нефть и повышения волатильности курса рубля ускорился рост доходности и снизилась активность операций на внутреннем облигационном рынке. Минфин России в течение большей части указанного периода отказывался от проведения аукционов по размещению ОФЗ и вышел на рынок первичных заимствований лишь трижды (во второй половине но-

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



Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру.

### Доходность облигаций (% годовых)



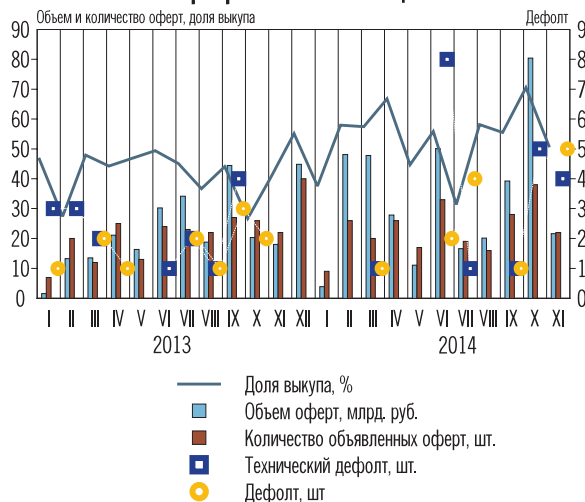
Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру.

ября), сократив при этом срочность заимствований. На внешнем рынке капитала размещение корпоративных еврооблигаций носило эпизодический характер.

На конец ноября 2014 г. по сравнению с концом августа совокупный портфель обращающихся на внутреннем рынке государственных, региональных и корпоративных облигаций возрос на 2,2%, портфель обращающихся на внешнем рынке корпоративных еврооблигаций сократился на 4,4% (в рублевом эквиваленте – увеличился на 25,5%).

Доходности облигаций на различных сегментах вторичного рынка повысились

### Оферты и дефолты по выпускам корпоративных облигаций



Источники: Сбондс.ру, расчеты Банка России.

в первой декаде декабря 2014 г. по сравнению с концом августа на 3,0–5,0 процентного пункта, до 12,6–15,1% годовых, при этом существенно расширились спреды доходностей корпоративных и региональных облигаций к доходности ОФЗ.

Несмотря на ухудшение условий заимствования, большинство эмитентов облигаций продолжили в полном объеме и в срок обслуживать свой облигационный долг, общее количество дефолтов по выпускам корпоративных облигаций в сентябре–декабре 2014 г. было сопоставимо с аналогичным показателем за июнь–август.

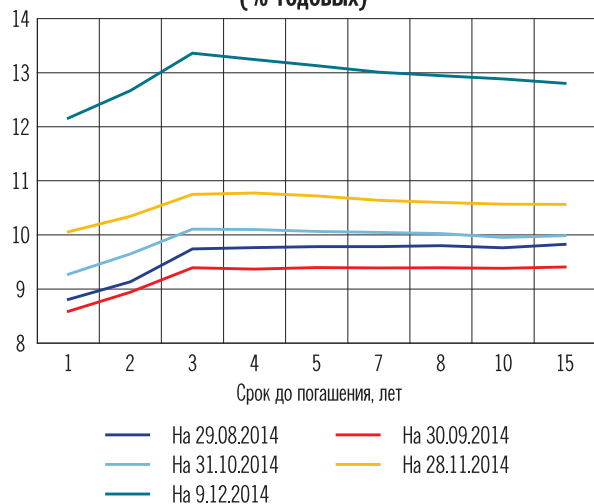
На повышение Банком России ключевой ставки (с 5 ноября 2014 г.) кривая доходности ОФЗ отреагировала более значительным повышением доходности среднесрочных выпусков облигаций по сравнению с краткосрочными и долгосрочными. Существенное влияние на динамику доходности оказали ослабление рубля и рост инфляционных ожиданий участников рынка. В итоге кривая доходности ОФЗ, имевшая до октября 2014 г. нормальную возрастающую форму, в ноябре приобрела форму «горбатой кривой», которая характеризуется наличием инверсии на длинном участке и может сви-

детельствовать об ожиданиях участниками рынка снижения ставок на долгосрочном горизонте.

В динамике рублевого индекса ММВБ и долларového индекса РТС с конца октября наблюдались противоположные тенденции, обусловленные изменениями курса рубля. Реакция ценовых индексов акций на повышение с ноября Банком России ключевой ставки не была выраженной. В первой декаде декабря по сравнению с концом августа индекс ММВБ повысился на 6,1%, до 1486,85 пункта; индекс РТС – снизился на 28,2%, до 855,05 пункта.

До конца 2014 г. не ожидается существенного улучшения конъюнктуры внутреннего рынка капитала. Негативные последствия санкций, сохраняющаяся внешнеполитическая и экономическая неопределенность будут препятствовать восстановлению котировок российских ценных бумаг в I квартале 2015 года. В условиях возросшей стоимости заимствований участники внутреннего долгового рынка предпочтут сократить срочность выпускаемых облигаций, что в том числе будет способствовать сохранению инверсии на длинном участке кривой доходности облигаций.

Срочная структура эффективной доходности ОФЗ (% годовых)



Источник: Bloomberg.

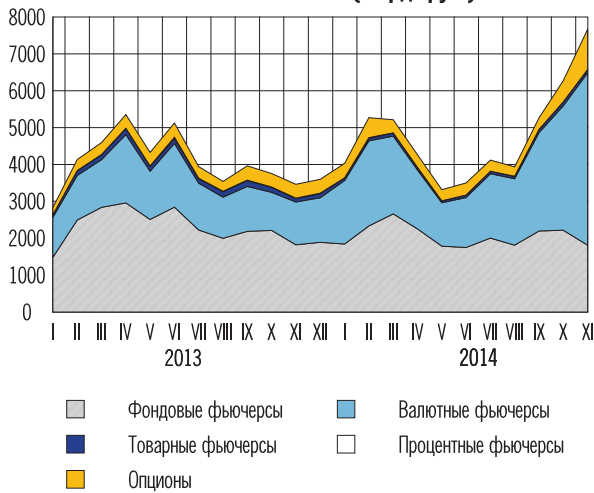
Темпы роста индексов акций Московской Биржи в 2014 г. (%)



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.



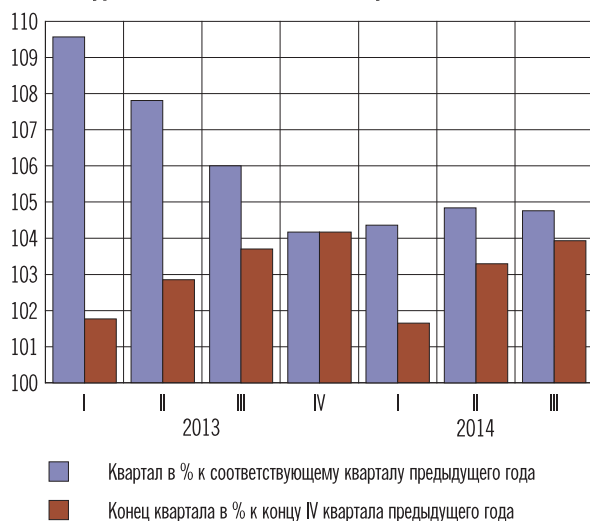
Структура торгов срочными биржевыми контрактами по базовым активам (млрд. руб.)



Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

В сентябре–ноябре на фоне повышения стоимости бивалютной корзины существенно возрос интерес к валютным деривативам, используемым как для хеджирования курсового риска, так и для совершения спекулятивных и арбитражных сделок. Суммарные объемы операций с валютными фьючерсами и опционами в ноябре увеличились по сравнению с августом в 2,6 и 47,5 раза, до 4,7 и 0,8 трлн. руб. соответственно. Понимание участниками рынка необходимости хеджирования рисков курсовых колебаний и дальнейшее увеличение оборотов срочного рынка будет сглаживать негативное влияние возмож-

Динамика индексов цен на рынке жилья



Источники: Федеральная служба государственной статистики, расчеты Банка России.

ного роста волатильности валютного курса на их финансовое положение.

Интерес населения к жилой недвижимости как к инструменту инвестирования оставался высоким, при этом темпы роста ее цен несколько замедлились. Индексы цен на первичном и вторичном рынках жилья повысились в меньшей степени, чем индекс потребительских цен. Одними из основных драйверов роста цен на недвижимость оставались расширение рынка ипотечного кредитования, а также отсутствие существенных изменений в условиях предоставления ипотечных кредитов (требования к заемщикам и залогом по кредитам).

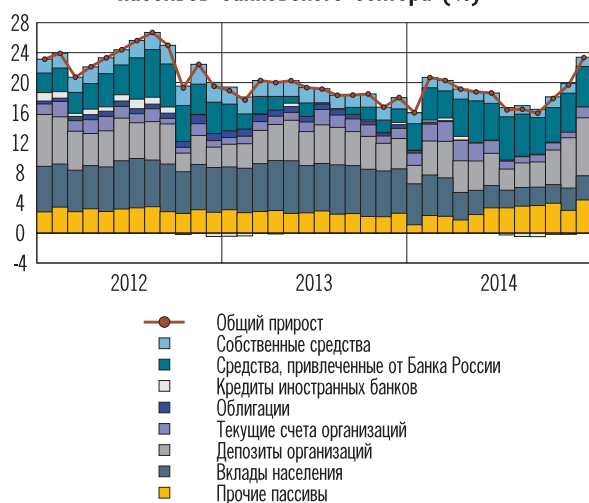
## Кредитные и депозитные операции банков

В сентябре–ноябре 2014 г. сохранялись тенденции изменения структуры банковского фондирования, наблюдавшиеся в начале III квартала. В условиях растущей внешнеполитической неопределенности и ограниченного доступа на внешние рынки сокращались обязательства российских кредитных организаций перед иностранными банками по привлеченным МБК. На протяжении III и IV кварталов сокращение этого источника средств сдерживало рост активов российского банковского сектора.

В сентябре–ноябре доля депозитов населения, одного из крупнейших источников банковского фондирования, в пассивах банковского сектора продолжала снижаться. На 1.12.14 этот показатель составил 26,1% против 27,6% на 1.09.14 и 29,5% на начало года<sup>4</sup>. В этих условиях усиливалась конкуренция между банками на рынке депозитов населения и продолжался рост

<sup>4</sup> Здесь и далее в данном подразделе показатели рассчитаны по данным отчетности действующих кредитных организаций, включенных в «Книгу государственной регистрации кредитных организаций».

Вклад отдельных элементов в годовой прирост пассивов банковского сектора (%)

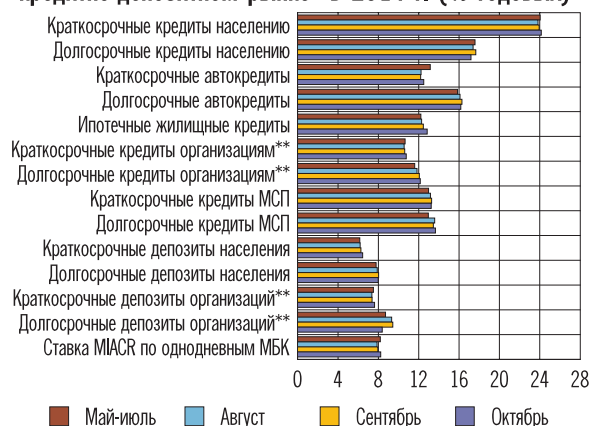


Источник: Банк России.

деpositных ставок. В августе–октябре 2014 г. средняя ставка по долгосрочным рублевым депозитам населения составила 8,0% годовых, на 25 базисных пунктов превысив аналогичный показатель мая–июля. В условиях снижения доступности внешних заимствований банки активизировали ценовую конкуренцию на рынке валютных депозитов населения. Средние ставки по долгосрочным депозитам населения в долларах США и евро за тот же период повысились на 27 базисных пунктов (до 3,2 и 2,9% годовых соответственно). В ноябре после повышения ключевой ставки Банка России ценовая конкуренция между банками на депозитном рынке усилилась. В начале декабря средняя ставка по однолетним рублевым депозитам на сумму от 100 тыс. руб. в десяти российских банках – крупнейших участниках депозитного рынка, по оценкам, составила 10,1% против 9,2% на конец октября.

В условиях растущей конкуренции на рынке депозитов населения банки активизировали использование других внутренних источников фондирования. В частности, средняя ставка по долгосрочным депозитам юридических лиц в августе–октябре была на 40 базисных пунктов выше аналогичного значения за май–июль. Не-

Динамика ставок на российском кредитно-депозитном рынке\* в 2014 г. (% годовых)



\* Ставки по рублевым кредитам, предоставленным (депозитам, привлеченным) в отчетном месяце.

\*\* Исключая банки и финансовые организации.  
Источник: Банк России.

которые крупные банки существенно повысили ставки по сберегательным сертификатам.

Рост номинальных рублевых ставок на основных сегментах депозитного рынка сопровождался увеличением реальных ставок<sup>5</sup>, что в сочетании с улучшением неценовых условий по депозитам рядом банков (уменьшение минимальной суммы вклада, упрощение досрочного изъятия средств) способствовало притоку средств на рублевые депозиты организаций (годовые темпы прироста остатков на этих депозитах за сентябрь–ноябрь возросли с 6,8 до 10,4%). Темпы прироста рублевых депозитов населения продолжали замедляться (4,1% на 1.12.14 против 7,2% на 1.09.14), в то же время ускорился приток средств населения в сберегательные сертификаты (с 8,6% на 1.09.14 до 19,6% на 1.12.14).

В сегменте валютных депозитов наблюдались противоположно направленные изменения объемов депозитов отдельных групп клиентов банков. Юридические лица

<sup>5</sup> Здесь и далее для оценки реальных ставок использовалась методика, предложенная специалистами МВФ в разделе «Перспективы глобальных реальных ставок» информационно-аналитического материала «Обзор мировой экономики» (World Economic Outlook) за апрель 2014 года.

Годовые темпы прироста банковских депозитов (%)



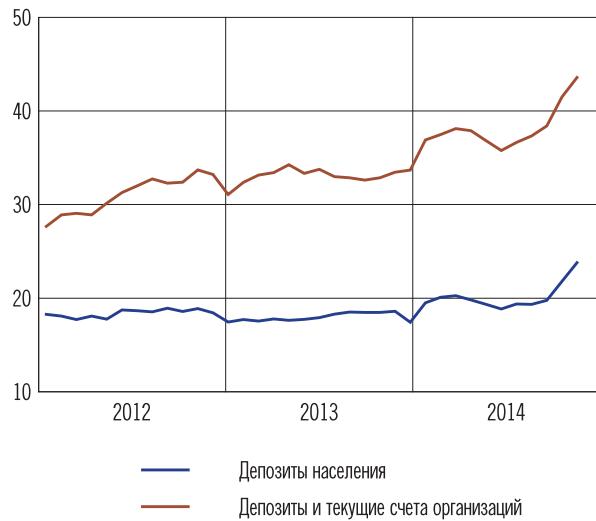
Источник: Банк России.

(кроме банков) продолжали стабильно наращивать валютные депозиты в банках. Годовые темпы прироста этих депозитов в долларом выражении на 1.12.14 составили 16,2% (16,6% на 1.09.14). В сочетании с номинальным ослаблением рубля в сентябре–ноябре это обусловило существенный рост долларизации текущих счетов и депозитов организаций в банках.

В то же время физические лица в сентябре–ноябре продолжали выводить средства с валютных депозитов. За три месяца остатки на этих депозитах в долларом эквиваленте сократились на 3,3 млрд. долл. США, а годовые темпы роста остатков на валютных депозитах населения стали отрицательными (–4,3% на 1.12.14 против 1,9% на начало сентября). В итоге рост долларизации депозитов населения, отмечавшийся в сентябре–ноябре, был обусловлен исключительно переоценкой валютных депозитов.

Растущая стоимость банковского фондирования способствовала повышению ставок по активным операциям банков. В сентябре–ноябре многие крупные российские банки повысили базовые ставки по стандартизированным кредитным продуктам (ипотечные и потребительские кре-

Долларизация депозитов в банках (%)

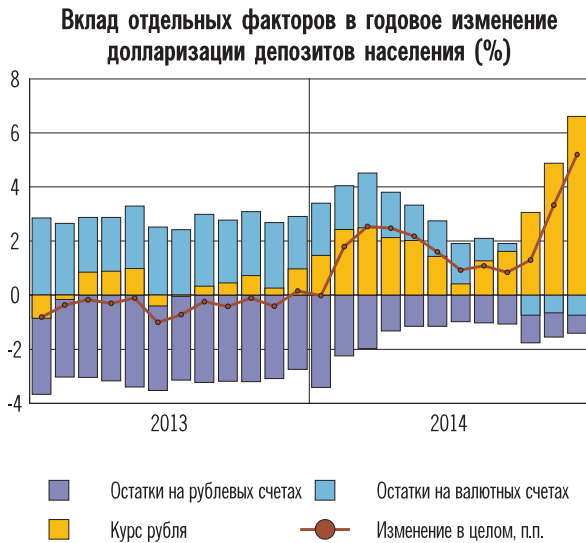


Источник: Банк России.

диты, программы кредитования малого и среднего бизнеса).

В то же время сохраняющаяся макроэкономическая неопределенность и снижение качества портфеля кредитов населению, проявляющееся в росте доли просроченной задолженности, обусловили дальнейший пересмотр кредитной политики банков в направлении снижения рисков, в том числе за счет предъявления более высоких требований к заемщикам. По результатам обследования банков<sup>6</sup> за III квартал 2014 г. кредитные организации сопровождали увеличение ставок по кредитам повышением требований к кредитному качеству заемщиков и обеспечению по кредитам. Банки связывали повышение кредитных ставок и изменение неценовых условий кредитования со снижением доступности внешнего и внутреннего фондирования, а также с нестабильностью ситуации в нефинансовом секторе. По ожиданиям банков, в конце 2014 г. и начале 2015 г. банки по-прежнему будут при-

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



Источник: Банк России.

держиваться консервативной кредитной политики.

Повышение требований банков при выдаче кредитов ограничило их доступность для наиболее рискованных заемщиков, которые обычно получают кредиты по самым высоким процентным ставкам. Это привело к снижению объемов выдачи наиболее рискованных кредитов и сдерживало рост среднерыночных кредитных ставок. Средняя ставка по долгосрочным рублевым кредитам нефинансовым организациям в августе–октябре составила 12,0% годовых, на 43 базисных пункта превысив уровень трех предшествующих месяцев. Средняя ставка по ипотечным жилищным кредитам в августе–октябре возросла на 31 базисный пункт по сравнению с маем–июлем. На сегментах рынка, сопряженных с более высоким кредитным риском, банки активнее повышали ставки. Так, ставка по долгосрочным кредитам малому и среднему бизнесу в августе–октябре на 61 базисный пункт превысила уровень мая–июля, по долгосрочным автокредитам – на 40 пунктов. Реальные ставки на основных сегментах кредитного рынка также повышались.

Опережающее повышение ставок по более рискованным кредитам в соче-



Источник: Банк России.

тании с повышением требований к заемщикам способствовало изменению структуры кредитного портфеля банков. Более рискованные направления кредитования вытеснялись менее рискованными. В частности, на розничном сегменте рынка устойчиво снижались годовые темпы прироста потребительского и автокредитования на фоне умеренного повышения данного показателя для ипотечного кредитования<sup>7</sup>. В итоге доля ипотечных кредитов в общем объеме требований банков к физическим лицам возросла с 30,7% на 1.09.14 до 31,4% на 1.11.14. Замещение потребительских и автокредитов ипотечными кредитами, характеризующимися сравнительно низким уровнем ставок, может быть одной из причин незначительного снижения средней ставки по долгосрочным рублевым кредитам населению в анализируемый период.

В сегменте корпоративного кредитования банки замещали более рискованные кредиты предприятиям малого и среднего бизнеса кредитами крупным компаниям, доля которых в общем портфеле корпора-

<sup>7</sup> Годовые темпы прироста жилищного, авто- и прочего потребительского кредитования рассчитаны по данным разделов 1 и 3 формы отчетности 0409115.

**Просроченная задолженность по кредитам (в % от соответствующего кредитного портфеля)**

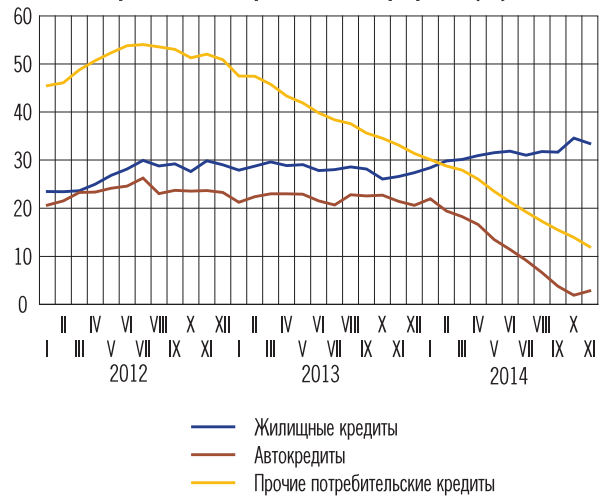


Источник: Банк России.

тивных кредитов продолжала расти. Это замещение дополнительно стимулировалось возвращением на внутренний рынок крупных компаний добывающей промышленности, столкнувшихся с затруднениями при привлечении средств на внешних рынках.

Изменение структуры кредитного портфеля банков способствовало заметному улучшению кредитного качества корпоративного портфеля. Доля просроченной задолженности в общем объеме кредитов, выданных нефинансовым организациям, снизилась с 4,49% на 1.09.14 до 4,18%

**Годовые темпы роста отдельных элементов розничного кредитного портфеля (%)**

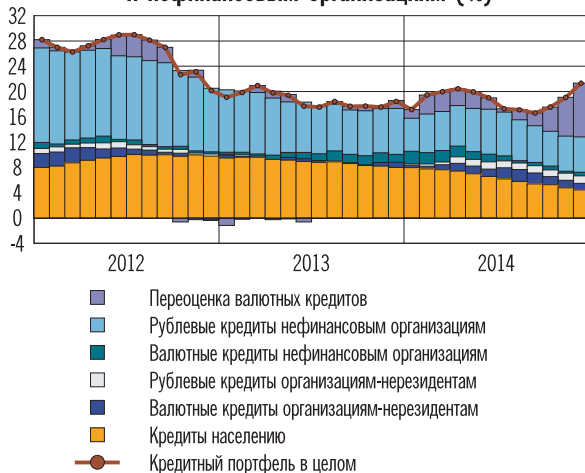


Источник: Банк России.

на 1.12.14. Просроченная задолженность по кредитам населению продолжала расти, составив 5,94% на 1.12.14 против 5,55% на начало сентября.

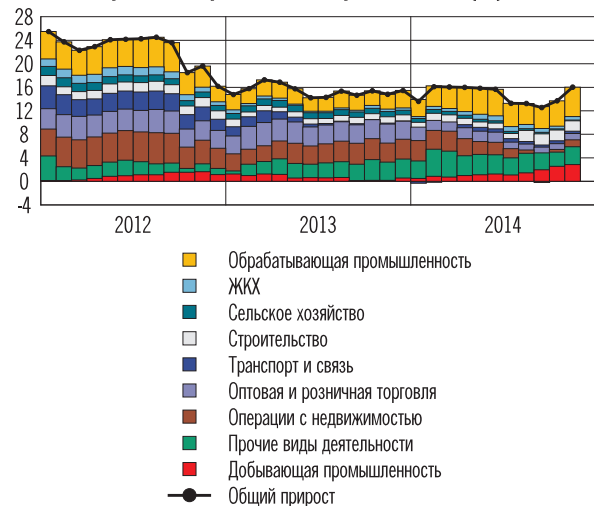
В анализируемый период сохранялись тенденции изменения валютной и срочной структуры кредитного портфеля, отмечавшиеся в предшествующий период. Как на корпоративном, так и на розничном сегментах рынка увеличение кредитного портфеля было связано преимущественно с предоставлением долгосрочных кредитов, доля которых в банковском портфеле устойчиво росла.

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



Источник: Банк России.

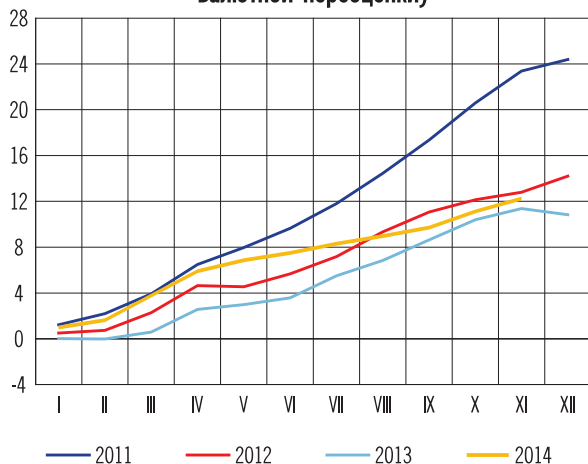
**Вклад отдельных отраслей в годовой прирост портфеля кредитов организациям-резидентам (%)**



Источник: Банк России.



Прирост портфеля кредитов нефинансовым организациям (% к началу года, с исключением валютной переоценки)



Источник: Банк России.

Одновременно банки замещали валютные кредиты рублевыми. За сентябрь–ноябрь портфель рублевых кредитов нефинансовым организациям возрос на 4,2%, а портфель валютных кредитов (в долларовом эквиваленте) – снизился на 1,5%. В результате, если на 1.09.14 годовые темпы прироста обоих портфелей были сопоставимы (12,9% – портфель рублевых корпоративных кредитов, 13,1% – портфель валютных), то на 1.12.14 наметился разрыв между этими показателями (12,6 и 8,2% соответственно). Замедление валютного корпоративного кредитования мо-

жет быть обусловлено возникшими у банков сложностями с привлечением валютной ликвидности в условиях ограниченного доступа на внешние рынки капитала.

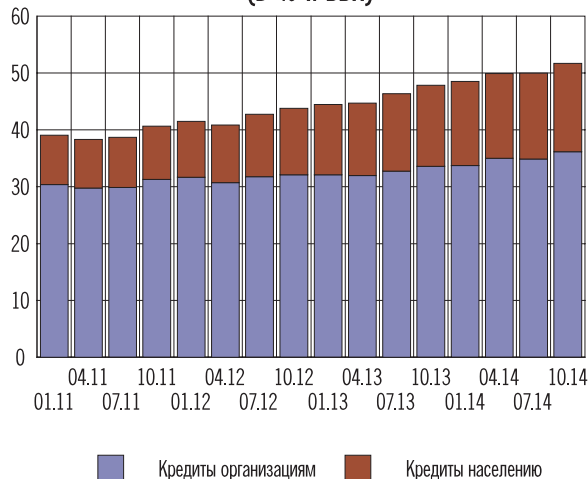
Снижение спроса на кредиты со стороны части заемщиков, связанное с замедлением экономического роста и общей неопределенностью, и ограничение доступности кредитов для заемщиков с наибольшим уровнем риска компенсировались ростом заимствований крупных компаний, возможности которых привлекать средства на мировом рынке были ограничены. В целом годовой темп прироста портфеля кредитов организациям и населению на 1.12.14 составил 21,3% против 16,6% на 1.01.14, в то же время с исключением валютной переоценки темпы роста снизились до 12,8% против 14,6%. Отношение кредитного портфеля банков к ВВП продолжало расти и, по предварительным данным, на 1.10.14 составило 51,7% против 50,8% на 1.09.14 и 48,5% на начало года.

В краткосрочной перспективе можно ожидать сохранения наблюдавшихся в сентябре–ноябре тенденций. По мере накопления депозитов, привлеченных по возросшим ставкам, средняя стоимость банковских пассивов будет расти, что ограничивает возможности ценовой конкуренции на кредитном рынке и будет оказывать повышательное давление на кредитные ставки. Как и в предшествующие периоды возросшей неопределенности можно ожидать сохранения сравнительно консервативной кредитной политики банков, что будет положительно сказываться на качестве кредитного портфеля, но ограничивать потенциал его роста.

## Денежные агрегаты

Годовые темпы роста денежной массы<sup>8</sup> в сентябре–ноябре колебались при преобладании понижательной динами-

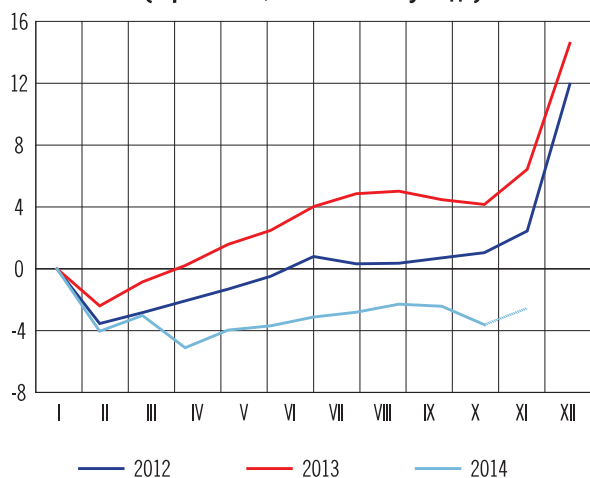
Портфель банковских кредитов (в % к ВВП)



Источник: расчеты Банка России.

<sup>8</sup> Агрегат М2 в национальном определении.

Темпы прироста денежной массы (агрегат M2, в % к началу года)

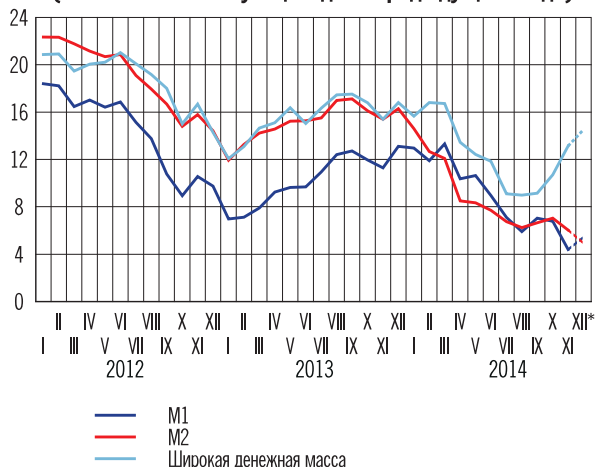


Источник: Банк России.

ки. По предварительной оценке, на 1.12.14 годовой темп прироста денежной массы составил 4,8% против 6,6% на начало сентября и 14,6% на начало года. Темпы прироста широкой денежной массы (агрегат M2X) в анализируемый период заметно ускорились, составив 14,3% на 1.12.14 против 9,1% на 1.09.14, но этот рост был обусловлен преимущественно переоценкой валютных депозитов.

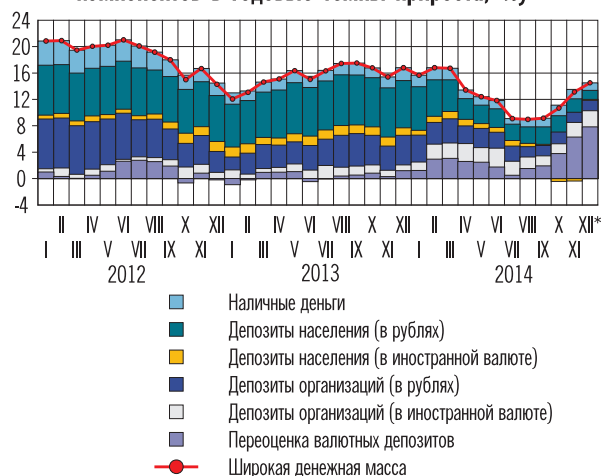
Структура денежной массы в сентябре–ноябре существенно не изменилась. Доля депозитов населения в денежном агрегате M2, по предварительным

Динамика денежных агрегатов (в % к соответствующей дате предыдущего года)



\* По предварительным данным.  
Источник: Банк России.

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

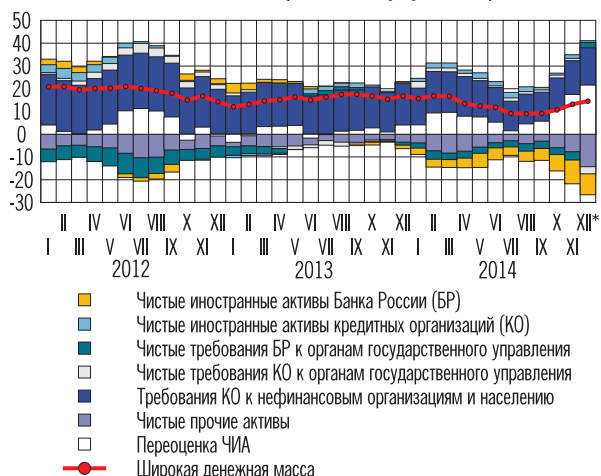


\* По предварительным данным.  
Источник: Банк России.

данным, на 1.12.14 составила 44,4% против 44,9% на начало сентября. Доля депозитов организаций за тот же период повысилась на 0,5 процентного пункта (до 32,9%), а доля наличных денег – увеличилась на 0,1 процентного пункта (до 22,8%). Изменения структуры широкой денежной массы более выражены, но они связаны прежде всего с переоценкой валютных депозитов.

Структура источников формирования денежной массы в сентябре–ноябре претерпела определенные изменения. Заметно сократился вклад чистых иностран-

Основные активы банковской системы и широкая денежная масса (годовой прирост, %)



\* По предварительным данным.  
Источник: Банк России.

ных активов банковской системы в годовой прирост широкой денежной массы. Сокращение чистых иностранных активов замещалось дальнейшим наращиванием внутренних активов российских банков: кредита экономике и, в меньшей степени, чистых требований к расширенному правительству.

При сохранении в 2014 г. внутригодовой цикличности динамики источников роста денежной массы, отмечавшейся в предшествующие годы, в последние месяцы года можно ожидать дальнейшего сокращения остатков на счетах государственных органов в Банке России и, соответственно,

роста денежной массы. В условиях отказа Банка России от регулярных интервенций на валютном рынке и, следовательно, меньшего изменения чистых иностранных активов это может способствовать в среднесрочной перспективе сохранению сложившихся темпов роста денежной массы. В то же время погашение нефинансовым сектором внешних обязательств при отсутствии соответствующего замещения внутренними кредитными ресурсами будет сдерживать рост денежной массы. По мере стабилизации курса рубля к иностранным валютам годовые темпы прироста денежных агрегатов M2 и M2X будут сближаться.



### I.3. Внутренние экономические условия

В III квартале и октябре 2014 г. экономическая активность оставалась низкой, но выше ожиданий. Вместе с тем отмечалось некоторое увеличение потребительской активности на фоне ослабления рубля и повышения инфляционных ожиданий. Инвестиции в основной капитал продолжали снижаться умеренными темпами. Основной положительный вклад в прирост ВВП внес чистый экспорт. С учетом более высоких, чем ожидалось, итогов III квартала и действия краткосрочных факторов со стороны спроса оценки темпа прироста ВВП были в 2014 г. повышены с 0,4 до 0,6%. Темпы роста потребительских цен в сентябре–ноябре 2014 г. после относительно умеренной динамики в июле–августе вновь ускорились под влиянием обесценения рубля, а также действия специфических факторов на отдельных рынках, в том числе введенных в августе ограничений на продовольственный импорт. Ввиду большего, чем предполагалось ранее, ослабления рубля краткосрочный прогноз по инфляции повышен – ожидается, что по итогам 2014 г. она составит около 10%.

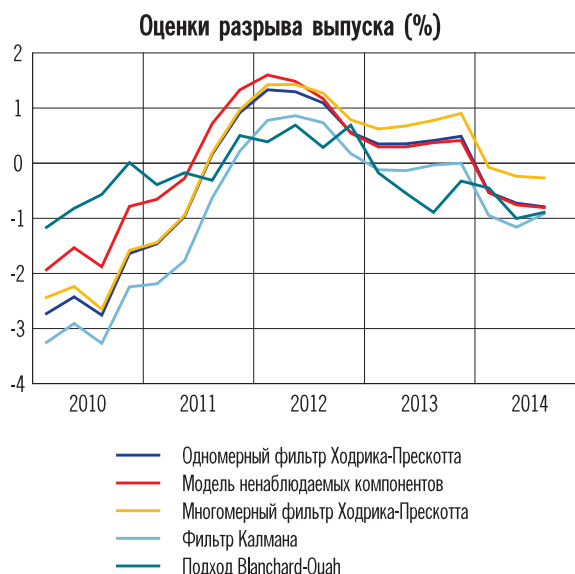
#### Экономическая активность

В III квартале 2014 г. годовые темпы прироста ВВП составили 0,7%, что выше оценок Банка России (0,2%), сделанных в сентябре текущего года. По оценкам, с исключением сезонного фактора во II и III кварталах экономика выросла на 0,2 и 0,4% соответственно (после резкого снижения в I квартале на 0,5%). Оценки разрыва выпуска по сравнению с предыдущим прогнозом несколько изменились. В III квартале текущего года разрыв выпуска оставался отрицательным (по различным оценкам, в диапазоне от –0,3 до –1%), однако его глубина уменьшилась.

По нашим оценкам, темпы роста потенциального ВВП снижались быстрее, чем фактического, что обусловило уменьшение отрицательного разрыва выпуска.

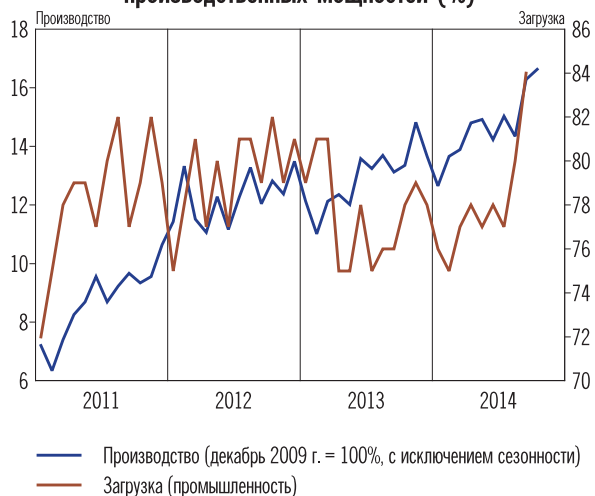
С сентября 2014 г. заметно ускорилось снижение мировых цен на нефть. По оценкам, в краткосрочном периоде влияние изменения цен на нефть на экономический рост является небольшим. В краткосрочной перспективе следствием падения цен на энергоносители стало повышение темпов ослабления рубля. С одной стороны, рост относительных цен на импорт и повышение ценовой конкурентоспособности отечественной продукции способствовали импортозамещению. Кроме того, увеличение рублевого эквивалента экспортной выручки компенсировало потери доходов от снижения долларовых цен на экспортируемую продукцию.

С другой стороны, ослабление рубля привело к удорожанию импорта товаров и услуг, снижению покупательной способности доходов субъектов экономики. Кроме того, на развитие российской экономики негативное влияние продолжали оказывать ограниченный доступ на внешние рынки капитала, сохранение геополитической напряженности, а также внутренние структурные проблемы.



Источник: расчеты Банка России.

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



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

В III квартале 2014 г. со стороны производства основной вклад в экономический рост внесли обрабатывающая и добывающая промышленность, сельское хозяйство и розничная торговля. Годовые темпы прироста промышленного производства в сентябре и октябре ускорились до 2,8 и 2,9% соответственно (в III квартале годовой прирост этого показателя снизился до 1,5% с 1,8% во II квартале). Снижение ценовой конкурентоспособности импорта, ограничения на ввоз отдельных продовольственных товаров, введенные в августе, способствовали увеличению в сентябре–октябре выпуска в пищевой промышленности, осо-

### Темп прироста производства по видам деятельности, ориентированным на инвестиционный спрос (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат.

### Темп прироста производства по видам деятельности, ориентированным на потребительский спрос (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



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

бенно в производстве мяса и мясных продуктов, отдельных видов консервов, молочной продукции и кормов. Слабый рубль позитивно сказался на ценовой конкурентоспособности и динамике выпуска экспортно ориентированных обрабатывающих производств: в частности, возросло производство кокса, нефтепродуктов и металлов. Кроме того наблюдался рост производства отдельных товаров инвестиционного назначения: электро- и радиоаппаратуры, транспортных средств и оборудования.

В сентябре–октябре ускорилось производство в добыче топливно–энергети-

### Темп прироста производства по видам деятельности, ориентированным на экспорт (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат.

ческих полезных ископаемых. Особенно возросла добыча попутного газа, что обусловлено пополнением хранилищ на территории России.

Высокие показатели уборки урожая в текущем году и стабильные умеренные темпы роста производства мясной продукции животноводства способствовали увеличению выпуска сельскохозяйственной продукции в III квартале (по сравнению с соответствующим кварталом 2013 г.) на 11%. В октябре производство в сельском хозяйстве сократилось, что связано с нарушением сезонности этого показателя в 2013 году. Учитывая высокую базу последних месяцев 2013 г., в IV квартале 2014 г. вклад сельского хозяйства в экономический рост оценивается отрицательным.

В разрезе компонентов использования ВВП, по оценкам, низкий уровень экономической активности в III квартале формировался в условиях дальнейшего ослабления потребительского спроса. Оно было связано с дальнейшим снижением темпов роста реальных зарплат населения, обусловленным как замедлением темпов роста номинальных зарплат, так и высокой инфляцией, насыщением рынка потребительского кредитования. На охлаждение потребительского спроса в экономике указывает снижение индексов потребительской уверенности (Росстат) и потребительских настроений (ФОМ). Годовые темпы роста оборота розничной торговли в III квартале по сравнению с предыдущим кварталом замедлились (с 1,9 до 1,4%).

Усиление волатильности курса рубля и значительное его ослабление, рост инфляционных ожиданий спровоцировали в сентябре–октябре временное увеличение спроса населения. В октябре, как и месяцем ранее, розничные продажи возросли на 1,7% по сравнению с соответствующим периодом 2013 г., в том числе в сегменте непродовольственных товаров – на 3,5%.

Повышение потребительской активности сопровождалось некоторым оттоком средств населения с банковских депозитов. Поддержку спросу на непродовольственные товары оказала перезапущенная с сентября программа утилизации автомобилей, в результате чего в сентябре–октябре произошло частичное восстановление объемов продаж автомобилей после значительного спада в середине года. Вероятно, действие этого фактора продлится до конца 2014 года.

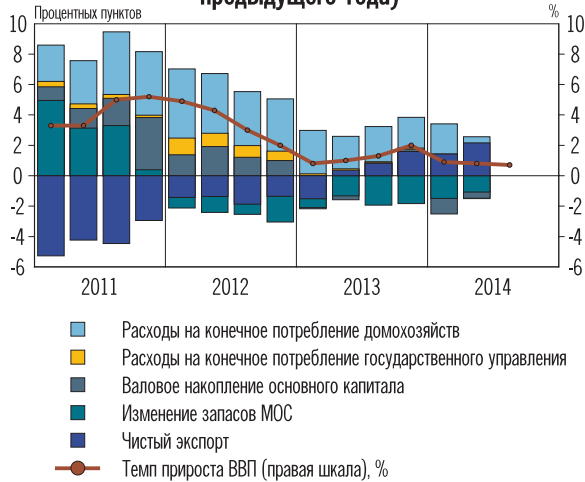
В III квартале и в октябре текущего года продолжилось сокращение объемов продаж продовольственных товаров, что обусловлено как снижением покупательной способности доходов населения в условиях значительного ускорения годовых темпов роста цен на продовольственные товары (с 9,8% в июле до 11,5% в октябре), так и переключением потребительских предпочтений населения на покупку более дешевых продуктов питания (например, с мяса животных на мясо птицы). По данным опросов Левада–Центра, покупатели стали чаще выбирать отечественные аналоги вместо дорожающих импортных продуктов питания. Результаты опроса Исследовательского холдинга Ромир относительно изменившихся предпочтений населения

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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

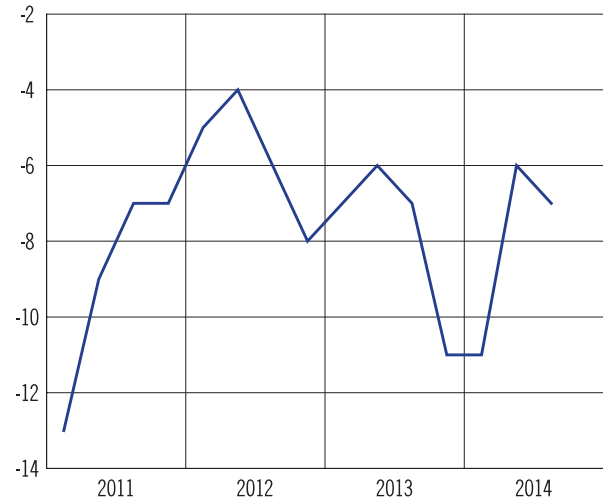


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

показывают, что россияне ищут более дешевую альтернативу привычным брендам и предпочитают делать запасы определенных товаров, купленных по выгодной цене.

Вероятно, до конца 2014 г. население в условиях растущих инфляционных ожиданий продолжит предъявлять повышенный спрос на товары. В IV квартале 2014 г. годовые темпы прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств оцениваются на уровне до 1%. В I квартале 2015 г. уровень потребления будет близким к уровню I квартала 2014 года. При этом низкие темпы роста доходов населения будут охлаждать потребительский

**Индекс потребительской уверенности (%)**



Источники: Росстат.

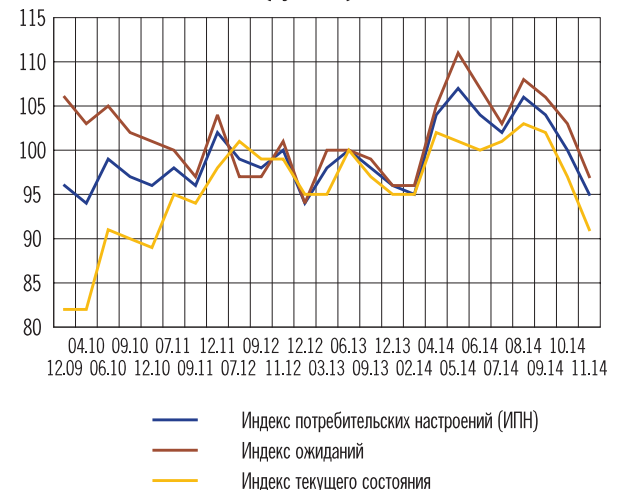
спрос. Дополнительными факторами снижения покупательной способности домохозяйств стал продолжающийся рост уровня задолженности населения, а также сокращение возможностей для рефинансирования краткосрочных долгов из-за удорожания кредитов и ужесточения кредитных условий. Кроме того, повышение банками ставок по депозитам для населения в условиях экономической неопределенности может способствовать росту склонности населения к организованным сбережениям и ограничению расходов на покупку товаров и услуг.

**Динамика оборота розничной торговли**



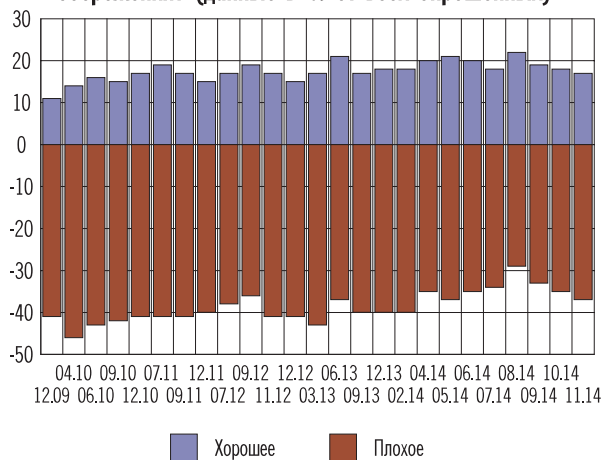
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Потребительские настроения населения (пунктов)**



Источники: данные опроса ФОМ.

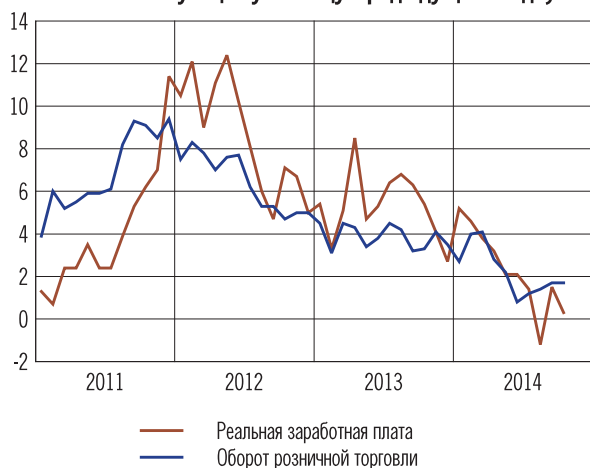
Если говорить в целом, то как Вы считаете, сейчас хорошее или плохое время для того, чтобы делать сбережения? (данные в % от всех опрошенных)



Источник: данные опроса ФОМ.

Сохранение геополитической неопределенности и нарастание экономической неуверенности инвесторов обусловили дальнейшее сокращение инвестиций в основной капитал. Кроме того, на ослабление инвестиционного спроса оказали влияние рост цен на импортируемые товары инвестиционного назначения и сужение возможностей замещения выпадающих внешних источников финансирования внутренними. По оценкам, влияние ужесточения российскими банками ценовых условий заимствований на динамику инвестиций было сравнительно небольшим. В III квартале инвестиции в основной капитал со-

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



Источник: Росстат.

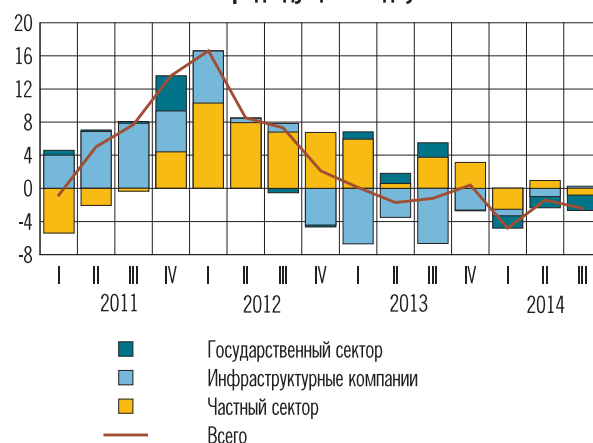
Инвестиции в основной капитал и объем строительных работ (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

кратились по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года на 2,4%, в октябре – на 2,9%. Снижение валового накопления основного капитала в IV квартале оценивается на уровне 3%. Дальнейшее ухудшение экономической ситуации в условиях ограниченности и удорожания заемных ресурсов, а также сокращения собственных средств (в III квартале сальдированный финансовый результат организаций снизился, по оценкам, более чем на 40%) заставит компании сокращать капитальные затраты, а в крупных инвестиционных проектах – рассчитывать на государственную поддержку.

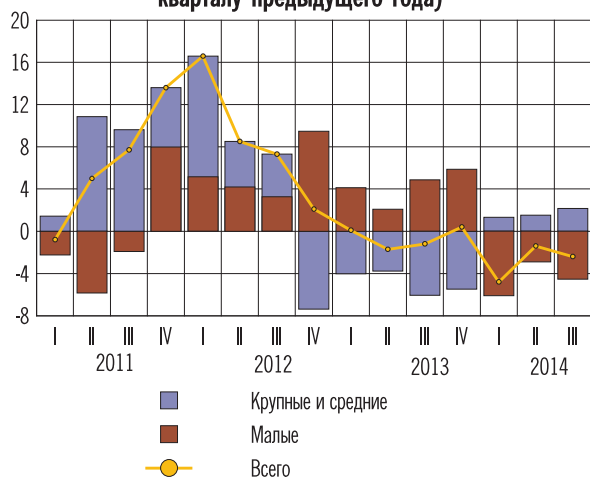
Инвестиции в основной капитал государственного, частного секторов и инфраструктурных компаний (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.



**Инвестиции в основной капитал по размеру предприятий (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)**



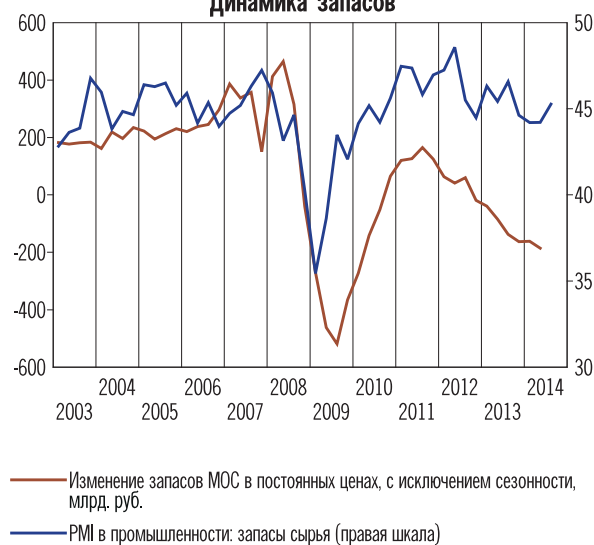
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Повышение спроса на отдельные виды продукции промышленности позитивно сказалось на индикаторах предпринимательской уверенности (особенно добывающих производств), что, по оценкам, способствовало некоторому увеличению запасов материальных оборотных средств (МОС) (на это указывает повышение субиндекса PMI «запасы сырья»). Кроме того, запасы готовой продукции пополнялись сельскохозяйственными организациями, получившими в текущем сезоне хороший урожай. Однако в целом, по оценкам, вклад валового накопления в экономический рост в ближайшие два квартала останется отрицательным.

Основной положительный вклад в прирост ВВП в III квартале 2014 г., как и в предыдущем квартале, внес чистый экспорт. В условиях введенных ограничений на ввоз отдельных видов продовольственных товаров, ослабления рубля и слабого внутреннего спроса темпы сокращения импорта увеличились. Физические объемы экспортных поставок также сократились, но существенно меньшими темпами по сравнению с импортными.

Учитывая более высокие, чем ожидалось, фактические темпы экономическо-

**Динамика запасов**



Источники: Росстат, Markit Economics.

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



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

го роста в III квартале, а также временное повышение потребительского спроса на фоне усиления девальвационных и инфляционных ожиданий, оценка темпа прироста ВВП на 2014 г. была пересмотрена с 0,4 до 0,6%. В I квартале 2015 г. высока вероятность перехода годовой динамики ВВП в область отрицательных значений.

## Рынок труда

В сентябре-октябре, как и в течение всего 2014 г., несмотря на замедление экономической активности безработица со-



хранялась низкой: 4,9% в сентябре и 5,1% в октябре (5,2% с учетом коррекции на сезонность).

Обобщенный индикатор рынка труда<sup>1</sup>, наиболее тесно коррелированный с индикаторами загрузки рабочей силы, показывает, что в целом ситуация не изменилась

<sup>1</sup> Обобщенная компонента рынка труда рассчитана на основе методики, предложенной в работе Hakkio, C., Willis, J., *Assessing Labor Market Conditions: The Level of Activity and the Speed of Improvement, The Macro Bulletin, FRB Kansas City, 2013*. При расчете использованы следующие индикаторы рынка труда: загрузка наличной рабочей силы (Российский Экономический Барометр, далее – РЭБ), диффузный индекс занятости (промышленность, ожидаемые изменения, РЭБ), диффузный индекс занятости (промышленность, фактические изменения, РЭБ), отношение занятых к численности населения в возрасте 15–72 лет (Росстат), HSBC PMI (компонента «занятость», HSBC Markit), общее число отработанных часов (Росстат), доля занятых, отработавших более 41 часа в неделю (Росстат), доля безработных, ищущих работу менее 1 месяца (% всех безработных, Росстат), численность занятых по ВЭД по опросу деловой активности (уровень в текущем месяце, Росстат), численность занятых по ВЭД по опросу деловой активности (перспективы изменения в ближайшие 3 месяца, Росстат), диффузный индекс заработной платы (промышленность, фактические изменения, доля предприятий с растущим за 1 месяц показателем, РЭБ), диффузный индекс заработной платы (промышленность, ожидаемые изменения (доля предприятий с растущим за 3 месяца показателем, РЭБ), уровень экономической активности (Росстат), число занятых (к месяцу предыдущего года, %, Росстат), реальные располагаемые доходы (к месяцу предыдущего года, %, Росстат), реальная начисленная заработная плата на одного работника (к месяцу предыдущего года, %, Росстат), доля занятых, отработавших менее 20 часов в неделю (% всех занятых, Росстат), номинальная начисленная заработная плата на одного работника (к месяцу предыдущего года, %, Росстат), диффузный индекс заработной платы, (промышленность, фактические изменения, доля предприятий с растущим за 1 месяц показателем (% к месяцу предыдущего года, РЭБ), диффузный индекс занятость (промышленность, фактические изменения, доля предприятий с растущим за 1 месяц показателем % к месяцу предыдущего года, РЭБ), диффузный индекс занятости (промышленность, фактические изменения, доля предприятий с растущим за 3 месяца показателем, % к месяцу предыдущего года, РЭБ), диффузный индекс занятости, промышленность, ожидаемые изменения (доля предприятий с растущим за 3 месяца показателем, % к месяцу предыдущего года, РЭБ), диффузный индекс занятости, промышленность, ожидаемые изменения (доля предприятий с растущим за 3 месяца показателем % к месяцу предыдущего года, РЭБ), HSBC PMI (компонента «занятость» % к месяцу предыдущего года HCSB, Markit)

по сравнению с предыдущим годом. Низкий уровень безработицы отчасти обусловлен действием неблагоприятных демографических факторов. С 2006 г. происходит сокращение населения в трудоспособном возрасте (с 90,2 млн. чел. на начало 2006 г. до 86,1 млн. чел. на начало 2013 г.). По оценкам Федеральной службы государственной статистики, до 2031 г. (в трех вариантах прогноза – низком, среднем и высоком) ожидается дальнейшее сокращение этого показателя.

Негативное воздействие сокращения населения трудоспособного возраста на экономический рост отчасти компенсируется увеличением экономической активности населения. Отношение экономически активного населения к общей численности населения в возрасте 15–72 года увеличилось с уровня около 64% в 2001–2002 гг. до уровня, близкого к 70%, в 2014 г. (рост экономической активности населения происходил в основном за счет людей старших возрастов (45–72 года)).

Снижение численности потенциальной рабочей силы пока не находит отражения в динамике численности занятых: после снижения в 2013 г. (к соответствующему периоду предыдущего года) с начала 2014 г. рассматриваемый показатель демонстрирует рост.

Влияние неблагоприятных демографических тенденций на уровень экономической активности не стоит переоценивать. По оценкам Банка России, если бы возрастная структура населения сохранилась неизменной с января 2010 г., это добавило бы к фактическому уровню безработицы в 2014 г. около 0,3 процентного пункта. Аналогичная картина наблюдается и в динамике уровня экономически активного населения. Даже при фиксированной структуре населения (январь 2010 г.) наблюдается увеличение экономической активности (за счет других факторов).



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

О сохранении спроса на рабочую силу на высоком уровне также свидетельствует увеличение количества открытых вакансий (по данным региональных служб занятости).

Таким образом, низкий уровень безработицы и высокий уровень экономической активности населения являются индикаторами дефицита на рынке труда.

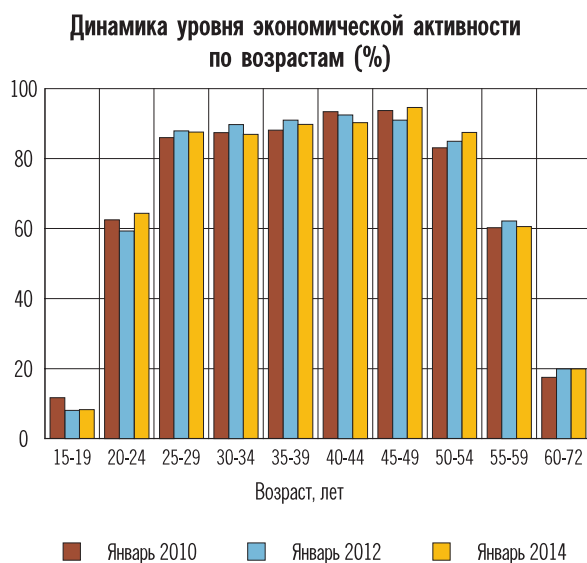
Дефицит на рынке труда в совокупности с сохранением загрузки производственных мощностей на относительно высоком уровне подтверждают наличие лишь небольшого отрицательного разрыва вы-



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

пуска (оценки разрыва выпуска, полученные статистическими методами, составляют – (0,3–1) %). С другой стороны, общее количество отработанных часов в неделю на основной и дополнительной работах стабилизировалось на уровне, более низком по сравнению с уровнями, наблюдавшимися до кризиса 2008–2009 гг., что является косвенным подтверждением того, что разрыв выпуска все же находится в отрицательной области.

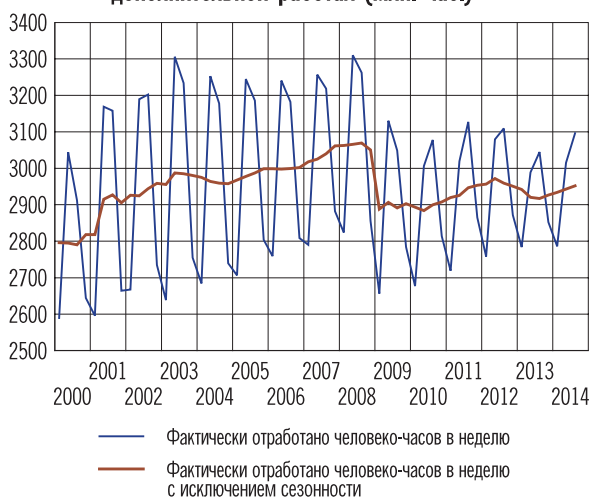
Следует отметить, что стабилизация количества отработанных человеко-часов на более низких по сравнению с докризис-



Источники: Росстат, расчеты Банка России.



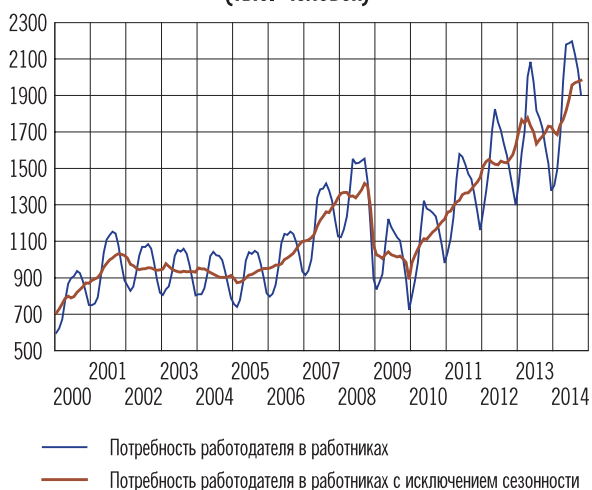
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Количество отработанных человеко-часов на основной и  
дополнительной работах (млн. час.)**

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ными уровнями происходит на фоне роста спроса на рабочую силу (по официальной статистике), а также на фоне роста общей численности занятых. Этот парадокс может объясняться ростом неформальной занятости, где рабочий день не регламентируется и трудно поддается статистическому измерению. Так, доля занятых в неформальном секторе в общей численности занятых возросла с 16,6% в среднем в 2010 г. до 20,2% в среднем за январь–сентябрь 2014 года.

Сохранение высокой загрузки рабочей силы сопровождается снижением тем-

**Количество открытых вакансий  
(тыс. человек)**

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

пов роста производительности труда, что в значительной степени уменьшает положительный эффект от роста использования трудовых ресурсов на экономический рост (темп прироста производительности труда снизился с 1,8% в 2013 г. до, оценочно, менее 1% в 2014 г.). Помимо увеличения неформальной занятости, снижение производительности труда, вероятно, в значительной степени также обусловлено высоким уровнем износа оборудования (и, соответственно, невозможностью его эффективного использования). Степень износа основных фондов в течение последних лет возрастала, увеличившись с 45% на конец 2007 г. до 47,7% на конец 2013 года.

## Бюджетная политика

В соответствии с данными Казначейства России и Минфина России, в январе–октябре 2014 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 33,7% ВВП, непроцентные расходы – 32,9% ВВП, что ниже аналогичных показателей за соответствующий период 2013 г. на 0,4 и 0,5 процентного пункта. В частности, это стало следствием снижения затрат на социальное обеспечение на 0,2 процентного пункта. Равномерность расходования бюджетных средств незначительно улучшилась по сравнению с прошлым годом (за январь–октябрь 2014 г. – 73,6% от годовой величины непроцентных расходов против 73,2% за аналогичный период 2013 г.).

В условиях роста бюджетных доходов по отношению к ВВП, вызванного увеличением нефтегазовых поступлений на фоне снижения курса рубля, профицит бюджетов бюджетной системы увеличился относительно соответствующего периода 2013 г. на 0,6 процентного пункта, до 2,7% ВВП. При этом нефтегазовый первичный дефицит снизился на 0,2 процентного пункта и составил 6,9% ВВП.

По оценкам Банка России, в 2014 г. доходы бюджетной системы Российской Федерации по отношению к ВВП сохранятся на уровне 2013 г., в то время как расходы снизятся на 1,4 процентного пункта ВВП. В результате профицит и структурный нефтегазовый первичный дефицит составят 0,1 и 9,3% ВВП, показав улучшение относительно 2013 г. на 1,4 и 1,5 процентного пункта соответственно. В 2015 г. ожидается снижение бюджетных доходов на 0,7 процентного пункта ВВП, что объясняется отрицательной динамикой нефтегазовых поступлений из-за прогнозируемого снижения цены нефти марки Urals до 80 долл. США за баррель. В то же время нефтегазовые доходы предположительно возрастут, что связано с отменой верхней предельной величины базы для начисления страховых взносов на обязательное медицинское страхование. Это будет сопровождаться повышением расходов на 0,7 процентного пункта ВВП. В результате показатели совокупного и структурного нефтегазового первичного дефицита возрастут до 1,3 и 9,7% ВВП соответственно.

В соответствии с оценками Банка России, в 2014 г. ожидается отрицательное воздействие на рост совокупного спро-

са со стороны сектора государственного управления в размере 0,3 процентного пункта. В 2015 г. повышение бюджетных расходов, в том числе инвестиционной направленности (на 0,1 процентного пункта ВВП), позволяет ожидать положительного воздействия на рост совокупного спроса порядка 0,1 процентного пункта. Дополнительное влияние на экономический рост может оказать запланированное использование части средств Фонда национального благосостояния для реализации приоритетных инвестиционных проектов (предположительно в пределах 0,2 процентного пункта в 2015 г. при околонулевом влиянии в последующие годы периода инвестирования средств).

Оценки устойчивости государственных финансов, подготовленные с использованием индикатора фискального стресса, свидетельствуют о сохранении основных рисков в группе показателей, характеризующей долгосрочные бюджетные тренды (прирост государственных расходов на выплату пенсий и возрастная структура населения). При этом в III квартале 2014 г. продолжилась негативная динамика по большинству показателей, входящих в состав индикатора, что объясняется дальнейшим ухудшением прогноза эко-

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



Источники: Казначейство России, Основные направления бюджетной политики Российской Федерации на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов, расчеты Банка России.

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



\* Прогноз Банка России.  
Источники: Казначейство России, Минфин России, Росстат, расчеты Банка России.



номической ситуации. Так, вышла в положительную область и приблизилась к пороговому значению прогнозная величина показателя процентной ставки по государственному долгу, скорректированной на рост ВВП, который определяет траекторию изменения величины государственного долга. Кроме того, повысилась доля государственного долга к погашению в текущем году в общем объеме государственной задолженности в результате соответствующих изменений как на федеральном, так и на региональном уровне. В то же время большинство показателей по-прежнему находятся далеко от своих пороговых значений, что позволяет сделать вывод о сохранении высокого уровня устойчивости государственных финансов России в краткосрочной перспективе.

В 2014 г., по оценкам Банка России, при валовом размещении государственных ценных бумаг в объеме 400 млрд. руб. пополнение средств Резервного фонда составит около 200 млрд. рублей. Данная оценка также учитывает небольшое снижение нефтегазовых поступлений и рост нефтегазовых доходов относительно величин, отраженных в законе о федеральном бюджете на 2014–2016 гг. (с учетом изменений). Объем перечисления средств в Резервный фонд может снизиться относительно указанной величины в зависимости от ситуации с привлечением источников финансирования дефицита.

## Инфляция

В августе 2014 г., после некоторого снижения в июле, инфляция вновь продолжила повышение. В ноябре она достигла 9,1% (к соответствующему месяцу предыдущего года), базовая инфляция – 8,9%. Это максимальные значения за трехлетний период.

Основными факторами ускорения роста потребительских цен являлись ослабление рубля и сокращение объемов импорта ряда продовольственных товаров.

Сдерживали инфляцию слабый спрос, жесткие ограничения на рост регулируемых цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных монополий, высокий урожай ряда сельскохозяйственных культур в стране. Однако доминирующим являлось влияние проинфляционных факторов.

В июле 2014 г. возобновилось ослабление рубля, после некоторого укрепления во II квартале. С сентября ускорилось снижение мировых цен на нефть, которое повлияло на существенное повышение темпов обесценения национальной валюты. Вклад курсовой динамики в годовые темпы роста потребительских цен в декабре оценивается в размере около 2,6 процентного пункта.

Падение мировых цен на углеводороды отразилось не только на обменном курсе. Оно сопровождалось заметным снижением темпов прироста цен производителей в добыче топливно-энергетических полезных ископаемых (с 16,6% в июле 2014 г. по отношению к соответствующему месяцу 2013 г. до 0,3% в октябре). Кроме того, в условиях действия тарифных ограничений повышение цен в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды было небольшим (его скользящие годовые темпы составили в октябре 3,9%). В целом цены производителей промышленных товаров в октябре были на 5,1% выше, чем годом ранее (в июле – на 9,0%). Низким был и рост тарифов на грузовые перевозки железнодорожным транспортом (в октябре – на 2,3% к октябрю 2013 г.). Все это ограничивало давление на цены со стороны издержек.

Заметное проинфляционное влияние в истекшем периоде 2014 г. оказывало ухудшение конъюнктуры ряда продовольственных рынков. В первой половине года ускоренное повышение цен на отдельные виды продовольствия было в значительной мере связано с последствиями шоков со стороны предложения отечествен-

ной продукции и ограничений на импорт, введенных для защиты российского рынка от недоброкачественной продукции (см. «Доклад о денежно-кредитной политике. Выпуск №2 (6). Июнь 2014 года»).

Начиная с августа 2014 г. существенное влияние на состояние внутреннего продовольственного рынка стал оказывать временный запрет на ввоз достаточно широкого круга продуктов питания. Помимо мясной и рыбной продукции, в отношении отдельных видов которой торговые ограничения были установлены в начале года, под запрет попал импорт широкой номенклатуры молочной и плодоовощной продукции. Ответные санкции отразились как на снижении объемов предложения ряда продуктов питания, так и на росте издержек производителей и продавцов.

В истекшем периоде 2014 г. наиболее заметным было ухудшение конъюнктуры рынка мясной продукции. Рост цен производителей в животноводстве ускорился с 5,5% в январе 2014 г. по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года до 17,3% в октябре. Цены производителей мяса и мясопродуктов были в январе на 2,3% ниже, чем годом ранее, а в октябре – на 25,0% выше. На потребительском рынке повышение скользящих годовых

темпов роста цен на мясопродукты было максимальным среди основных видов продуктов питания (с 0,7% в январе до 17,6% в ноябре). С конца 2013 г. высокими темпами росли цены на молоко и молочную продукцию (в ноябре 2014 г. они были на 14,3% выше, чем годом ранее).

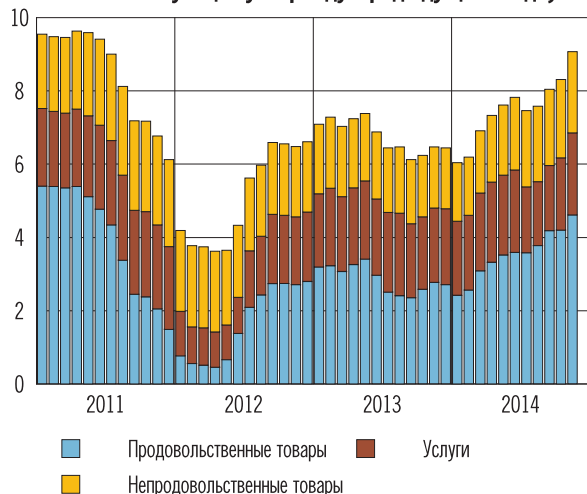
В целом, ухудшение конъюнктуры отдельных рынков продуктов питания на протяжении истекшего периода года добавит, по оценке, к скользящей годовой инфляции в декабре 2014 г. около 2,3 процентного пункта.

Напротив, высокие показатели нового урожая зерновых и других сельскохозяйственных культур стали фактором улучшения ситуации на продовольственном рынке. В растениеводстве цены производителей в октябре 2014 г. были на 0,9% ниже, чем в октябре 2013 года.

В целом, рост потребительских цен на продовольственные товары в истекшем периоде года заметно ускорился и достиг в ноябре 12,6% (к ноябрю 2013 г.).

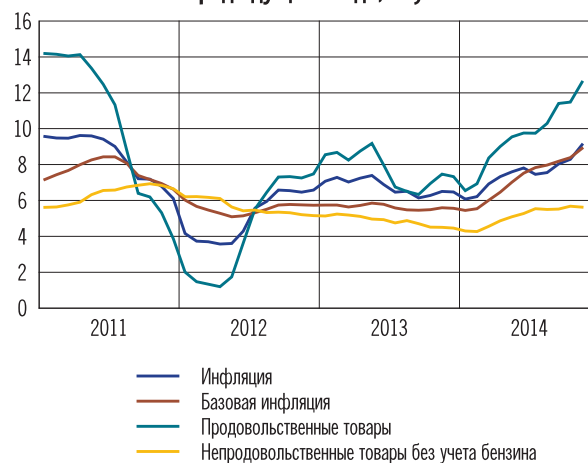
Ослабление рубля подталкивало вверх рост цен на непродовольственные товары и услуги. Кроме того, ускоренное удорожание отдельных услуг (жилищных, страховых, образовательных) было обусловлено действием специфических факторов

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.



(см. «Доклад о денежно–кредитной политике. Выпуск №3 (7). Сентябрь 2014 года»). В частности, ускоренный рост тарифов на жилищные услуги был в значительной мере связан с запуском нового механизма финансирования капитального ремонта общего имущества в многоквартирных жилых домах. В ноябре 2014 г. они были на 17,1% выше, чем в ноябре 2013 года. Повышение тарифов на коммунальные услуги было существенно меньшим, чем в 2013 г., и составило в ноябре 5,3% (к ноябрю 2013 г.).

В ближайшие месяцы можно ожидать сохранения более быстрого роста цен на продовольствие по сравнению с ценами на непродовольственные товары и услуги, который поддерживается, помимо курсовой динамики и дисбалансов спроса и предложения на отдельных рынках, также и низкой ценовой эластичностью спроса на продукты питания. При низкой эластичности спроса на продукты питания по цене ухудшение динамики реальных дохо-

дов населения и общего потребительского спроса будет сдерживать рост цен на непродовольственные компоненты потребительской корзины.

По итогам 2014 г. инфляция может составить около 10%. Влияние ослабления рубля оценивается на уровне 2,6 процентного пункта, санкций – около 1,3 процентного пункта, влияние других факторов со стороны предложения продовольственных товаров – до 1 процентного пункта (совокупный вклад вышеперечисленных факторов в годовую инфляцию составит, по оценке, около 4,9%).

В ближайшие месяцы основные проинфляционные риски будут связаны с курсовой динамикой. Возвращение стоимости рубля к уровню, задаваемому фундаментальными факторами, будет сопровождаться замедлением роста потребительских цен на фоне сдержанного спроса, в целом сбалансированной ситуации на внутреннем и мировом рынках продовольствия.

### **Влияние курсовых колебаний на динамику импорта: общие вопросы и основные направления исследований**

Исследование характеристик эффекта переноса валютного курса на динамику импорта имеет важное значение прежде всего с точки зрения проведения денежно–кредитной и курсовой политики, а также анализа возможных последствий колебаний обменного курса национальной валюты для экономики в целом. Применительно к российской экономике обозначенная проблема является весьма актуальной. Это обусловлено существенным влиянием на российскую экономику внешних шоков, связанных с сохраняющимся высоким уровнем неопределенности, введением Россией ограничений на импорт ряда продовольственных товаров в сочетании с принимаемыми шагами по реализации программы импортозамещения, а также сохраняющегося высокого вклада структурных факторов в развитие российской экономики на фоне действия торговых санкций. Оценки чувствительности объема импорта к курсовой динамике могут также дать дополнительную информацию о характеристиках организации внутренних и внешних товарных рынков.

Существует несколько эмпирических подходов, которые используются в современной исследовательской практике для оценки эффекта переноса валютного курса на изменение объемов импорта. Один из наиболее распространенных методов заключается в оценке эконометрическими методами уравнения спроса на импорт, представляющего собой коинтеграционную зависимость от показателей экономической активности, валютного курса, а также других возможных переменных, которая в общем случае имеет следующий вид:

$$import_t = \alpha_0 + \alpha_1 \times Y_t + \alpha_2 \times reer_t + \alpha_3 \times Z_t + \varepsilon_t,$$

где

*import* – объем импорта товаров и услуг в реальном выражении;

*Y* – масштабирующая переменная, характеризующая экономическую активность, изменение доходов населения и, соответственно спрос на импортные товары<sup>1</sup>;

*reer* – индекс реального эффективного курса рубля к иностранным валютам (рост показателя означает ослабление);

*Z* – другие переменные, определяющие динамику импорта, выбираемые в том числе с учетом специфики экономики страны–импортера (инвестиции в основной капитал, конечное потребление домохозяйств, потоки капитала, показатели платежного баланса стран–торговых партнеров, производительность труда и другие показатели);

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  – неизвестные оцениваемые параметры;

$\varepsilon_t$  – случайная ошибка.

Описанная выше методология имеет достаточно упрощенный характер и, как правило, используется в качестве промежуточного звена при решении более комплексных задач, таких как оценка среднесрочного равновесия валютного курса методом торговых балансов, прогнозирование основных макроэкономических показателей и отдельных компонентов платежного баланса, финансовое программирование, а также других задач. Ограниченность данного подхода обусловлена, во–первых, экзогенностью объясняющих переменных по отношению к импорту, что на практике является весьма условным допущением. Во–вторых, данный подход представляется упрощенным по той причине, что он оперирует агрегированными показателями и, как правило, не учитывает особенности структуры производства и потребления различных групп товаров как в странах–импортерах, так и в странах–экспортерах. Тем не менее, получаемые с его помощью результаты представляются полезными в первом приближении.

Исследования взаимосвязи импорта и валютного курса, выполненные для российской экономики на базе уравнений приведенной формы, показывают, что существует разница между чувствительностью импорта к колебаниям валютного курса в нормальные периоды, с одной стороны, и периоды резкой девальвации, с другой стороны. Оценки чувствительности импорта к колебаниям реального эффективного курса рубля к иностранным валютам в условиях умеренной курсовой динамики показывают, что ослабление курса рубля в реальном выражении на 1% при прочих равных условиях ведет к снижению импорта на 0,6–0,8%<sup>2</sup>. Это в целом соответствует аналогичным оценкам для других стран с развивающимися рынками.

<sup>1</sup> Традиционно в качестве соответствующей переменной используются либо показатель ВВП, либо показатели промышленного производства, оборота розничной торговли, реальных располагаемых доходов населения, если параметризация уравнения импорта проводится на месячных данных.

<sup>2</sup> Tokarick, Stephen, *A Method for Calculating Export Supply and Import Demand Elasticities*//IMF Working Papers, Vol., 2010, July 2010, pp. 1–40.  
Nadezhda Ivanova, *Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate in Russia: Trade–Balance Approach [R]*//CEFIR/NES Working Paper series, Working Paper, No 102.

Следует отметить, что в случае резкого обесценения национальной валюты указанная эластичность может существенно возрасти, однако это в значительной степени зависит от потенциальной возможности для импортозамещения иностранной продукции отечественными производителями. Кроме того, чувствительность импорта к курсовой динамике предположительно варьируется в зависимости от рассматриваемого временного горизонта взаимосвязи, и данный аспект представляет собой тему для самостоятельного исследования.

### **Факторы динамики цен на мясо и мясопродукты**

Запрет на импорт свинины из Европы (действующий с февраля 2014 г.<sup>1</sup>) и введенные в августе внешнеторговые ограничения<sup>2</sup> отрицательно сказались на импорте мяса и мясопродуктов. В частности, ввоз свинины и субпродуктов снизился за февраль–сентябрь 2014 г. более чем на 40% по отношению к сопоставимому периоду 2013 года. После введенного в августе запрета, импорт птицы в сентябре снизился более чем в два раза по сравнению с сентябрем 2013 года. Однако импортозамещение на российском рынке мяса началось задолго до введенных ограничений. Ускорившееся развитие отрасли с 2006 г. привело к снижению доли импортной продукции с 35 до 21% в 2013 году.

В первой половине 2014 г. сокращение ввоза привело к увеличению спроса на отечественную свинину и ее субститут – птицу; с августа – на широкий круг мясной продукции. Однако темпы расширения производства в животноводстве технологически ограничены (для увеличения производства нужны инвестиции и время, необходимое на выращивание животных). Кроме того, на динамике производства в 2014 г. сказывались последствия неурожая 2012 г., которые привели к удорожанию кормов, росту затрат, сбросу поголовья, снижению показателей продуктивности и в целом выпуска, ухудшению финансовых показателей деятельности. В целом в 2014 г. сохранилась тенденция к увеличению объемов выпуска в животноводстве и перерабатывающих производствах, однако его темпы снизились.

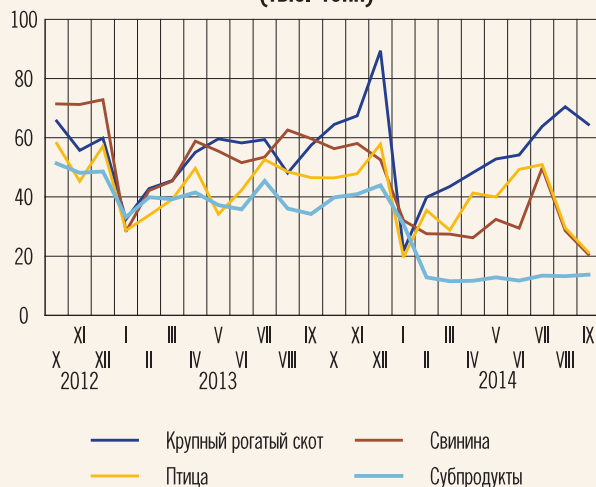
Так, прирост производства скота и птицы на убой в хозяйствах всех категорий (в живом весе) в январе–сентябре 2014 г. по отношению к сопоставимому периоду 2013 г. составил 4,1%, что на 2,2 п.п. ниже, чем за девять месяцев 2013 г., мяса и мясопродуктов – 7,0% (на 1,3 п.п. ниже). В частности, заметно замедлился прирост производства свинины, который составил 11,8% против 31,5% за девять месяцев 2013 года. Следует, тем не менее, отметить повышение темпов роста производства мяса и пищевых субпродуктов домашней птицы (на 7,4% против 4,3% в январе–сентябре 2013 г.), жиров крупного рогатого скота, овец, коз и свиней (на 55,3% против 15,4%), увеличение объемов выпуска колбасных изделий (против их снижения в январе–сентябре 2013 г.).

Дисбаланс между спросом и предложением подталкивал цены вверх. Кроме того, их росту способствовала достаточно высокая концентрация производства на российском рынке свинины и птицы. В 2013 г. доля на рынке крупнейшего производителя свинины составила 13,7%, суммарная доля трех крупнейших компаний – 25,5%. Похожая ситуация и на рынке мяса птицы: на лидера по его производству приходилось 15% рынка, на тройку крупнейших производителей – 31%. Мясо крупного рогатого скота в России занимает наименьшую долю мясного рынка (в январе–сентябре 2014 г. – 10,8% в общем объеме производства скота и птицы на убой), причем практически весь объем производства формируется из выбракованных животных в производстве молока. Специализированное мясное скотоводство находится на раннем этапе раз-

<sup>1</sup> Письма Федеральной службы по ветеринарному и фитосанитарному надзору: от 29 января 2014 г. N ФС–СА–7/1275, от 30 января 2014 г. N ФС–ЕН–7/1310, от 5 февраля 2014 г. N ФС–ЕН–8/1644

<sup>2</sup> Постановление Правительства Российской Федерации от 7.08.14 № 778 «О мерах по реализации Указа Президента Российской Федерации от 6 августа 2014 г. № 560 «О применении отдельных специальных экономических мер в целях обеспечения безопасности Российской Федерации».

**Импорт мяса и субпродуктов в Россию (тыс. тонн)**



Источники: Федеральная таможенная служба, расчеты Банка России.

вития: на долю таких хозяйств приходится не более 5% всего производства. Как следствие, рынок говядины является более конкурентным: на тройку лидеров отрасли приходится около 7% общего выпуска.

В этих условиях в 2014 г. отмечалось ускорение роста цен производителей в животноводстве и в переработке мяса. Рост цен производителей сопровождался повышением рентабельности проданных товаров в животноводстве.

На потребительском рынке рост цен на мясопродукты был наибольшим среди основных позиций продовольственных товаров (в ноябре 2014 г. – на 17,6% к ноябрю 2013 г.), в том числе более чем на 20% подорожали мясные субпродукты, свинина, мясо птицы. Рост цен на говядину был сравнительно небольшим – 8,0%. При этом нельзя сказать, что рост цен существенно зависит от изменения курса рубля. Колебания стоимости рубля в 2011–2013 г. не отражались на ценовой динамике, а значит, и резкий рост цен на мясо и птицу, произошедший в марте–октябре 2014 г., вызван в первую очередь не курсовыми колебаниями, а дисбалансом спроса и предложения на рынке.

Сохранение этого дисбаланса будет в ближайшие месяцы поддерживать высокие темпы роста цен на мясопродукты. Рост рентабельности, меры государственной поддержки будут способствовать расширению производства, насыщению рынка и замедлению роста цен в среднесрочной перспективе.

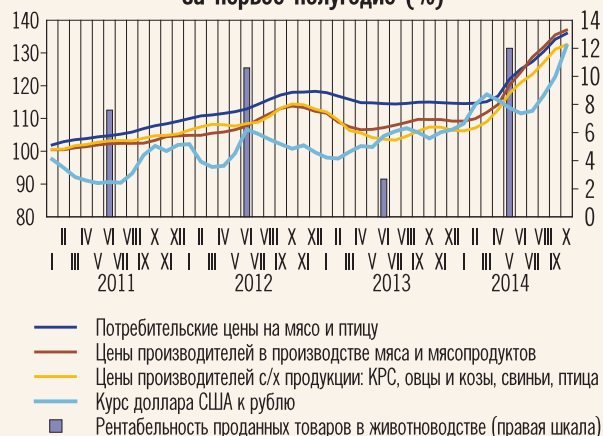
Использованы материалы Росстата, Минэкономразвития России, Федеральной таможенной службы.

**Производство скота и птицы на убой в России (декабрь 2011 = 100%)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Цены на мясо и птицу, курс доллара США (декабрь 2010 г. = 100%) и рентабельность проданных товаров в животноводстве за первое полугодие (%)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## Факторы динамики цен на молоко и молочную продукцию

Развитие молочного производства в нашей стране определяется выпуском молока–сырья в молочном животноводстве (средняя доля в 2011–2013 гг. отечественного сырья в переработке молока в России в пересчете на молоко составила 95,7%<sup>1</sup>). В 2013 – начале 2014 г. производство молока, как и мясная отрасль, испытывало на себе последствия неурожая 2012 года. Вместе с тем повышение цен производителями создало условия для улучшения ситуации с середины 2013 года. Ослабление рубля, а также введенные в августе ограничения на импорт продуктов переработки молока формировали стимулы для импортозамещения. Расширение предложения молока–сырья сдерживалось низкой эффективностью производства значительной части хозяйств (только порядка 3% сельхозорганизаций сопоставимы по показателю годового надоя со средними показателями стран – ведущих производителей молока–сырья<sup>2</sup>), а также высокой инвестиционной емкостью производства.

По данным Росстата, по итогам января–сентября 2014 г. снижение производства молока в хозяйствах всех категорий замедлилось до 0,6% по отношению к сопоставимому показателю предыдущего года (за девять месяцев 2013 г. оно составило 4,4%). Производство молочных продуктов за этот период выросло на 3,2% (в январе–сентябре 2013 г. – сократилось на 0,2%). Нарастанию выпуска молочной продукции способствовало наличие свободных мощностей на предприятиях по переработке молока<sup>3</sup>, а также благоприятные погодные условия.

Важным фактором расширения производства стало импортозамещение: выраженное ускорение выпуска можно наблюдать среди видов продукции, доля импорта на рынках которых максимальна среди молочных продуктов (йогурты, сливочное масло, сыры).

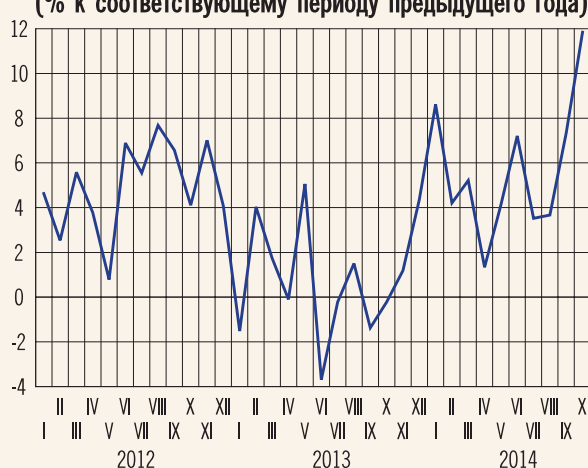
Преодоление последствий шоков со стороны предложения и расширение объемов выпуска сопровождалось замедлением роста цен производителей и потребительских цен на молоко и молочную продукцию. В апреле 2014 г. скользящие годовые темпы прироста цен производителей на сырое молоко крупного рогатого скота достигли 32,9% (максимальное значение за период с января 2011 г.), цен производителей молочной продукции – 23,1% (максимум с но–

Ресурсная база производства и динамика выпуска  
(прирост в % к соответствующему месяцу  
предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Прирост выпуска молочной продукции с высокой  
долей импорта на российском рынке  
(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, ФТС, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Источник: расчеты Банка России по данным Росстата и ФТС.

<sup>2</sup> По данным Инвестиционного центра ФАО.

<sup>3</sup> По оценкам «Союзмолоко», их загрузка составляет 55% (источник: [www.souzmoloko.ru](http://www.souzmoloko.ru))



ября 2010 г.), после чего началось их снижение (до 13,0 и 14,7% в октябре 2014 г. соответственно).

Динамика потребительских цен в значительной степени повторяет динамику цен на молоко-сырье и цены производителей. Это связано с тем, что затраты на молочное сырье занимают существенную часть цены молочной продукции (в молоке – около 50%, в сыре – 70–80%<sup>4</sup>), а их перенос в цены конечной продукции возможен, поскольку рынок переработки молока является высококонцентрированным: на трех крупнейших переработчиков приходится более половины всей производимой в стране молочной продукции.

Пик прироста потребительских цен на сыр пришелся на апрель (22,9%), на молоко и молочную продукцию – на июнь 2014 г. (20,1%), после чего соответствующие темпы снизились (до 16,2 и 14,3% в ноябре). Вклад удорожания этих продуктов в инфляцию, достигнув в мае–июне 0,8 п.п., в ноябре снизился до 0,6 п.п. (на 0,1 п.п. больше, чем в декабре 2013 г.).

В ближайшие месяцы существенное замедление роста цен на молоко и продукцию его переработки не ожидается. Это связано с ограниченными возможностями наращивания объемов выпуска молока-сырья, наблюдаемым ростом рублевых цен на корма (прежде всего – фуражное зерно), удорожанием импорта продуктивного поголовья и сырья (сухого молока и сыворотки), а также готовой продукции.

<sup>4</sup> Расчет Банка России по данным Росстата.

Прирост цен на сырье и конечную продукцию (% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

### Эффект переноса валютного курса на инфляцию и его особенности в условиях таргетирования инфляции

Наличие информации о характере и размере эффекта переноса валютного курса в цены имеет первостепенное значение в практике центрального банка. Взаимосвязь курсовой динамики и инфляции является одним из ключевых звеньев трансмиссионного механизма в экономике и напрямую связана с задачей прогнозирования инфляции на горизонте влияния проводимой центральным банком денежно-кредитной политики. В общем случае понятие «эффекта переноса» валютного курса на инфляцию может быть определено как процентное изменение уровня цен внутри страны (или в более узком смысле – импортных цен) в результате изменения на 1% курса национальной валюты по отношению к валютам стран – торговых партнеров.

Как правило, вычисление эффекта переноса курсовой динамики на инфляцию производится с помощью широкого спектра методов, включающих в себя как структурные макроэкономические модели, так и более упрощенные эмпирические подходы. На практике соответствующая оценка может быть получена одновременно на краткосрочном и долгосрочном временных горизонтах. Однако в случае с развивающимися экономиками оценки долгосрочного эффекта переноса сопряжены со сравнительно большей неопределенностью по причине относительно невысокой стабильности динамики макроэкономических показателей.

В отдельных теоретических исследованиях утверждается, что существует ряд объективных структурных факторов ценообразования, в силу которых оценка влияния курсовой динамики для развивающихся экономик в целом затруднена. Это прежде всего связывается с



функционированием рынков товаров и услуг в условиях несовершенной конкуренции, что позволяет производителям корректировать наценки на продукцию в гораздо большей степени, чем это предполагает изменение затрат вследствие колебаний курсовой динамики (понятие «ценообразование к рынку», от англ. “pricing to market”). Вызванная указанными обстоятельствами низкая чувствительность цен и заработных плат к изменению спроса и предложения в совокупности с рядом дополнительных факторов (например, высокими трансакционными издержками, торговыми барьерами) зачастую предполагают неустойчивость оценок как количественного влияния валютного курса на инфляцию, так и его продолжительности. Наряду с этим, при анализе эффекта переноса следует учитывать такие возможные обстоятельства, как различные по магнитуде изменения цен в результате ослабления и укрепления курса национальной валюты («асимметрия» эффекта переноса), а также наличие структурных разрывов в статистических данных, связанных в том числе со сменой режима денежно-кредитной политики.

С точки зрения реализуемой в стране денежно-кредитной политики многими современными экономистами поддерживается утверждение о том, что переход к плавающему валютному курсу и режиму таргетирования инфляции способствует уменьшению «эффекта переноса». В частности, наблюдения для ряда развивающихся экономик, которые традиционно чувствительны к внешним шокам, указывают на сравнительно более сильную взаимосвязь инфляции и валютного курса в указанных странах. Однако, как утверждается в хрестоматийной работе Taylor (2000)<sup>1</sup>, по мере перехода во второй половине 1990-х гг. отдельных развивающихся государств к режиму плавающего курса и таргетированию инфляции, эффект переноса постепенно стал демонстрировать снижение, несмотря на высокую зависимость большинства стран от колебаний внешнеэкономических условий.

Снижение эффекта переноса в результате введения таргетирования инфляции принято объяснять особенностями данного режима, предполагающего прежде всего определение ценовой стабильности в качестве основной цели денежно-кредитной политики, снижение и поддержание инфляции на низком, соответствующем текущим особенностям развития экономики уровне, независимость и транспарентность денежно-кредитной политики центрального банка, контроль над инфляционными ожиданиями и создание благоприятной институциональной среды для функционирования экономических агентов. Низкая инфляция при реализации политики, направленной на ценовую стабильность, способствует снижению уровня неопределенности в экономике даже при временно высоких колебаниях валютного курса и, как следствие, эффекта переноса курсовой динамики на инфляцию.

Результаты ряда эмпирических работ по оценке эффекта переноса на межстрановых статистических данных до и после введения режима таргетирования инфляции в большинстве своем указывают на снижение эффекта переноса по мере повышения гибкости курсообразования. В этом отношении достаточно комплексными представляются исследования, приведенные в работах Beirne, Bijsterbosch (2009)<sup>2</sup> и Mihaljek, Klau (2006)<sup>3</sup>. Эмпирические расчеты авторов на панельных данных по 15 развивающимся экономикам указали на общее снижение эффекта переноса валютного курса на инфляцию для большинства стран, перешедших к таргетированию инфляции.

Следует отметить, что к интерпретации результатов упомянутых межстрановых исследований следует относиться с максимальной осторожностью, поскольку подобные методы зачастую исходят из ряда условных допущений. Последнее связано с упрощенной спецификацией оцениваемых в большинстве случаев на панельных данных моделей, различной волатильно-

<sup>1</sup> Taylor, J.B. (2000). *Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms*//*European Economic Review*, 44, 1389–1408.

<sup>2</sup> Beirne, John & Bijsterbosch, Martin (2009). *Exchange Rate Pass-through in Central and Eastern European Member States*// *Working Paper Series 1120*, European Central Bank.

<sup>3</sup> Mihaljek, D. and Klau, M. (2006). *A note on the pass-through from exchange rate and foreign price changes to inflation in selected emerging market economies*//*BIS Papers*, No 8, November.

стью макроэкономических показателей и структурой экономики отдельных стран, предположением об экзогенности валютного курса по отношению к ценам, а также особенностями проводимой центральным банком денежно-кредитной политики и уровнем доверия к ней со стороны экономических агентов. Тем не менее, публикуемые результаты эмпирических исследований являются полезными в плане получения базового представления об эволюции эффекта переноса в условиях изменения режима денежно-кредитной политики.

Согласно ряду приведенных Банком России оценок, существует подтверждение уменьшения чувствительности динамики цен к курсовым колебаниям в российской экономике за последние годы, в течение которых центральным банком проводилась реализация мер по повышению гибкости курсообразования и переходу к режиму таргетирования инфляции. Наши расчеты показывают, что за последнее время эффект переноса номинального эффективного курса рубля на инфляцию снизился с 0,2–0,3 в 2009–2010 гг. до 0,13–0,15 по состоянию на конец 2014 года<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Подробнее также см. Доклад о денежно-кредитной политике, № 3 (7), сентябрь 2014.

## Инфляционные ожидания

### Население

В ноябре 2014 г. по оценкам Банка России, инфляционные ожидания населения продолжились повышаться. По данным ООО «инФОМ», прямые оценки наблюдаемой годовой инфляции и инфляционные ожидания на год вперед снизились, однако их уровень остался высоким. Ожидания относительно роста цен в следующем месяце вновь ухудшились. Число респондентов, которые ощущают негативное влияние введенных ограничений на ввоз отдельных продуктов питания, по сравнению с октябрём практически не изменилось. Среди факторов, оказывающих наибольшее влияние на рост цен, населением указываются ослабление рубля и приближение новогодних каникул.

Согласно оценкам Банка России<sup>2</sup>, в ноябре 2014 г. инфляционные ожидания продолжили расти. В то время как в октябре по сравнению с сентябрем, по нашим оценкам, инфляционные ожидания почти не изменились, в ноябре они выросли более чем на 1 процентный пункт. Оценка инфляции на год вперед с использованием нормального распределения составляет 10,9%,

<sup>2</sup> На основе данных опросов ООО «инФОМ»

равномерного – 10,4% (против 9,8% и 9,4% в октябре). Оценка при помощи нецентрированного распределения Стюдента резко повысилась с 12,6% в октябре до 16,4% в ноябре, превысив интервальную оценку (14,9%).

Согласно результатам опроса населения, проведенного ООО «инФОМ», в ноябре 2014 г. медианные значения ожидаемой населением инфляции на год вперед снизились, однако остались на высоком уровне. Оценки наблюдаемой за год инфляции также уменьшились, что не согласуется с фактической динамикой потребительских цен.

Вместе с тем результаты качественного анализа указывают на ухудшение восприятия населением инфляции, сложившейся за последние 12 месяцев, и ожиданий роста цен в будущем. Так, продолжилось повышение доли респондентов, которые наблюдали увеличение роста цен (до 41%). После снижения в сентябре–октябре, в ноябре текущего года вновь увеличилась доля ответивших, что рост цен в ближайший год может ускориться. При этом доля тех, кто ожидает замедления инфляции, не изменилась.

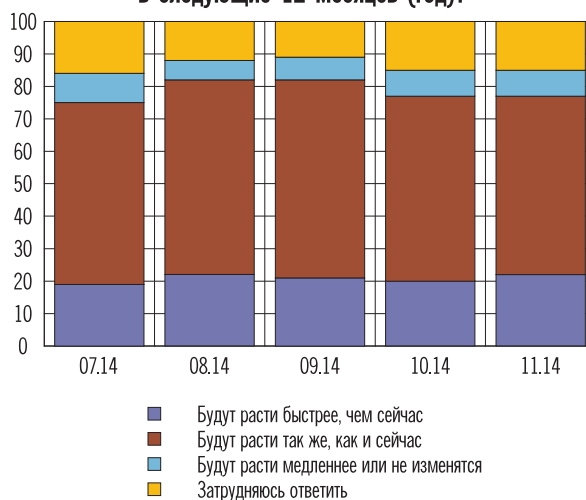
На месячном горизонте доля респондентов, ожидающих рост цен, возросла (до 78%), в основном за счет тех, кто счи-

### Квантифицированные инфляционные ожидания (%)



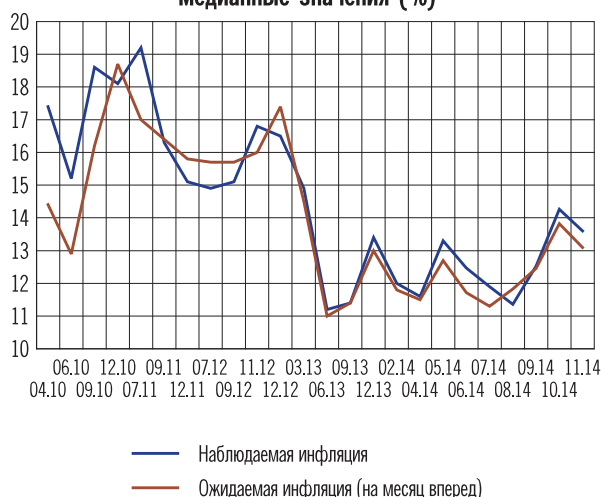
Источники: данные опроса ФОМ, расчеты Банка России.

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



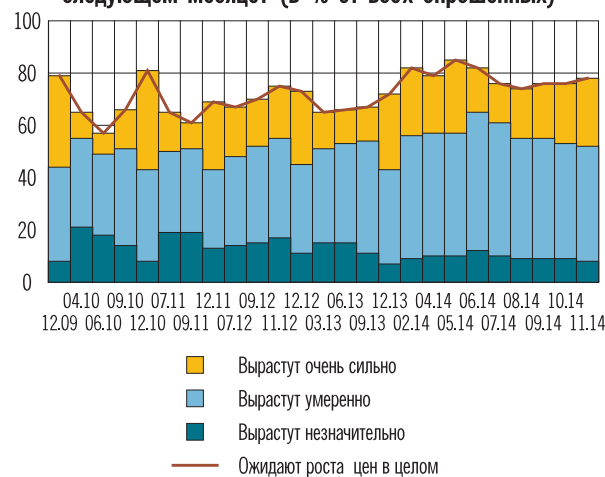
Источник: данные опроса ФОМ.

### Прямые оценки инфляции: медианные значения (%)



Источник: данные опроса ФОМ.

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



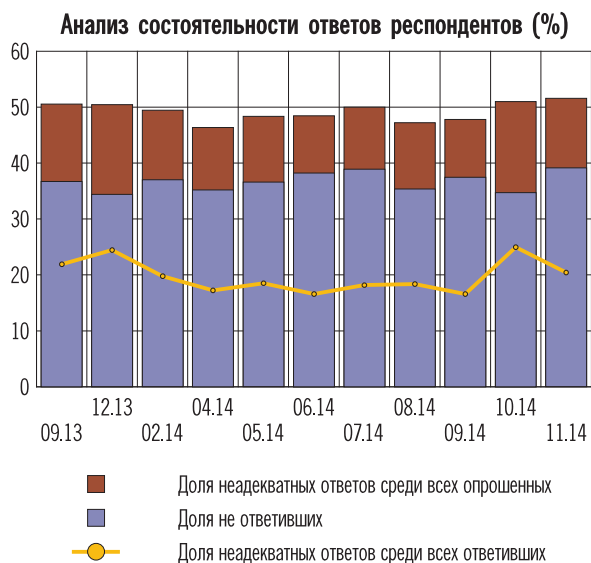
Источник: данные опроса ФОМ.

тает, что цены вырастут «очень сильно» (их доля увеличилась на 3 процентных пункта, до 26%). При этом удельный вес опрошенных, наблюдающих рост цен в течение месяца, не изменился и остался самым высоким (94%) за всю историю наблюдений.

В ответах на открытый вопрос о возможных причинах роста цен доминируют суждения об инерционности инфляции, ослаблении рубля и приближении новогодних каникул.

В ноябре заметно снизилась обеспокоенность населения ростом цен на товары, попавшие под санкции (мясо и птица,

сыр, колбасы, фрукты и овощи, рыба и морепродукты). Это также нашло отражение в ответах респондентов на вопрос о влиянии на их жизнь введенных ограничений на импорт. Доля респондентов, указывающих, что «существенно ощущают» это влияние сейчас и это коснется их в будущем, сократилась по сравнению с результатами октябрьского опроса. Кроме того, масштаб влияния санкций на цены на продукты питания за месяц практически не изменился. В ноябре 67% опрошенных считают, что после запрета цены выросли «очень сильно или умеренно», и 60%, – что такой рост



Источники: данные опроса ФОМ, расчеты Банка России.

продолжится. Схожие результаты получены в результате аналогичного опроса Левада-центра.

Вместе с тем значительно возросла доля респондентов, отмечающих ускорение роста цен на крупы, макаронные изделия, яйца, сахар и соль, что отражает фактическую повышенную динамику цен на эти товары в ноябре текущего года.

В ноябре, как и в предыдущем месяце, среди товаров, на которых приходится экономить в условиях снижения покупательной способности доходов, респонденты отмечали мясо и птицу, сыр, колбасу, а также одежду и обувь.

О значительном усилении экономии семейного бюджета за последние два года свидетельствуют результаты опроса Исследовательского холдинга Ромир. По мнению участников опроса, самым популярным способом борьбы с ростом цен стало перераспределение бюджета в пользу продуктов и самых необходимых непродовольственных товаров (в ноябре 2014 г. так ответили 32% опрошенных против 20% в 2012 г.). Удельный вес респондентов, которые ответили, что вынуждены отказаться от некоторых видов продовольственных товаров, за два года вырос вдвое (до 19%).

## Предприятия

Опросы предприятий в различных сегментах экономической деятельности в целом указывали на умеренный рост ожиданий повышения цен на выпускаемую и покупаемую продукцию. Предприятия в отдельных видах промышленного производства опасались роста удельных издержек вследствие ускоренного повышения темпов роста цен на приобретаемую продукцию по сравнению с выпускаемой.

Согласно опросам РЭБ, в сентябре 2014 г. руководители предприятий чаще оценивали цены на выпускаемую продукцию на ближайшие три месяца как стабильные. Наблюдаемое повышение цен к концу года соответствует сезонной динамике. При этом большинство предприятий отмечали более заметные темпы удорожания приобретаемых товаров по сравнению с динамикой цен на выпускаемую продукцию. (Рост цен на приобретаемую продукцию отмечали 64% респондентов, а на выпускаемую – 15%.) Более всего неблагоприятного сдвига ценовых пропорций опасались представители химической и пищевой промышленности, металлургии.

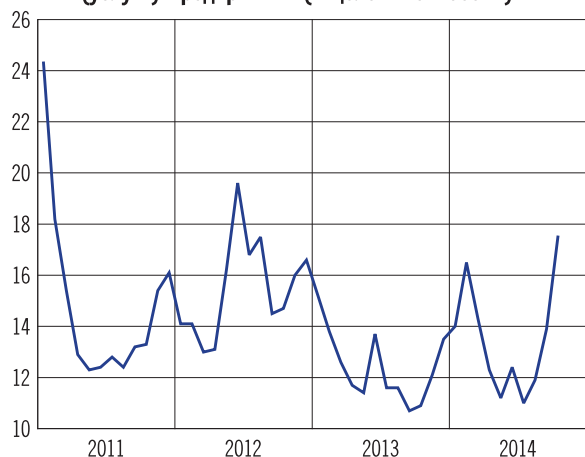
По результатам опросов, проводимых Банком России в октябре, среди респондентов вновь усилилось преобладание

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



Источник: данные опроса РЭБ.

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



Источник: Банк России.

ожиданий увеличения цен. Наибольший рост доли предприятий, предполагающих в ближайшие три месяца увеличить цены на готовую продукцию (услуги), отмечался среди предприятий, производящих электро- и оптическое оборудование, текстильную, швейную, химическую и металлургическую продукцию.

**Профессиональные аналитики**

Прогнозы профессиональных аналитиков относительно инфляции на конец 2014 г. в ноябре продолжили повышаться в условиях значительного ослабления рубля и наблюдаемого ускорения роста цен

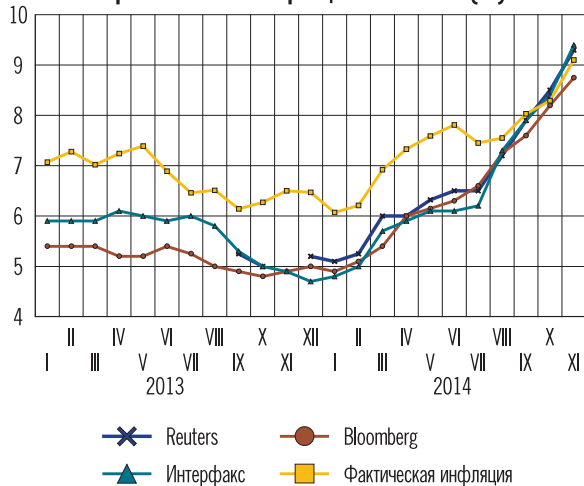
на отдельные категории товаров. Инфляционные ожидания экспертов на 2015 г. также заметно возросли.

В ноябре текущего года профессиональные аналитики продолжили пересматривать свои прогнозы на 2014 г. в сторону повышения. На пересмотр оценок в основном влияние оказало ускорившееся ослабление рубля (подпитываемое геополитической нестабильностью и снижением цен на нефть).

Значения ноябрьских консенсус-прогнозов инфляции в 2014 г. находятся в диапазоне 8,8–9,4%, что заметно выше октябрьских оценок. Медианное значение ожидаемой инфляции в конце 2014 г., рассчитанное с учетом точности прогнозов участников опроса Bloomberg, составило 8,4%. Более низкое его значение по сравнению с консенсус-прогнозами может указывать на то, что эксперты учитывают влияние факторов, ограничивающих рост цен: вялый спрос, хороший урожай, в целом благоприятную конъюнктуру мировых аграрных рынков, сдерживающее влияние на рост затрат со стороны снижающихся цен на нефть.

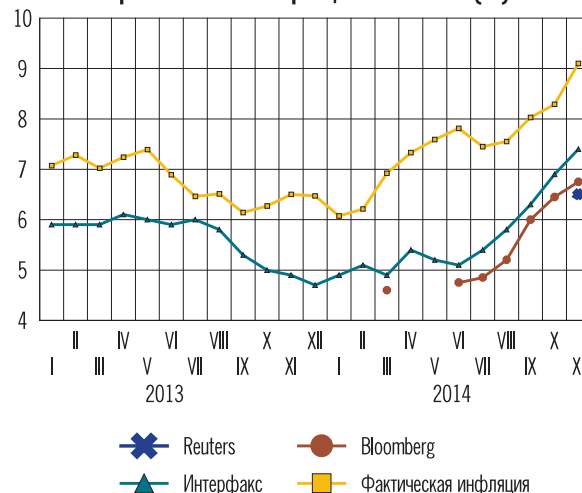
Краткосрочные инфляционные ожидания, рассчитанные по данным финансового рынка, также указывали на ускорение ро-

**Консенсус-прогнозы профессиональных аналитиков потребительской инфляции в 2014 г. (%)**



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters.

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



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters.

ста инфляционных ожиданий на один квартал вперед в III квартале 2014 года.

Эксперты продолжили пересматривать вверх прогнозы инфляции и на 2015 год. По оценкам, прогнозные значения этого показателя находятся на уровне около 7% (месяцем раньше они находились на уровне 6%).

По данным опросов профессиональных экспертов, проводимых Институтом «Центр развития» относительно перспектив ценовой динамики до 2020 г., ускорение инфляции является временным: после повышения до 8,6% в текущем году и 7,3% в будущем ожидается ее возврат на траекторию постепенного замедления.

**Инфляционные ожидания**  
(оценка по данным финансовых рынков, %)



Источник: расчеты Банка России.



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

### II.1. Перспективы развития экономической ситуации в 2015–2017 годах

В «Основных направлениях единой государственной денежно–кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» Банк России рассмотрел пять сценариев экономического развития, различающихся предпосылками о динамике цен на нефть и длительности действия санкций. Текущие тенденции на мировых рынках энергоносителей свидетельствуют о том, что развитие российской экономики происходит по сценарию, близкому к IIIb. В то же время ряд тенденций, наблюдавшихся в мировой экономике, а также на внутреннем валютном рынке в течение последних месяцев, обуславливают необходимость пересмотра некоторых значимых предпосылок данного сценария.

Внешнеэкономические условия в ближайшие годы будут оказывать сдерживающее влияние на экономику России. По сравнению с оценкой кварталом ранее прогноз внешнеэкономической конъюнктуры стал более неблагоприятным.

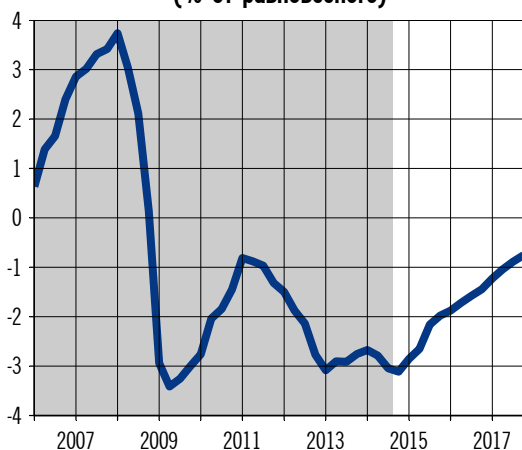
В октябре–ноябре цены на нефть, уголь и металлы продолжали снижаться, что обусловило необходимость корректировки вниз прогноза цен на нефть и условий торговли в целом на IV квартал 2014 г. и на 2015 г. (даже по сравнению со сценарием IIIb). В настоящее время в базовом сценарии Банк России ожидает, что среднегодовой уровень цен на нефть в 2015–2017 гг. составит около 80 долл. США за баррель. Цена на нефть «Юралс» в ближайшие кварталы может несколько повыситься по мере восстановления ми-

ровой экономики и спроса на нефть, чему в том числе должны способствовать стимулирующие меры центральных банков (еврозоны, Японии и Китая). Поддержку ценам на нефть может оказать и сокращение добычи странами ОПЕК, которое по–прежнему нельзя исключать, несмотря на решение ОПЕК 27 ноября о неизменности квот (для многих стран текущий уровень цен некомфортен), а также замораживание проектов добычи нефти альтернативными способами, нерентабельных при текущих ценах.

Снижение по сравнению с предыдущими годами цен на нефть и другие сырьевые товары приведет к ухудшению условий торговли и падению доходов от экспорта. Некоторое оживление роста мировой экономики (и спроса на российский экспорт) будет недостаточным для того, чтобы компенсировать данный эффект.

Переход в среднесрочной перспективе все большего числа центральных банков развитых стран к нормализации денежно–кредитной политики приведет к постепенному повышению процентных ставок на внешних рынках и росту стоимости заимствований для всех развивающихся стран. Кроме того, на протяжении всего рассматриваемого периода будут заметны последствия от введенных против российских компаний санкций. Выражаться они будут прежде всего в затрудненном доступе к заимствованиям на финансовых рынках развитых стран, остановке ряда инвестиционных проектов, зависящих от зарубежных технологий.

Наиболее выраженным сдерживающее влияние внешнеэкономических условий

Зарубежный разрыв выпуска  
(% от равновесного)

Примечание: для оценок использован разрыв выпуска в зоне евро (оценки Еврокомиссии и МВФ), скорректированный с учетом ожидаемой динамики выпуска в основных странах-торговых партнерах России.  
Источники: Еврокомиссия, МВФ, расчеты Банка России.

будет в 2015 г., в дальнейшем ожидается постепенное улучшение ситуации по мере усиления начавшейся в последние месяцы диверсификации источников привлечения финансовых средств, появления новых поставщиков и логистических цепочек. Тем не менее, по сравнению с 2012–2014 гг. внешнеэкономическая конъюнктура будет менее благоприятной на протяжении всего прогнозного периода.

Таким образом, внешнеэкономические условия будут оставаться фактором, сдерживающим рост российской экономики. Изменение механизма курсообразования, напротив, создает предпосылки для более быстрой адаптации российской экономики к изменениям внешних условий. Кроме того, бюджетная политика, действующая в рамках бюджетных правил, будет вносить умеренный положительный вклад в динамику совокупного спроса, частично компенсируя сдерживающее влияние внешних условий на экономику и сохраняя, таким образом, контрциклический характер.

Ожидается, что в указанных условиях снижение темпов роста российской экономики будет умеренным. По оценкам Банка России, темпы роста ВВП в 2015 г. будут близки к нулю, так как снижение сред-

Условия торговли

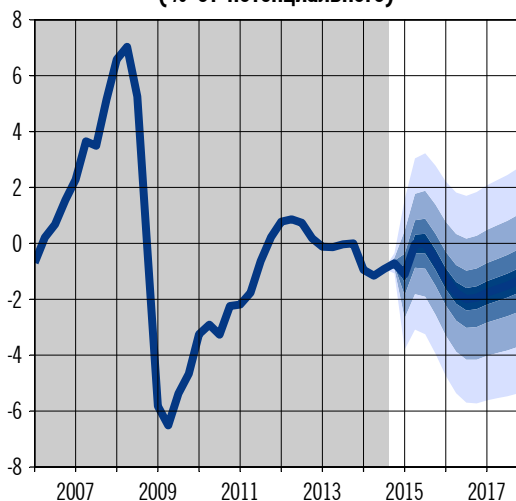


Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть сорта «Юралс» (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежной инфляции).  
Источник: расчеты Банка России.

негодовой цены на нефть (по сравнению с 2014 г.) будет компенсироваться динамикой курса рубля (в том числе, уже произошедшим в конце 2014 г. ослаблением рубля). В дальнейшем, по мере того как стимулирующий эффект курсовой динамики будет исчерпан, при сохранении на постоянном уровне среднегодовой цены на нефть замедление роста российской экономики будет более существенным: ВВП может снизиться на 0,6–0,8% в 2016 году. В 2017 г., по мере развития процессов импортозамещения, а также увеличения производства продукции нефтегазового сектора экспортного назначения ожидается восстановление темпов роста российской экономики до 1,0–1,2%.

Снижение темпов роста доходов экономических агентов наряду с замедлением роста потребительского кредитования и восстановлением склонности к сбережению обусловят охлаждение потребительского спроса. По прогнозу, расходы на конечное потребление населения снизятся на 0,2–0,4% в 2015 г. и на 0,8–1,0% в 2016 году. В 2017 г. по мере восстановления экономической активности вероятно повышение темпов роста доходов домашних хозяйств. Восстановлению покупательной

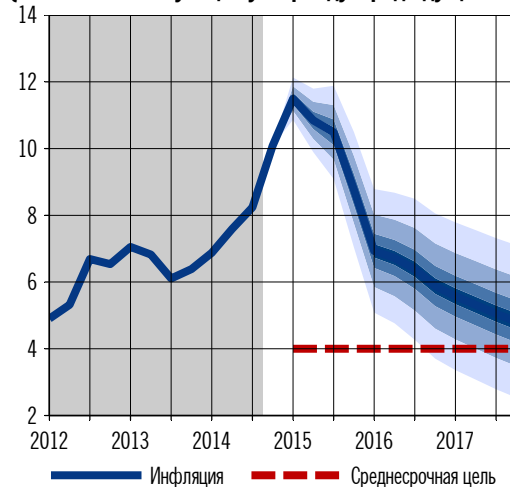
**Разрыв выпуска  
(% от потенциального)**



Источник: расчеты Банка России.

**Инфляция**

(% к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

способности доходов также будет способствовать замедление инфляции. Рост расходов домашних хозяйств в 2017 г. прогнозируется на уровне 0,9–1,0%.

Инвестиционная активность, как ожидается, останется слабой на фоне более низких, чем в 2014 г., цен на нефть и затрудненного доступа к внешнему финансированию. Несмотря на поддержку со стороны бюджета (планируемые меры по финансированию инфраструктурных проектов за счет средств Фонда национального благосостояния, увеличение инвестиционной направленности расходов федерального бюджета в 2015 г.), а также начало реализации крупного инвестиционного проекта в рамках долгосрочного сотрудничества с Китаем по расширению газового экспорта, ожидается продолжение сокращения инвестиций в основной капитал в 2015–2016 годах. Темпы снижения валового накопления основного капитала прогнозируются на уровне 5,0–5,5% в 2015–2016 годах. В 2017 г. прогнозируется рост инвестиций в основной капитал на 1,5–2%.

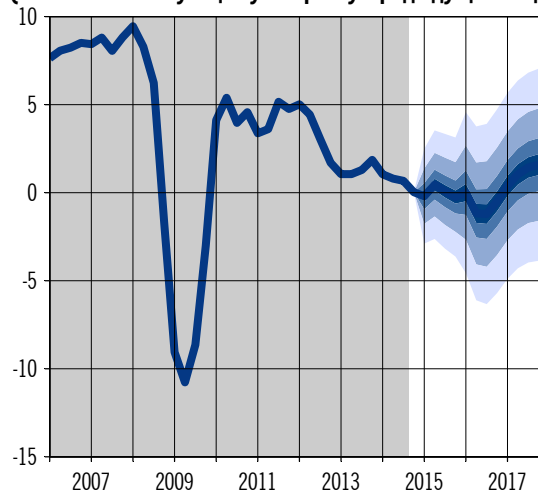
По оценкам, в 2015–2016 гг. чистый экспорт будет вносить существенный положительный вклад в темпы экономического

роста вследствие значительного замедления темпов роста импорта в условиях слабого внутреннего спроса.

Сохранение цен на нефть на более низком по сравнению с наблюдавшимся в 2012– первой половине 2014 гг. уровне в течение ближайших лет создает предпосылки для структурного замедления роста российской экономики. В условиях снижения темпов роста потенциального ВВП отрицательный разрыв выпуска не превысит 2% в 2015–2016 гг., при этом с 2017 г. разрыв выпуска начнет постепенно закрываться.

В результате того, что в 2015–2016 гг. замедление экономического роста будет происходить под воздействием не только циклических, но и структурных факторов, существенного понижательного давления на инфляцию со стороны спроса не ожидается. Инфляция сохранится на повышенном уровне в первой половине 2015 г. под воздействием уже произошедшего в IV квартале 2014 г. ослабления рубля, а также сохранения эффекта от введенных в августе 2014 г. ограничений на импорт (который, как ожидается, будет ослабевать). По оценкам, в I квартале 2015 г. инфляция может достичь 11,5% и в дальнейшем

**Темпы роста ВВП**  
(% к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

начнет снижаться. При этом скорость снижения инфляции будет во многом определяться тем, сохранятся ли в столь резко изменившихся условиях ранее характерные для инфляционных процессов инерционность и адаптивный характер формирования инфляционных ожиданий. При сохранении ограничений на импорт инфляция, согласно прогнозу, приблизится к целевому уровню в 4% только к концу 2017 года.

Указанные условия создают предпосылки для проведения жесткой денежно-кредитной политики в 2015 году. В 2016–2017 гг. по мере исчерпания действия проинфляционных факторов прогнозируется снижение инфляции и инфляционных ожиданий, что позволит перейти к смягчению денежно-кредитной политики.

При реализации базового варианта прогноза в 2015–2016 гг. можно ожидать умеренного ослабления спроса нефинансового сектора на заемные ресурсы и стабилизации соотношения кредитов к ВВП на сложившемся уровне. В этом случае годовые темпы прироста банковского кредитования экономики в этот период будут составлять от 5 до 10%. В условиях относительно стабильного курса рубля доля депозитов в национальной валюте в банковских пассивах существенно не изменится,

и темпы прироста рублевой денежной массы (агрегат M2) будут близки к темпам прироста кредитования. Ускорение экономического роста в 2017 г. будет способствовать росту спроса на кредиты, в том числе за счет отложенного спроса двух предшествующих лет, что приведет к некоторому повышению годовых темпов прироста кредитных агрегатов и денежной массы (до 8–11%).

### **Платежный баланс**

Снижение цен на нефть обусловит падение объемов экспорта в долларовом выражении в 2015 г. на 6–8%. Как ожидается, динамика курса рубля не окажет значительной поддержки экспорту. В то же время сокращение сальдо текущего счета будет меньшим по масштабу: как ожидается, объем импорта в долларовом выражении снизится на 5–7% под влиянием замедления экономического роста и ослабления рубля. Таким образом, текущий счет снизится с 64 млрд. долл. США в 2014 г. до 56 млрд. долл. США в 2015 году. В 2016 г. сальдо текущего счета, как ожидается, останется практически неизменным (55 млрд. долл. США) в условиях сохранения низких темпов экономического роста (что будет продолжать сдерживать импорт), стабильных цен на нефть и отсутствия существенных возможностей по наращиванию физических объемов как нефтегазового, так и нефтегазового экспорта. В 2017 г. ожидается некоторое сокращение сальдо текущего счета (до 49 млрд. долл. США) в результате опережающего роста импорта в условиях восстановления внутреннего спроса.

Влияние введенных против России финансовых санкций окажет сильное влияние на динамику иностранных обязательств банков и прочих секторов. Затрудненный доступ к внешним источникам кредитования приведет к тому, что в отличие от прошлых лет компании не смогут рефинансировать значительную долю дол-

гов, приходящихся к погашению в течение 2015–2017 гг., и им придется непосредственно погашать их.

Объем платежей частного сектора по внешнему долгу в 2015 г. оценивается на уровне около 120 млрд. долл. США, включая процентные выплаты. Платежи по долгам банковского сектора составляют порядка 35% этой суммы, остальная часть – это платежи нефинансового сектора. Ожидается, что некоторая часть внешнего долга будет успешно рефинансирована на международных рынках. Кроме того, по оценке Банка России, полученной на основе опросов крупных компаний, несколько более 10% совокупной внешней задолженности приходится на долги резидентов перед нерезидентами, входящими в одну группу компаний (внутригрупповые кредиты и займы). Оставшаяся часть истекающего долга будет подлежать погашению. Ожидается, что общий объем погашения внешнего долга в 2015 г. составит около 70 млрд. долл. США. Вынужденное сокращение внешней задолженности станет основным компонентом оттока капитала в указанный период. Погашения могут быть произведены резидентами как

за счет буфера из накопленных ликвидных валютных активов и текущих поступлений от внешнеторговой деятельности, так и за счет операций Банка России по предоставлению валютной ликвидности, которые будут носить возвратный характер.

Кроме того, санкции наряду с непосредственным ухудшением перспектив роста российской экономики приведут к снижению спроса на прямые и портфельные инвестиции нерезидентов в российские активы, прогноз по этим статьям также снижен.

В то же время, более низкие оценки ожидаемых темпов экономического роста обусловят дополнительное ухудшение финансового состояния компаний, что будет способствовать снижению оттока капитала в виде инвестиций в зарубежные активы, прежде всего прямых инвестиций. Частично это компенсирует ухудшение по статьям инвестиций нерезидентов в российские активы. В результате чистый отток капитала частного сектора прогнозируется на уровне около 120 млрд. долл. США в 2015 г., около 75 млрд. долл. США в 2016 году, около 55 млрд. долл. США в 2017 году.

### **О динамике курса рубля в 2014 году и его фундаментальном равновесии**

Под фундаментально обоснованным курсом национальной валюты понимается такой его уровень, который должен формироваться под воздействием спроса и предложения на валютном рынке с учетом широкого спектра макроэкономических факторов, характеризующих внутренние и внешние экономические условия. Среди основных факторов курсообразования в российской экономике традиционно преобладали колебания цен на нефть. Однако на протяжении большей части 2014 г. динамика курса рубля характеризовалась ослаблением в сочетании с высокой волатильностью и при этом в значительной степени определялась не только условиями торговли, но и рядом других факторов. В частности, на динамику курса рубля наиболее существенным образом повлияли отток капитала с развивающихся рынков в результате сворачивания программы количественного смягчения денежно-кредитной политики в США, а также переоценка инвесторами рисков в отношении российской экономики в результате введения санкций.

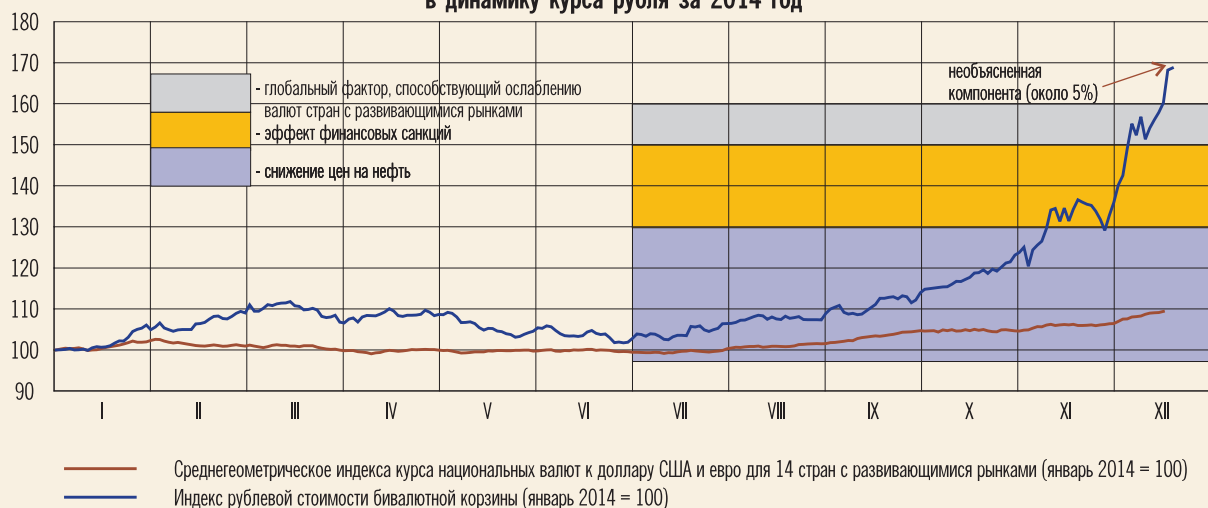
Согласно имеющимся эмпирическим результатам, за последнее время чувствительность курсовой динамики в России к изменениям цен на нефть существенно возросла. Последнее связано как с переходом Банка России к плавающему валютному курсу, так и с особенностями



ми взаимосвязи между валютным курсом и его основными фундаментальными факторами в условиях действия финансовых санкций. Вклад различных факторов в динамику курса рубля за 2014 г. был рассчитан с помощью модифицированной модели поведенческого равновесного курса рубля. Текущие оценки показывают, что абсолютный вклад снижения цен на нефть в ослабление национальной валюты с начала 2014 г. оказался близок к отметке 30 процентных пунктов. Сопоставимый с этим вклад в совокупности прослеживался со стороны действия финансовых санкций в отношении российской экономики (свыше 20 процентных пунктов), а также общего ослабления валют стран с развивающимися рынками к ведущим мировым валютам в целом (около 10 процентных пунктов). Доля необъясненной компоненты в динамике курса рубля при этом оценивается на уровне 5 процентных пунктов. При этом вклад спекулятивного мотива в ослабление рубля с начала года присутствует в каждом из обозначенных выше факторов и составляет, по нашим оценкам, около 8–10 процентных пунктов.

С учетом вышеизложенного, в настоящее время курс рубля к большинству мировых валют в значительной степени занижен относительно своего фундаментального равновесного уровня. По состоянию на середину декабря 2014 г., разрыв валютного курса, по оценкам, находится в диапазоне от 10 до 20%. Однако в случае стабилизации цен на нефть в ближайшее время появятся предпосылки для укрепления национальной валюты.

Модельные оценки вкладов различных групп факторов в динамику курса рубля за 2014 год



Источник: Thomson Reuters, расчеты Банка России.

## II.2 Оценка рисков

Существуют риски и более значительного снижения цен на нефть в силу высокой неопределенности в оценках себестоимости добычи нефти из «нетрадиционных» источников. Если большое число проектов останутся выгодными при ценах на нефть ниже 70 долл. США за баррель и реализуются планы роста добычи в «старых» странах-экспортерах, конкуренция между традиционными поставщиками и новыми источниками способна снизить цены на нефть в 2015–2017 гг. до 60 долл. США за баррель. В связи с этим Банк России также рассмотрел стрессовый сценарий развития российской экономики, в котором предполагается, что цена на нефть будет находиться на уровне около 60 долл. США за баррель в течение 2015–2017 годов.

Бюджетная политика, реализуемая в рамках бюджетных правил, будет несколько смягчать негативный эффект от резкого падения цен на нефть. Возможность бюджетного стимулирования в условиях резкого снижения государственных доходов и ограниченной доступности всех источников финансирования дефицита будет обеспечена накопленными средствами суверенных фондов. Однако с учетом сохранения действия на экономику других негативных факторов ожидается падение темпов экономического роста, которое, по оценкам, может составить 4,5 – 4,7% в 2015 г. и около 1,0% в 2016 году.

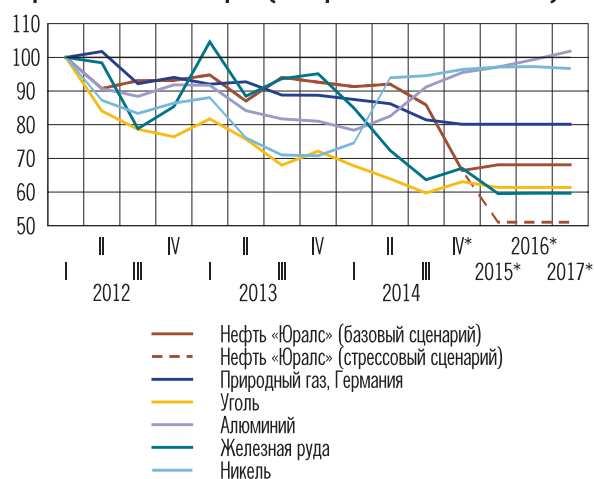
Сохранение цен на нефть на низком уровне приведет к еще более существенному, чем прогнозируется в базовом сценарии, снижению потенциальных темпов роста выпуска в 2015 г., однако в дальнейшем ожидается ускоренное восстановление этих темпов. Это будет обусловлено, с одной стороны, более низкой базой 2015 г., с другой – более активной структурной перестройкой экономики в стрессовых условиях.

В дальнейшем по мере адаптации экономики к изменившимся внешнеэкономическим условиям, чему будет способствовать новый режим курсообразования, ожидается повышение темпов экономического роста в результате активизации процессов импортозамещения и повышения конкурентоспособности российского экспорта, в том числе его нефтяногазовой составляющей. При этом экономический рост будет носить восстановительный характер, в результате чего вероятно значительное краткосрочное превышение темпами роста ВВП тех значений, которые потенциально достижимы в среднесрочном периоде. В результате в 2017 г. темпы роста экономики могут составить до 5,6 – 5,8%.

Падение расходов домашних хозяйств на конечное потребление в 2015 г., как ожидается, может достичь 6,3–6,5%. К 2017 г. прогнозируется восстановление роста потребительского спроса до 4,7–4,9%.

Инвестиционный спрос в 2015–2016 гг., как ожидается, будет слабым. Инвестиции в основной капитал, по оценкам, снизятся на 10,1–10,3% в 2015 г. и на 1,1–1,3% в 2016 году. В 2017 г. при сохранении благоприятных для российских производителей конкурентных условий, поддерживаемых в том числе динамикой курса рубля,

Прогнозы мировых цен на основные товары российского экспорта (I квартал 2012 г. = 100%)



\* Прогноз.

Источники: МВФ, по нефти: данные Reuters, прогноз Банка России.

ожидается восстановление инвестиционной активности до 5,1–5,3%.

При этом устойчивое изменение в соотношении цен на отечественные и импортные товары обусловит возможность удовлетворения растущего внутреннего спроса без сопоставимого по масштабам роста импорта. В результате вклад чистого экспорта в экономический рост ожидается положительным в течение 2015–2016 гг. и небольшим отрицательным в 2017 году.

Курсовая динамика наряду с действием эффекта введенных в августе 2014 г. санкций будет способствовать сохранению высоких темпов роста потребительских цен в первом полугодии 2015 года. В дальнейшем ожидается, что слабый внутренний спрос будет оказывать существенное понижающее давление на инфляцию в 2015–2016 годах. В результате, инфляция снизится до уровня среднесрочной цели 4% к концу 2017 г., что будет возможно при значительном смягчении денежно-кредитной политики.

При реализации стрессового варианта прогноза в 2015 г. можно ожидать существенного ослабления спроса нефинансового сектора на заемные ресурсы, вследствие чего годовые темпы прироста кредитования не будут превышать 5%. По мере восстановления экономического роста можно ожидать увеличения годовых темпов прироста кредитования до 4–8% в 2016 г. и 13–18% в 2017 году. В результате изменения в уровне долларизации банковских пассивов темпы прироста рублевой денежной массы (агрегат M2) будут отставать от прироста кредитования в 2016–2017 годах.

### **Платежный баланс**

Более существенное, чем в базовом сценарии, падение цен на нефть (почти на 40% по сравнению с примерно 20% в базовом сценарии) приведет к значительно-

му (более чем на 25%) сокращению объема экспорта. Однако падение импорта товаров и услуг (более чем на 20%), обусловленное прежде всего резким сокращением внутреннего спроса, будет способствовать сохранению положительного сальдо текущего счета. В рамках рискованного сценария сальдо текущего счета составит в 2015 г. чуть менее 40 млрд. долл. США. В дальнейшем прогнозируется сохранение небольшого положительного сальдо текущего счета, благодаря некоторому увеличению нефтегазового экспорта, а также активизации процессов импортозамещения под воздействием происходящей корректировки относительных цен.

Как и в базовом сценарии, ожидается, что российским компаниям и банкам придется выплатить около 70 млрд. долл. США в 2015 г. в счет погашения внешнего долга. В то же время, падение совокупных доходов в экономике обусловит более низкий спрос на иностранные активы. В результате, чистый отток капитала частного сектора прогнозируется на уровне около 115 млрд. долл. США в 2015 г., около 70 млрд. долл. в 2016 году и около 60 млрд. долл. в 2017 году.

При этом для формирования платежного баланса при уровне обменного курса рубля, не создающем риски для финансовой стабильности, будет необходимо сокращение золотовалютных резервов. В рамках данного сценария предполагается, что Банк России будет активно проводить операции валютного РЕПО, а также проводить на валютном рынке операции, связанные с конвертацией средств Резервного фонда на внутреннем валютном рынке. При этом в рисковом сценарии прогнозируются гораздо более существенные траты Резервного фонда, чем в базовом сценарии, что при конвертации средств на рынке может обусловить меньшую потребность в операциях прямого РЕПО с Банком России.

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

В рассматриваемый период Банк России проводил денежно-кредитную политику в условиях нестабильной ситуации на внутреннем валютном рынке. Возникновение дефицита ликвидности в иностранной валюте после введения финансовых санкций против ряда российских банков и компаний привело к существенному снижению спреда ставок в сегменте сделок «валютный своп» к ключевой ставке Банка России, что оказало влияние на смежный рынок межбанковского беззалогового кредитования в рублях. Это затрудняло достижение Банком России операционной цели по поддержанию процентных ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки, а также создавало риски нарушения бесперебойности осуществления платежей.

Для ограничения понижательного воздействия процентных ставок по сделкам «валютный своп» на другие сегменты денежного рынка и поддержания стабильности функционирования внутреннего финансового рынка Банк России принял решение с 17 сентября 2014 г. проводить операции «валютный своп» по продаже долларов США за рубли. Операции были введены со сроком предоставления средств 1 день с расчетами «сегодня/завтра» и «завтра/послезавтра» и фиксированными процентными ставками на уровне ключевой ставки, уменьшенной на 1 процентный пункт, по рублевой части и 1,50% годовых по валютной части. Лимиты по сделкам были установлены равными 1 и 2 млрд. долларов США в день по сделкам «сегодня/завтра» и «завтра/послезавтра» соответственно. Указанные параметры были определены исходя из цели проведения новых операций, заключаю-

щейся, как и для других операций Банка России постоянного действия, в ограничении колебаний процентных ставок денежного рынка и предотвращении неплатежей между участниками рынка в случае возникновения у них краткосрочного дефицита ликвидности в иностранной валюте, а не в предоставлении средств для рефинансирования имеющейся внешней задолженности.

В условиях роста напряженности на финансовых рынках Банк России обратился также и к предоставлению иностранной валюты в рамках операций РЕПО. С 29 октября 2014 г. операции были введены на сроки 28 дней и 1 неделя, а с 17 ноября также на срок 12 месяцев. Минимальные ставки по операциям первоначально были определены на уровне ставок LIBOR в соответствующих валютах на сопоставимые сроки, увеличенных на 2,25 и 2,00 процентного пункта для сроков 28 дней и 1 неделя соответственно, однако вскоре Банк России установил единый спред к рыночным ставкам на уровне 1,50 процентного пункта по всем срокам предоставления иностранной валюты. С 4 декабря 2014 года для повышения действенности операций по предоставлению иностранной валюты Банк России снизил указанный спред до 0,50 процентного пункта. В декабре Банк России дополнил условия заключения сделок РЕПО в иностранной валюте возможностью их досрочного расторжения по инициативе заемщика. Кроме того, была завершена доработка учета еврооблигаций при принятии их в качестве обеспечения по операциям Банка России, что позволило кредитным организациям использовать их при привлечении иностранной валюты у Банка России на возвратной основе.

Принятый Банком России комплекс мероприятий по стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке и связан-

ных сегментах денежного рынка был дополнен началом применения консервативного подхода по предоставлению рублевой ликвидности. В частности, в рамках этого решения Банк России с 11 ноября 2014 г. приступил к ограничению предложения средств в рублях при проведении аукционных операций рефинансирования, а также установил лимит на операции «валютный своп» по покупке долларов США и евро величиной 2 млрд. долларов США в эквиваленте.

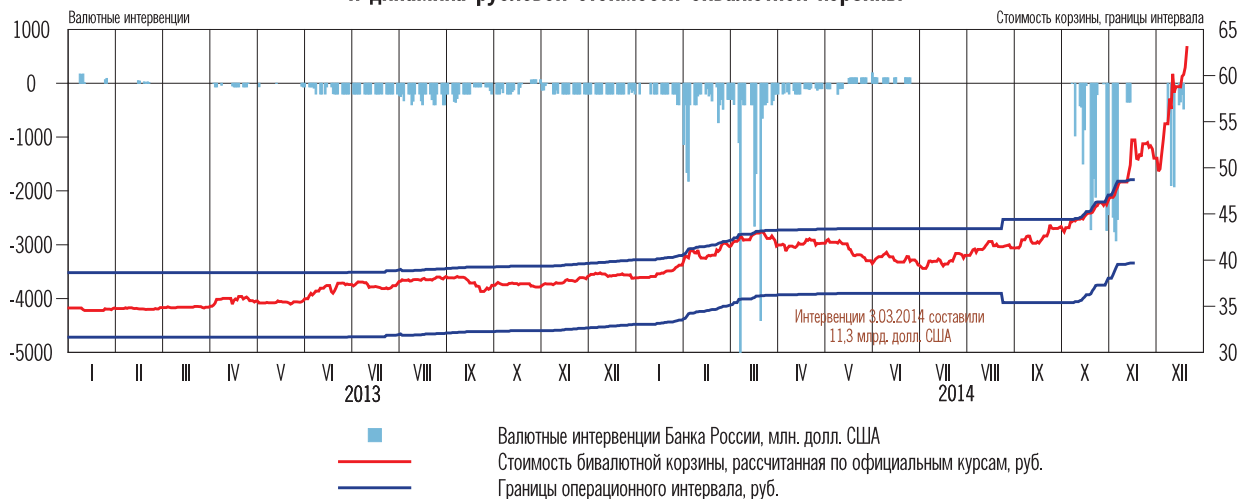
Описанными изменениями в реализации денежно-кредитной политики Банк России увеличил роль операций по предоставлению иностранной валюты на возвратных условиях. Банк России планирует продолжить расширение инструментов по предоставлению иностранной валюты. В настоящее время рассматривается возможность предоставления средств под залог кредитов в иностранной валюте (по аналогии с предоставлением кредитов в рублях в соответствии с Положением от 12.11.2007 № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами»). По сравнению с валютными интервенциями данные операции позволят Банку России присутство-

вать на внутреннем валютном рынке, оказывая меньшее прямое воздействие на динамику валютного курса. Данные преобразования были сделаны в рамках перехода к новому режиму курсовой политики – плавающему валютному курсу.

\*\*\*

Начало IV квартала 2014 г. характеризовалось ростом волатильности курса рубля к основным мировым валютам на внутреннем валютном рынке. Банк России придерживался прежнего механизма курсовой политики, который предполагал проведение валютных интервенций только при достижении стоимостью бивалютной корзины границ операционного интервала, причем без ограничения по объему. В течение октября Банк России проводил валютные интервенции в значительных объемах, однако данные операции способствовали только временному сдерживанию ослабления рубля. Учитывая относительно небольшую величину накопленных интервенций, необходимых для сдвига границ интервала, сложившиеся условия способствовали повышенной спекулятивной активности: объемы биржевых торгов в октябре 2014 г. значительно возросли. Кроме того, предсказуемость поведения Банка России,

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



Источник: Банк России.



действовавшего согласно заранее объявленному правилу, снижала рыночные риски «игры против рубля». В совокупности данные факторы привели к значительно-му превышению валютным курсом макроэкономически обусловленного уровня. Влияние данного эффекта в настоящее время сохраняется: Банк России оценивает величину отклонения курса рубля относительно фундаментального равновесного значения около 10–20%.

Для снижения спекулятивной активности и предотвращения излишнего ослабления национальной валюты Банк России с 10 ноября упразднил действовавший механизм курсовой политики, отменив интервал допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины и регулярные валютные интервенции на границах указанного интервала и за его пределами. Данное изменение фактически соответствует введению Банком России режима плавающего валютного курса, которое было запланировано в рамках перехода к таргетированию инфляции к 1 января 2015 года. Ослабле-

ние спекулятивных стимулов участников внутреннего валютного рынка способствовало уменьшению объемов биржевых торгов, при этом произошло увеличение внутрисуточной волатильности курса рубля и дальнейшее ослабление национальной валюты. В этих условиях для предотвращения возникновения рисков для финансовой стабильности Банк России в рамках нового механизма с начала декабря осуществил интервенции по продаже иностранной валюты на общую сумму 5,4 млрд. долл. США в эквиваленте.

В результате перехода к плавающему валютному курсу должна возрасти ответственность денежно-кредитной политики Банка России, направленной на обеспечение ценовой стабильности, за счет усиления процентного канала трансмиссионного механизма. Это также будет способствовать обеспечению более быстрой адаптации экономики к изменениям внешних условий, увеличивая тем самым ее устойчивость к негативным шокам, подобным наблюдаемым в настоящее время.

### **Предоставление центральными банками иностранной валюты: мировой опыт**

Предоставление центральным банком средств в иностранной валюте кредитным организациям не является традиционным инструментом денежно-кредитной политики. Обычно подобные операции выступают в качестве временной и экстренной меры по восполнению дефицита иностранной валюты в экономике. В отличие от валютных интервенций рефинансирование в иностранной валюте формально не ставит перед собой цель повлиять на валютный курс, а направлено в целом на стабилизацию ситуации на финансовом рынке.

В период наиболее острой фазы финансового кризиса центральные банки как развитых, так и развивающихся стран применяли инструменты по предоставлению иностранной валюты. В конце 2007 – начале 2010 гг., когда доступ на международные рынки был ограничен, потребность в предоставлении иностранной валюты возникла, в первую очередь в тех странах, где наблюдался существенный дисбаланс банковских валютных активов и пассивов, а также в странах, зависимых от внешнего финансирования. Рефинансирование в иностранной валюте позволило кредитным организациям в условиях дефицита валютной ликвидности продолжить обслуживать ранее взятые обязательства, а также сыграло важную стабилизирующую роль, предоставив сигнал рынку, что центральный банк будет поддерживать необходимый уровень валютной ликвидности, тем самым ограничив спекулятивные атаки на национальную валюту.

Во время финансового кризиса наиболее распространенными инструментами центральных банков по предоставлению валютного рефинансирования были операции РЕПО в долларах США и евро и сделки «валютный своп». Данные инструменты предоставлялись как на аук-

ционной основе (Австралия, Дания, Швеция, Южная Корея, Мексика), так и по фиксированной ставке без установления максимального объема предоставляемых средств (еврозона, Швейцария, Великобритания, Япония).

Центральные банки ряда стран для расширения возможности залогового рефинансирования в иностранной валюте смягчили требования к обеспечению, расширили лимит и снизили процентные ставки, увеличили срочность предоставленных кредитов, упростили документацию для получения валютного кредитования. Также некоторые центральные банки стран с формирующимися рынками предоставляли валютное рефинансирование непосредственно корпоративному сектору, экспортерам. Для снижения давления на валютный курс центральные банки Бразилии, Турции, Чили, Колумбии, Мексики при плавающем режиме валютного курса в дополнение к инструментам предоставления иностранной валюты осуществляли валютные интервенции.

В условиях ограниченного размера золотовалютных резервов центральные банки ряда стран для предоставления долларов заключили соглашения о взаимном обмене валют (своп-линии) с ФРС США и для расширения предложения евро – с ЕЦБ. Своп-линии между ФРС США и центральными банками разных стран были установлены на схожих условиях: минимальная процентная ставка составляла USD OIS + 100 б.п. (в ноябре 2011 г. ставка была снижена до USD OIS + 50 б.п.), срок предоставления долларов – 1 день, 1 неделя, 1 и 3 месяца.

В мае 2010 г., когда давление на валютный рынок вновь усилилось, в ряде стран (страны еврозоны, Великобритания, Швейцария, Канада, Япония) предоставление иностранной валюты было возобновлено. Завершение данных программ ожидается в 2014 году.

#### Инструменты предоставления центральными банками иностранной валюты

|   |  |
|---|--|
| Обеспеченные кредиты или РЕПО   | Великобритания, еврозона, Швейцария, Филиппины, Турция, Бразилия, Вьетнам, Турция, Аргентина, Бразилия, Южная Корея.   |
| Операции «валютный своп»  | Австралия, Новая Зеландия, Канада, Дания, Швеция, Норвегия, Южная Корея, Бразилия, Мексика, Сингапур, еврозона, Швейцария, Великобритания, Венгрия, Япония, Гонконг, Индия, Индонезия, Польша, Сербия, Чили. |
| Предоставление валютного рефинансирования нефинансовым организациям         | – Индия (предоставление залоговых кредитов для нефтеперерабатывающих компаний);  |
|   | – Индонезия (создано специальное экспортно-финансовое агентство, которое предоставляло экспортерам гарантии и кредиты в иностранной валюте);   |
|   | – Южная Корея (правительство предоставляло 3-летние гарантии по кредитам в иностранной валюте, центральный банк и правительство предоставляли кредиты напрямую экспортерам);                                 |
|   | – Венгрия (правительство предоставляло кредиты в иностранной валюте государственному банку развития для дальнейшего кредитования предприятий);   |
|   | – Бразилия (центральный банк предоставлял залоговые кредиты напрямую компаниям в долларах на срок 1 год).  |
| Соглашения о взаимном обмене валют между центральным и банками (своп-линии) | – Австралия, Канада, еврозона, Япония, Сингапур, Норвегия, Новая Зеландия, Дания, Швеция, Швейцария, Великобритания, Бразилия, Мексика, Южная Корея с США;   |
|   | – Китай с Японией и Южной Кореей;  |
|   | – Гонконг с Нидерландами;  |
|   | – Эстония со Швецией;  |
|   | – Венгрия с еврозоной;   |
|   | – Исландия с Данией, Норвегией, Швеции и Финляндией;   |
|   | – Польша со Швейцарией и еврозоной.  |

Источники: МВФ, материалы зарубежных центральных банков.

# Глоссарий

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

Факторы изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К автономным факторам относятся 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 для хранения обязательных резервов в Банке России.

## **Базовая инфляция**

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

## **Бивалютная корзина**

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

## **Валовой кредит Банка России**

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

## **Денежная масса**

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

## **Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)**

Сумма 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 по кредитам, предоставленным Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операциям РЕПО, а также сделкам «валютный своп».

## **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 процен-

тах) – 0,5 х (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, в процентах) – (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, в процентах). Измеряется в процентных пунктах.

### **Индекс RGBEY**

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

### **Индикатор фискального стресса**

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

### **Ключевая ставка Банка России**

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

### **Контрциклическая валюта**

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

### **Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)**

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

### **Ликвидность банковского сектора**

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

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

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



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

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

## **Неценовые условия банковского кредитования**

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

## **Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности**

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

## **Операция «валютный своп»**

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

## **Операции на открытом рынке**

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

## **Операции постоянного действия**

Операции предоставления и абсорбирования ликвидности по фиксированным процентным ставкам, проводимые Банком России.

## **Операция РЕПО**

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

## **Параллельный банковский сектор**

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

## **Плавающая процентная ставка по операциям Банка России**

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

## **Потенциальный выпуск**

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

## **Премия за риск рыночного портфеля акций**

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

## **Процентный коридор**

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

## **Проциклическая валюта**

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

## **Разрыв выпуска**

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

## **Режим плавающего валютного курса**

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

## **Режим таргетирования инфляции**

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. В рамках данного ре-

жима 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.

### **Свободные резервы кредитных организаций**

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

### **Средняя ставка по межбанковским кредитам**

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

### **Средства на счетах расширенного правительства**

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

### **Структурный дефицит ликвидности банковского сектора**

Состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в получении ликвидности посредством операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности у кредитных организаций в размещении средств в Банке России – представляет собой структурный профицит ликвидности. 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, покрываемое ежедневными операциями Банка России на денежном рынке. Обратная ситуация – превышение предложением банковской ликвидности спроса на нее в конкретный день – представляет собой текущий профицит ликвидности.

### **Трансмиссионный механизм денежно–кредитной политики**

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

### **Усреднение обязательных резервов**

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

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

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

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

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

### **Широкая денежная масса (денежный агрегат 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.

# Статистическое приложение

Таблица 1

## Операции по предоставлению и изъятию рублевой ликвидности

| Назначение                 | Вид инструмента   | Инструмент  | Срок                         | Частота проведения | Процентная ставка с 12.12.14, % годовых | Требования Банка России к кредитным организациям (на начало дня), млрд. руб. |         |         |         |         |         |       |       |
|----------------------------|---|---|------------------------------|--------------------|---|--|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
|                            |   |   |                              |                    |   | 1.10.13  | 1.01.14 | 1.04.14 | 1.07.14 | 1.10.14 | 1.12.14 |       |       |
| Предоставление ликвидности | Операции постоянного действия (по фиксированным ставкам)    | Кредиты «овернайт»  | 1 день                       | ежедневно          | 11,50                                   | 0,0  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 5,1     | 0,4     |       |       |
|                            |   | Валютный своп (рублевая часть)  |                              |                    |   | 259,7  | 278,7   | 488,2   | 166,0   | 0,0     | 0,0     |       |       |
|                            |   | Ломбардные кредиты  |                              |                    |   | 4,9  | 6,6     | 2,0     | 1,0     | 0,4     | 1,2     |       |       |
|                            |   | РЕПО  |                              |                    |   | 8,0  | 14,1    | 27,5    | 57,8    | 138,3   | 536,4   |       |       |
|                            |   | Кредиты, обеспеченные золотом <sup>1</sup>  | 1 день                       |                    |   | от 2 до 549 дней <sup>2</sup>  | 11,50   | 0,2     | 0,4     | 0,6     | 0,4     | 0,6   | 0,5   |
|                            |   | Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами <sup>1</sup>        | 1 день                       |                    |   | от 2 до 549 дней <sup>2</sup>  | 11,50   | 12,25   | 205,9   | 600,5   | 370,9   | 420,5 | 651,6 |
|                            | Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)  | Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами <sup>3</sup> | 3 месяца                     | ежемесячно         | 10,75                                   | 306,8  | 691,8   | 1184,5  | 1982,5  | 2139,3  | 2293,3  |       |       |
|                            |   |   | 12 и 18 месяцев <sup>4</sup> | нерегулярно        |   |  |         |         |         |         |         |       |       |
|                            |   | Аукционы РЕПО   | от 1 до 6 дней <sup>5</sup>  | нерегулярно        | 10,50 (ключевая ставка)                 | 2397,3   | 2883,4  | 2956,1  | 2570,7  | 2402,3  | 2794,1  |       |       |
|                            |   |   | 1 неделя                     | еженедельно        |   |  |         |         |         |         |         |       |       |
| Абсорбирование ликвидности | Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки) | Депозитные аукционы   | от 1 до 6 дней <sup>5</sup>  | нерегулярно        | 10,50 (ключевая ставка)                 | 0,0  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |       |       |
|                            |   |   | 1 неделя                     | еженедельно        |   |  |         |         |         |         |         |       |       |
|                            | Операции постоянного действия (по фиксированным ставкам)    | Депозитные операции   | 1 день, до востребования     | ежедневно          | 9,50                                    | 143,7  | 517,6   | 118,7   | 89,0    | 216,1   | 188,8   |       |       |

<sup>1</sup> С 30.06.14 кредиты на срок до 90 дней предоставляются по фиксированной процентной ставке, на срок от 91 до 549 дней - по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>2</sup> До 30.06.14 кредиты предоставлялись на срок от 2 до 365 дней.

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

<sup>4</sup> До 16.10.14 кредиты предоставлялись на срок 12 месяцев.

<sup>5</sup> Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.



Таблица 2

## Нормативы обязательных резервов

| Вид обязательств                          | Норматив с 1.03.13, % |
|---|-----------------------|
| Перед юридическими лицами – нерезидентами | 4,25                  |
| Перед физическими лицами                  |                       |
| По иным обязательствам                    |                       |

Источник: Банк России.

Таблица 3

## Коэффициент усреднения обязательных резервов

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| Для кредитных организаций   | 0,7 |
| Для некредитных организаций | 1   |

Источник: Банк России.

Таблица 4

## Операции по предоставлению иностранной валюты

| Вид инструмента  | Инструмент                                     | Срок       | Частота проведения | Процентная ставка с 4.12.14, % годовых  | Требования Банка России к кредитным организациям (на начало дня), млн. долл. США |         |         |
|--|--|------------|--------------------|---|--|---------|---------|
|  |  |            |                    |   | 1.10.14  | 1.11.14 | 1.12.14 |
| Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки) | Аукционы РЕПО в иностранной валюте             | 1 неделя   | еженедельно        | Libor <sup>1</sup> +0,50  | –  | –       | 3,7     |
|  |  | 28 дней    |                    |   | –  | 201,2   | 512,3   |
|  |  | 12 месяцев | ежемесячно         |   | –  | –       | 87,7    |
| Операции постоянного действия (по фиксированным ставкам)   | Валютный своп по продаже долларов США за рубли | 1 день     | ежедневно          | 9,50 <sup>2</sup> (по рублевой части сделки), 1,50 (по долларовой части сделки) | 581,4  | 0,0     | 0,0     |

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

<sup>2</sup> Ключевая ставка Банка России, уменьшенная на 1,00 процентного пункта. Установлена с 12.12.14.

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

|                                    | Инфля-<br>ция | Базовая<br>инфля-<br>ция | Прирост цен<br>на продо-<br>вольствен-<br>ные товары | Прирост цен<br>на продо-<br>вольствен-<br>ные товары <sup>1</sup> | Прирост цен<br>на плодоо-<br>вошную про-<br>дукцию | Прирост цен<br>на непродо-<br>вольствен-<br>ные товары | Прирост цен<br>на непродо-<br>вольствен-<br>ные товары<br>без бензи-<br>на <sup>2</sup> | Прирост<br>цен на<br>платные<br>услуги |
|------------------------------------|---------------|--------------------------|--|---|--|--|---|--|
| <b>2012</b>                        |               |                          |  |   |  |  |   |  |
| Январь                             | 0,5           | 0,5                      | 0,8  | 0,6   | 2,8  | 0,4  | 0,5   | 0,2                                    |
| Февраль                            | 0,4           | 0,4                      | 0,7  | 0,5   | 2,1  | 0,3  | 0,4   | 0,0                                    |
| Март                               | 0,6           | 0,5                      | 0,8  | 0,6   | 2,7  | 0,5  | 0,5   | 0,4                                    |
| Апрель                             | 0,3           | 0,4                      | 0,2  | 0,3   | -0,4   | 0,4  | 0,4   | 0,3                                    |
| Май                                | 0,5           | 0,2                      | 0,6  | 0,0   | 5,8  | 0,4  | 0,3   | 0,7                                    |
| Июнь                               | 0,9           | 0,4                      | 1,6  | 0,3   | 13,4   | 0,2  | 0,2   | 0,8                                    |
| Июль                               | 1,2           | 0,5                      | 1,1  | 0,8   | 3,5  | 0,3  | 0,3   | 2,7                                    |
| Август                             | 0,1           | 0,6                      | -0,5   | 0,8   | -10,8  | 0,4  | 0,4   | 0,6                                    |
| Сентябрь                           | 0,6           | 0,7                      | 0,1  | 0,8   | -5,6   | 0,7  | 0,6   | 1,0                                    |
| Октябрь                            | 0,5           | 0,6                      | 0,5  | 0,8   | -2,2   | 0,7  | 0,6   | 0,1                                    |
| Ноябрь                             | 0,3           | 0,5                      | 0,5  | 0,6   | -1,3   | 0,4  | 0,4   | 0,0                                    |
| Декабрь                            | 0,5           | 0,4                      | 0,9  | 0,7   | 2,4  | 0,3  | 0,3   | 0,4                                    |
| В целом за год (декабрь к декабрю) | 6,6           | 5,7                      | 7,5  | 7,1   | 11,0   | 5,2  | 5,0   | 7,3                                    |
| <b>2013</b>                        |               |                          |  |   |  |  |   |  |
| Январь                             | 1,0           | 0,5                      | 1,8  | 1,2   | 7,4  | 0,4  | 0,4   | 0,6                                    |
| Февраль                            | 0,6           | 0,4                      | 0,8  | 0,6   | 2,8  | 0,4  | 0,4   | 0,4                                    |
| Март                               | 0,3           | 0,4                      | 0,4  | 0,5   | 0,1  | 0,4  | 0,4   | 0,2                                    |
| Апрель                             | 0,5           | 0,4                      | 0,7  | 0,4   | 3,6  | 0,4  | 0,4   | 0,5                                    |
| Май                                | 0,7           | 0,3                      | 1,0  | 0,3   | 6,5  | 0,3  | 0,3   | 0,8                                    |
| Июнь                               | 0,4           | 0,3                      | 0,5  | 0,2   | 3,0  | 0,2  | 0,2   | 0,6                                    |
| Июль                               | 0,8           | 0,3                      | 0,0  | 0,4   | -3,0   | 0,1  | 0,1   | 3,1                                    |
| Август                             | 0,1           | 0,5                      | -0,7   | 0,6   | -11,3  | 0,5  | 0,3   | 0,9                                    |
| Сентябрь                           | 0,2           | 0,7                      | 0,0  | 0,8   | -7,6   | 0,5  | 0,4   | 0,1                                    |
| Октябрь                            | 0,6           | 0,6                      | 1,1  | 0,9   | 3,6  | 0,5  | 0,5   | -0,1                                   |
| Ноябрь                             | 0,6           | 0,6                      | 0,9  | 0,7   | 3,0  | 0,4  | 0,5   | 0,2                                    |
| Декабрь                            | 0,5           | 0,4                      | 0,8  | 0,5   | 2,8  | 0,2  | 0,3   | 0,6                                    |
| В целом за год (декабрь к декабрю) | 6,5           | 5,6                      | 7,3  | 7,1   | 9,3  | 4,5  | 4,4   | 8,0                                    |
| <b>2014</b>                        |               |                          |  |   |  |  |   |  |
| Январь                             | 0,6           | 0,4                      | 1,0  | 0,5   | 5,8  | 0,3  | 0,3   | 0,5                                    |
| Февраль                            | 0,7           | 0,5                      | 1,2  | 0,7   | 5,1  | 0,4  | 0,4   | 0,4                                    |
| Март                               | 1,0           | 0,8                      | 1,8  | 1,3   | 5,3  | 0,7  | 0,6   | 0,5                                    |
| Апрель                             | 0,9           | 0,9                      | 1,3  | 1,2   | 2,3  | 0,6  | 0,6   | 0,7                                    |
| Май                                | 0,9           | 0,9                      | 1,5  | 1,3   | 2,4  | 0,5  | 0,5   | 0,8                                    |
| 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                                    |

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 6

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

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

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

|             | Промыш-<br>ленное про-<br>изводство <sup>1</sup> | Сельское<br>хозяйство | Строитель-<br>ство | Грузообо-<br>рот транс-<br>порта | Оборот роз-<br>ничной тор-<br>говли | Инвестиции<br>в основной<br>капитал | Потребитель-<br>ские<br>расходы насе-<br>ления | ИБВЭД <sup>2</sup> | ВВП <sup>3</sup> |
|-------------|--|-----------------------|--------------------|----------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|--|--------------------|------------------|
| <b>2012</b> |  |                       |                    |                                  |                                     |                                     |  |                    |                  |
| Январь      | 0,7  | -4,8                  | 1,7                | 2,9                              | 0,2                                 | 0,0                                 | -1,2   | 0,0                |                  |
| Февраль     | 1,7  | 4,6                   | -0,6               | -2,1                             | 1,0                                 | 1,0                                 | 2,1  | 0,2                |                  |
| Март        | -1,6   | -0,3                  | -0,2               | 1,3                              | 0,1                                 | 0,2                                 | 0,4  | 0,0                | 0,9              |
| Апрель      | -0,4   | 1,7                   | 1,6                | -0,5                             | 0,4                                 | 0,0                                 | 0,2  | 0,5                |                  |
| Май         | 1,1  | 2,3                   | -1,2               | -0,9                             | 0,7                                 | 0,9                                 | 0,9  | 0,4                |                  |
| Июнь        | -1,0   | -2,2                  | 0,9                | 0,0                              | 0,4                                 | 0,4                                 | 0,8  | 0,1                | 0,5              |
| Июль        | 1,0  | 2,0                   | -2,2               | 0,9                              | 0,1                                 | -0,6                                | -0,1   | -0,2               |                  |
| Август      | 0,9  | 4,7                   | 2,2                | 0,4                              | 0,3                                 | 0,2                                 | 0,4  | 0,6                |                  |
| Сентябрь    | -1,1   | -0,4                  | -1,3               | 0,8                              | 0,6                                 | 0,0                                 | 0,7  | -0,5               | 0,3              |
| Октябрь     | 0,7  | -17,2                 | 2,2                | -2,7                             | 0,2                                 | 0,5                                 | 0,4  | -0,1               |                  |
| Ноябрь      | -0,4   | 19,9                  | -2,1               | 1,7                              | 0,2                                 | -1,1                                | 0,4  | -0,2               |                  |
| Декабрь     | 1,0  | -1,5                  | 1,3                | 0,6                              | 0,4                                 | 0,0                                 | 0,4  | 1,1                | -0,1             |
| <b>2013</b> |  |                       |                    |                                  |                                     |                                     |  |                    |                  |
| Январь      | -1,2   | 1,6                   | 0,0                | -1,2                             | 0,4                                 | 1,7                                 | 0,5  | -0,3               |                  |
| Февраль     | -1,0   | -0,2                  | -0,8               | 0,1                              | -0,2                                | -1,2                                | 0,1  | -0,3               |                  |
| Март        | 1,0  | 0,0                   | 0,3                | -0,1                             | 0,6                                 | 0,0                                 | 0,5  | 0,5                | 0,3              |
| Апрель      | 0,2  | 0,5                   | -1,5               | 0,8                              | 0,4                                 | -0,6                                | 0,6  | -0,1               |                  |
| Май         | -0,3   | 0,2                   | 1,6                | -0,8                             | 0,1                                 | 0,1                                 | 0,2  | -0,2               |                  |
| Июнь        | 1,4  | -0,2                  | -7,4               | -0,8                             | 0,6                                 | -0,8                                | 0,4  | 0,5                | 0,5              |
| Июль        | -0,3   | 0,5                   | 8,2                | 1,0                              | 0,3                                 | 0,9                                 | 0,6  | 0,1                |                  |
| Август      | 0,4  | -0,2                  | -2,4               | 1,3                              | 0,2                                 | -0,8                                | 0,2  | -0,1               |                  |
| Сентябрь    | -0,5   | 1,2                   | 0,3                | 1,6                              | 0,0                                 | -0,1                                | 0,0  | -0,4               | 0,5              |
| Октябрь     | 0,2  | 0,7                   | -0,6               | 1,5                              | 0,2                                 | 0,0                                 | 0,2  | 0,6                |                  |
| Ноябрь      | 1,3  | 0,7                   | 0,7                | -3,2                             | 0,4                                 | 0,2                                 | 0,2  | 0,4                |                  |
| Декабрь     | -1,0   | -1,3                  | -1,2               | 1,9                              | 0,1                                 | -0,4                                | 0,2  | -0,8               | 0,5              |
| <b>2014</b> |  |                       |                    |                                  |                                     |                                     |  |                    |                  |
| Январь      | -0,9   | -0,2                  | -0,7               | -0,3                             | 0,0                                 | -1,6                                | -0,2   | -0,3               |                  |
| Февраль     | 0,9  | -0,1                  | 0,4                | -1,9                             | 0,4                                 | 0,8                                 | 0,5  | 0,7                |                  |
| Март        | 0,2  | -0,2                  | -0,5               | -0,8                             | 0,2                                 | -0,5                                | 0,1  | -0,1               | -0,5             |
| Апрель      | 0,8  | -0,1                  | -0,2               | -0,2                             | 0,0                                 | 0,2                                 | 0,0  | 0,2                |                  |
| Май         | 0,1  | -0,6                  | -0,7               | 1,3                              | 0,1                                 | -0,1                                | -0,1   | 0,3                |                  |
| Июнь        | -0,6   | -0,2                  | -0,6               | 0,5                              | -0,1                                | 0,0                                 | 0,0  | -0,4               | 0,2              |
| Июль        | 0,7  | 0,7                   | 0,0                | -1,5                             | 0,2                                 | -0,5                                | 0,0  | 0,5                |                  |
| Август      | -0,6   | -0,9                  | 0,1                | -0,1                             | 0,1                                 | -0,1                                | 0,1  | -0,1               |                  |
| Сентябрь    | 1,7  | 22,6                  | -0,9               | 1,1                              | 0,2                                 | -0,7                                | 0,2  | 0,8                | 0,4              |
| Октябрь     | 0,3  | -20,3                 | 0,0                | -0,1                             | 0,1                                 | 0,0                                 | 0,1  | -0,6               |                  |

<sup>1</sup> Оценка Росстата.<sup>2</sup> Индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности.<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

|  | 2014   |         |      |        |      |      |      |        |          |         |                  | Справочно:<br>январь-октябрь<br>2013 |
|--|--------|---------|------|--------|------|------|------|--------|----------|---------|------------------|--------------------------------------|
|  | Январь | Февраль | Март | Апрель | Май  | Июнь | Июль | Август | Сентябрь | Октябрь | Январь-октябрь   |                                      |
| Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности | -0,5   | 1,1     | 0,4  | 0,6    | 0,7  | 0,0  | 0,3  | -0,5   | 2,2      | -0,1    | 0,4              | 0,9                                  |
| Промышленное производство  | -0,2   | 2,1     | 1,4  | 2,4    | 2,8  | 0,4  | 1,5  | 0,0    | 2,8      | 2,9     | 1,7              | 0,2                                  |
| Продукция сельского хозяйства                                      | 0,8    | 1,0     | 1,3  | 1,8    | 1,8  | 1,4  | 8,5  | 4,7    | 16,6     | -12,4   | 4,5              | 5,5                                  |
| Инвестиции в основной капитал                                      | -7,0   | -3,5    | -4,3 | -2,7   | -2,6 | 0,5  | -2,0 | -2,7   | -2,8     | -2,9    | -2,5             | -0,5                                 |
| Строительные работы  | -5,4   | -2,4    | -3,1 | -2,8   | -5,4 | 1,2  | -4,6 | -3,4   | -4,4     | -3,8    | -3,3             | -1,4                                 |
| Оборот розничной торговли  | 2,7    | 4,0     | 4,1  | 2,8    | 2,2  | 0,8  | 1,2  | 1,4    | 1,7      | 1,7     | 2,2              | 3,9                                  |
| Реальные располагаемые денежные доходы населения                   | -0,5   | 0,5     | -6,9 | 2,0    | 6,6  | -2,8 | 2,5  | 3,4    | 0,6      | 2,1     | 0,8              | 3,8                                  |
| Реальная начисленная заработная плата одного работника             | 5,2    | 4,6     | 3,8  | 3,2    | 2,1  | 2,1  | 1,4  | -1,2   | 1,5      | 0,3     | 2,2              | 5,7                                  |
| Численность безработных  | -6,6   | -2,5    | -5,4 | -4,7   | -5,2 | -9,8 | -7,8 | -7,5   | -6,8     | -6,6    | -6,3             | -1,1                                 |
| Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)       | 5,6    | 5,6     | 5,4  | 5,3    | 4,9  | 4,9  | 4,9  | 4,8    | 4,9      | 5,1     | 5,1 <sup>1</sup> | 5,5 <sup>1</sup>                     |

<sup>1</sup> На конец периода.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП  
стран – торговых партнеров России в 2014-2015 гг. (%)**

|              |                         | Прогноз роста ВВП |            |            |            | Справочно:<br>доля страны в агрегированном<br>показателе ВВП стран – торговых<br>партнеров |
|--------------|-------------------------|-------------------|------------|------------|------------|--|
|              |                         | 2014              |            | 2015       |            |  |
|              |                         | Декабрь           | Сентябрь   | Декабрь    | Сентябрь   |  |
| <b>Всего</b> |                         | <b>1,5</b>        | <b>1,7</b> | <b>2,3</b> | <b>2,5</b> | <b>100</b>   |
| 1            | Нидерланды              | 0,8               | 0,6        | 1,4        | 1,4        | 15,7   |
| 2            | Италия                  | -0,3              | 0,3        | 0,6        | 1,0        | 8,7  |
| 3            | Германия                | 1,4               | 2,0        | 1,3        | 1,8        | 8,0  |
| 4            | Китай                   | 7,3               | 7,4        | 7,1        | 7,2        | 7,0  |
| 5            | Украина                 | -6,8              | -5,0       | 0,2        | 0,7        | 6,5  |
| 6            | Турция                  | 3,0               | 2,5        | 3,7        | 4,0        | 6,4  |
| 7            | Беларусь                | 1,3               | 1,1        | 2,1        | 2,1        | 5,9  |
| 8            | Польша                  | 3,3               | 3,3        | 3,2        | 3,4        | 4,9  |
| 9            | Соединенное Королевство | 3,0               | 3,0        | 2,6        | 2,6        | 3,5  |
| 10           | США                     | 2,3               | 2,5        | 3,0        | 3,1        | 3,5  |
| 11           | Финляндия               | -0,2              | 0,1        | 0,8        | 1,2        | 3,4  |
| 12           | Казахстан               | 4,4               | 5,6        | 4,9        | 5,4        | 3,4  |
| 13           | Япония                  | 0,6               | 1,3        | 1,0        | 1,2        | 3,3  |
| 14           | Франция                 | 0,4               | 0,8        | 0,8        | 1,1        | 3,2  |
| 15           | Республика Корея        | 3,6               | 3,7        | 3,8        | 3,8        | 2,8  |
| 16           | Швейцария               | 1,5               | 2,0        | 1,8        | 2,2        | 2,6  |
| 17           | Латвия                  | 2,6               | 3,5        | 3,3        | 4,1        | 1,9  |
| 18           | Венгрия                 | 3,0               | 2,3        | 2,3        | 2,0        | 1,8  |
| 19           | Индия                   | 5,3               | 5,1        | 6,2        | 5,9        | 1,7  |
| 20           | Бельгия                 | 1,0               | 1,3        | 1,4        | 1,6        | 1,5  |
| 21           | Чехия                   | 2,4               | 2,0        | 2,6        | 2,7        | 1,5  |
| 22           | Словакия                | 2,4               | 2,5        | 2,9        | 3,1        | 1,5  |
| 23           | Испания                 | 1,3               | 1,1        | 1,8        | 2,0        | 1,3  |

Источник: Банк России.



Таблица 10

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

|   | 2013<br>(факт) | 2014<br>(оценка) | 2015        |             | 2016       |            | 2017       |            |
|---|----------------|------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|   |                |                  | базовый     | рисковый    | базовый    | рисковый   | базовый    | рисковый   |
| Цена на нефть марки «Юралс»<br>(средняя за год), долл. США за баррель | 108            | 98               | 80          | 60          | 80         | 60         | 80         | 60         |
| <b>Счет текущих операций</b>  | <b>34</b>      | <b>64</b>        | <b>56</b>   | <b>39</b>   | <b>55</b>  | <b>22</b>  | <b>49</b>  | <b>33</b>  |
| Торговый баланс   | 182            | 188              | 163         | 129         | 160        | 126        | 157        | 134        |
| Экспорт   | 523            | 500              | 460         | 371         | 465        | 377        | 472        | 390        |
| Импорт  | -341           | -312             | -296        | -243        | -304       | -251       | -315       | -255       |
| Баланс услуг  | -58            | -52              | -42         | -35         | -41        | -40        | -41        | -34        |
| Экспорт   | 70             | 69               | 69          | 62          | 68         | 58         | 70         | 67         |
| Импорт  | -128           | -121             | -111        | -97         | -109       | -98        | -111       | -101       |
| Баланс первичных и вторичных доходов                                  | -90            | -72              | -65         | -55         | -64        | -64        | -67        | -67        |
| <b>Счет операций с капиталом</b>                                      | <b>0</b>       | <b>-42</b>       | <b>0</b>    | <b>0</b>    | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>Сальдо счета текущих операций<br/>и счета операций с капиталом</b> | <b>34</b>      | <b>22</b>        | <b>56</b>   | <b>39</b>   | <b>55</b>  | <b>22</b>  | <b>49</b>  | <b>33</b>  |
| <b>Финансовый счет<br/>(кроме резервных активов)</b>                  | <b>-56</b>     | <b>-103</b>      | <b>-121</b> | <b>-118</b> | <b>-78</b> | <b>-73</b> | <b>-56</b> | <b>-61</b> |
| Сектор государственного управления<br>и центральный банк              | 6              | 31               | -3          | -3          | -3         | -3         | -3         | -3         |
| Частный сектор<br>(включая чистые ошибки и пропуски)                  | -62            | -134             | -118        | -115        | -75        | -70        | -53        | -58        |
| <b>Изменение валютных резервов<br/>(«+» - снижение, «-» - рост)</b>   | <b>22</b>      | <b>81</b>        | <b>65</b>   | <b>80</b>   | <b>23</b>  | <b>51</b>  | <b>6</b>   | <b>27</b>  |

Примечание: итоговые значения могут отличаться от суммы отдельных статей в связи с округлением.

Источник: Банк России.

Таблица 11

**Основные показатели прогноза Банка России**

|  | 2013<br>(факт) | 2014<br>(оценка) | 2015    |          | 2016    |          | 2017    |          |
|--|----------------|------------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|
|  |                |                  | базовый | рисковый | базовый | рисковый | базовый | рисковый |
| Цена на нефть марки «Юралс»<br>(средняя за год), долл. США за баррель                                | 108,3          | 98               | 80      | 60       | 80      | 60       | 80      | 60       |
| Валовой внутренний продукт,<br>в % год к предыдущему году  | 1,3            | 0,6              | 0,0     | -4,6     | -0,7    | -1,0     | 1,1     | 5,7      |
| Инфляция,<br>в % декабрь к декабрю предыдущего года  | 6,5            | 10,1             | 8,2-8,7 | 9,3-9,8  | 5,5-6,0 | 5,8-6,3  | 4,0-4,8 | 3,5-4,3  |
| Денежная масса в национальном определении,<br>в % прирост за год                                     | 14,6           | 4-6              | 6-8     | менее 5  | 8-10    | 3-6      | 8-11    | 11-15    |
| Денежная база в узком определении,<br>в % прирост за год   | 8,0            | 4-6              | 7-9     | менее 5  | 6-8     | 3-6      | 6-8     | 10-12    |
| Кредит нефинансовым организациям<br>и населению в рублях и иностранной валюте,<br>в % прирост за год | 17,1           | 20-22            | 5-8     | менее 5  | 7-10    | 4-8      | 8-11    | 13-18    |

Источник: Банк России.

Таблица 12

**Динамика элементов использования ВВП  
(в постоянных ценах, в % к предыдущему периоду)**

|  | 2013<br>(факт) | 2014<br>(оценка) | 2015    |          | 2016    |          | 2017    |          |
|--|----------------|------------------|---------|----------|---------|----------|---------|----------|
|  |                |                  | базовый | рисковый | базовый | рисковый | базовый | рисковый |
| ВВП                                    | 1,3            | 0,6              | 0,0     | -4,6     | -0,7    | -1,0     | 1,1     | 5,7      |
| Расходы на конечное потребление        | 3,5            | 0,9              | 0,1     | -4,5     | -0,2    | -1,4     | 0,9     | 3,8      |
| –домашних хозяйств                     | 4,7            | 1,3              | -0,3    | -6,4     | -0,9    | -2,5     | 0,9     | 4,8      |
| Валовое накопление                     | -6,1           | -9,0             | -6,2    | -20,0    | -5,5    | -3,5     | 2,6     | 15,0     |
| –валовое накопление основного капитала | -0,1           | -3,3             | -5,1    | -10,2    | -5,0    | -1,2     | 1,7     | 5,2      |
| Чистый экспорт                         | 5,7            | 33,5             | 22,6    | 52,6     | 11,6    | 14,3     | -1,5    | -7,5     |
| –экспорт                               | 4,2            | 0,2              | 0,0     | -1,0     | 0,5     | 0,5      | 1,2     | 4,0      |
| –импорт                                | 3,7            | -8,5             | -5,9    | -15,0    | -2,4    | -3,1     | 1,9     | 7,0      |

*Источник: Банк России.*

## Перечень врезок

|  |    |
|--|----|
| Баланс спроса и предложения нефти на мировом рынке .....   | 14 |
| Изменение структуры внешнеторговых связей России .....   | 18 |
| Влияние курсовых колебаний на динамику импорта:<br>общие вопросы и основные направления исследований ..... | 49 |
| Факторы динамики цен на мясо и мясопродукты.....   | 51 |
| Факторы динамики цен на молоко и молочную продукцию .....  | 53 |
| Эффект переноса валютного курса на инфляцию<br>и его особенности в условиях таргетирования инфляции.....   | 54 |
| О динамике курса рубля в 2014 году<br>и его фундаментальном равновесии .....                               | 65 |
| Предоставление центральными банками<br>иностранной валюты: мировой опыт .....                              | 71 |