

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

**Доклад о денежно-  
кредитной политике**

---

**№ 3 (7) • Сентябрь 2014**

**Москва**

## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по данным на 11.09.14.  
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 25.08.14.

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

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
<i>Мировая экономика и финансовые рынки</i> .....	5
<i>Товарные рынки</i> .....	15
<i>Платежный баланс</i> .....	17
I.2. Финансовые условия .....	19
<i>Денежный рынок и операции Банка России по регулированию ликвидности     банковского сектора</i> .....	19
<i>Цены на активы и долговой рынок</i> .....	22
<i>Кредитные и депозитные операции банков</i> .....	26
<i>Денежные агрегаты</i> .....	32
I.3. Внутренние экономические условия .....	34
<i>Экономическая активность</i> .....	34
<i>Бюджетная политика</i> .....	40
<i>Инфляция</i> .....	41
<i>Инфляционные ожидания</i> .....	45
II. Перспективы развития экономической ситуации, оценка рисков и решения в области денежно-кредитной политики.....	51
II.1. Перспективы развития экономической ситуации и решения об уровне ключевой ставки Банка России.....	51
II.2. Оценка рисков.....	56
II.3. Изменения в системе инструментов и иные меры денежно-кредитной политики .....	59
Глоссарий .....	62
Статистическое приложение .....	69
Перечень врезок .....	73



## Резюме

Банк России принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 8,0% в сентябре 2014 г. после ее повышения на 50 б.п. в июле. Текущая направленность соответствует достижению среднесрочной цели по инфляции 4%. Объявление западными странами секторальных санкций в отношении российской экономики, а также введение Россией эмбарго на поставки отдельных видов товаров из ряда стран привели к ускорению инфляции при одновременном ухудшении перспектив экономического роста. В случае распространения влияния указанных факторов на цены широкого круга товаров и услуг и появления угрозы превышения инфляцией целевого уровня в среднесрочной перспективе Банк России может продолжить повышение ключевой ставки.

После ускорения в июне до максимального с начала года значения (7,8% к соответствующему периоду предыдущего года) в июле рост потребительских цен замедлился до 7,5%, что преимущественно было обусловлено меньшей индексацией регулируемых цен и тарифов на коммунальные услуги. Дополнительным фактором, оказывающим сдерживающее влияние на инфляцию, стала стабилизация ситуации на валютном рынке, чему способствовало в том числе повышение ключевой ставки Банком России в марте-апреле 2014 года. Согласно прогнозу, опубликованному в Докладе о денежно-кредитной политике в июне 2014 г., во втором полугодии 2014 г. ожидалось дальнейшее снижение инфляции. Однако введение ограничений на импорт некоторых категорий товаров из ряда стран привело к ускорению роста потребительских цен на отдельных рынках. По оценкам на 8 сентября 2014 г., годовой темп прироста потребительских цен составил 7,7%. Масштаб дальнейшего влияния указанного фактора на цены будет зависеть от скорости смены поставщиков данных товаров и возможностей импортозамещающих производств по расширению выпуска. Дополнительный вклад в годовую инфляцию, связанный с ограничениями на импорт, может составить до 1,5 п.п. и будет реализован до середины 2015 года. В результате темпы прироста потребительских цен с высокой вероятностью сохранятся на уровне, превышающем 7%, до конца 2014 года.

Фактический темп роста ВВП во II квартале 2014 г. был несколько выше прогноза Банка России. Однако в условиях сохранения сдерживающего влияния со стороны внутренних факторов структурного характера, а также повышенной внешнеэкономической неопределенности во втором полугодии 2014 г. ожидается большее, чем прогнозировалось ранее, замедление экономического роста. В целом в 2014 г. темп прироста ВВП ожидается, как и ранее, на уровне 0,4%.

В среднесрочной перспективе прогнозируется постепенное увеличение темпов роста российской экономики и приближение совокупного выпуска к потенциальному уровню. Темпы прироста ВВП составят 1,0% в 2015 г., 1,9% в 2016 г. и 2,3% в 2017 году. Основным источником экономического роста останется внутренний инвестиционный и потребительский спрос. По мере снижения экономической неопределенности, улучшения ожиданий субъектов экономики и смягчения финансовых условий инвестиционная активность будет постепенно восстанавливаться. Росту инвестиций также должно способствовать планируемое начало реализации ряда крупных инфраструктурных и инвестиционных проектов с государственным участием. В условиях некоторого ускорения роста совокупных трудовых доходов, снижения инфляции и стабильной динамики предложения кредита будет наблюдаться восстановление темпов роста потребительского спроса в 2016–2017 гг. после его замедления в 2015 году.

Темпы роста внешнего спроса в ближайшие годы останутся невысокими и не окажут значительного стимулирующего воздействия на экономический рост России. Постепенное снижение цен на нефть обусловит сохранение невысоких положительных темпов роста экспорта. В условиях восстановления темпов роста импорта вклад чистого экспорта в рост ВВП будет слабоотрицательным в 2016–2017 годах.

Текущая направленность денежно-кредитной политики обеспечивает условия для постепенного замедления роста потребительских цен. По прогнозу Банка России, при отсутствии новых негативных событий ожидается снижение инфляции до целевого уровня 4% в среднесрочной перспективе. Замедлению роста потребительских цен также будет способствовать постепенное исчерпание влияния на цены введенных в августе 2014 г. ограничений на импорт отдельных групп продовольственных товаров из ряда стран, стабилизация динамики валютного курса, невысокий агрегированный спрос при сохранении совокупного выпуска ниже потенциального уровня и снижение инфляционных ожиданий.

Вместе с тем в настоящее время сохраняются высокие инфляционные риски. Их реализация может привести к отклонению инфляции от целевого уровня в среднесрочной перспективе. Данные риски связаны с неопределенностью дальнейшего развития внешнеэкономической ситуации и ее влиянием на динамику курса рубля и ожидания экономических агентов. Значительное воздействие на цены также могут оказать возможные изменения государственной налоговой политики. Банк России будет определять параметры денежно-кредитной политики с учетом необходимости обеспечения замедления инфляции до целевого уровня без создания рисков для устойчивости экономического роста.



# I. Макроэкономические условия

## I.1. Внешнеэкономические условия и платежный баланс

Восстановление роста экономики стран – торговых партнеров остается медленным и неоднородным, а внешняя инфляция умеренной. В августе произошло снижение цены на нефть на мировом рынке. Введение секторальных санкций в отношении российской экономики привело к ограничению доступа крупных корпоративных заемщиков к внешним рынкам капитала. Негативное воздействие указанных событий на российскую экономику было несколько смягчено ослаблением рубля, что однако может привести к усилению инфляционного давления.

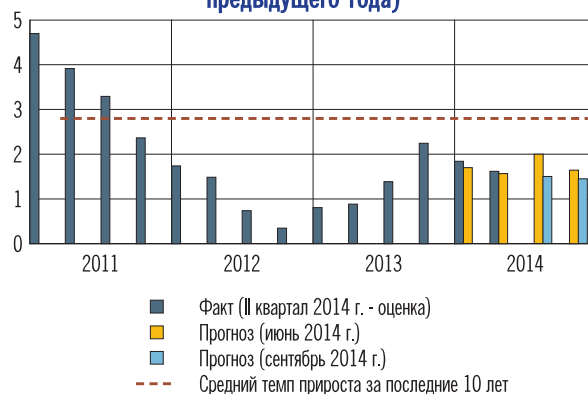
### Мировая экономика и финансовые рынки

Наметившееся в начале 2014 г. замедление роста агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров России<sup>1</sup>, по оценке, продолжилось. Смены указанной тенденции до конца 2014 г. не ожидается, при этом Банк России понизил прогноз роста данного показателя. Восстановление мировой экономики остается медленным и неравномерным, и, несмотря на появление позитивных сигналов, позволяющих говорить об улучшении перспектив в ряде ведущих стран мира, замедление роста экономик европейских стран и стран СНГ оказывает сдерживающее влияние на динамику внешнего спроса для России. Международный валютный фонд (МВФ) в июле 2014 г. понизил прогноз роста мирового выпуска товаров

и услуг в 2014 г. с 3,7 до 3,4%. Пересмотр связан не только со слабой экономической активностью I квартала (главным образом в США), но и с ожиданием более медленного роста экономик ряда стран с формирующимися рынками, включая Бразилию, Китай, Мексику, ЮАР, а также Россию.

Согласно предварительным данным, ВВП еврозоны во II квартале 2014 г. не изменился<sup>2</sup> по сравнению с I кварталом (0,2% в предыдущем квартале). Негативные тенденции наблюдались в крупнейших экономиках региона – Германии (-0,2%), Франции (0,0%) и Италии (-0,2%, сокращение ВВП происходило второй квартал подряд). Данные по экономике еврозоны, выходявшие в июле-августе, были в среднем хуже ожиданий участников рынка. Опережающие индикаторы снизились: PMI<sup>3</sup> в промыш-

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.

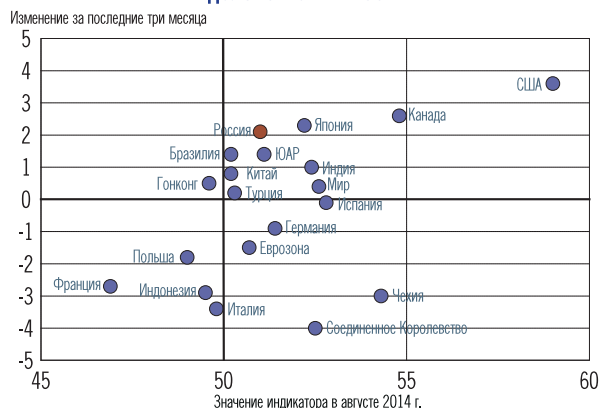
Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат, расчеты и прогноз Банка России.

<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 5 Приложения.

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

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

### Опережающие индикаторы деловой активности



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

ленности составлял 50,7 в августе, причем во Франции индикатор четыре месяца подряд находится ниже отметки 50. Нисходящую динамику демонстрировал и индекс потребительских настроений. Экономическая активность в странах Центральной и Восточной Европы, по оценке, также снизилась.

С учетом вышедших данных Банк России скорректировал вниз прогнозы роста по ряду европейских стран<sup>4</sup>. Опасения относительно дальнейшего замедления роста в данном регионе связаны с проблемами в банковском секторе отдельных стран (Португалия, Болгария) и с нарушением внешнеторговых связей вследствие введения взаимных санкций Европейским союзом (ЕС) и Россией. Негативные тенденции в экономике европейских стран усиливает крайне низкая инфляция. Вместе с тем поддержку экономике, как ожидается, окажут стимулирующие меры Европейского центрального банка (ЕЦБ).

Продолжали ухудшаться перспективы роста ВВП стран СНГ. Помимо внутренних дисбалансов сдерживающее влияние на экономики этих стран оказало замедление экономического роста в России и повышенная экономическая неопределенность. Спад

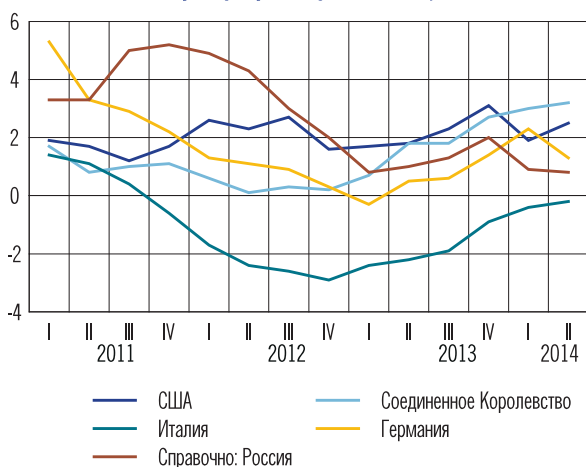
<sup>4</sup> См. Таблицу 5 Приложения «Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП стран – торговых партнеров России в 2014 году».

на Украине усилился: во II квартале ВВП сократился на 4,6% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. С учетом того, что ожидавшейся стабилизации экономической ситуации на Украине не произошло, Банк России пересмотрел в сторону снижения прогноз темпов роста ВВП страны в 2014 году. По оценке, во II квартале прирост ВВП Белоруссии составил 1,6% относительно II квартала 2013 года. Ощутимого ускорения роста экономики Белоруссии не ожидается, поскольку инвестиции в основной капитал продолжают сокращаться, а рост доходов домохозяйств замедляется. ВВП Казахстана увеличился во II квартале, согласно предварительной оценке, на 4,0%, что было хуже ожиданий Банка России, причем промышленное производство продолжило стагнировать, в связи с чем Банк России понизил прогноз роста экономики данной страны в 2014 году.

Позитивные тенденции наблюдаются в США и Соединенном Королевстве. Прирост ВВП США после сокращения под действием временных факторов на 0,5% в I квартале 2014 г. ускорился во II квартале до 1,0%<sup>5</sup>. Повышение темпов роста было связано в первую очередь с увеличением инвестиций в жилую недвижимость и запасы, которые восстанавливались после значительной коррекции в начале года. Кроме того, произошло расширение экспорта и потребительских расходов, в частности на товары длительного пользования. Краткосрочные индикаторы деловой активности и состояние рынка труда указывают на сохранение благоприятной динамики в III квартале 2014 года. Уровень

<sup>5</sup> Одновременно с предварительной оценкой ВВП за II квартал 2014 г. Бюро экономического анализа США произвело ежегодный пересмотр данных за предыдущие периоды. Пересмотр затронул данные начиная с I квартала 2011 г. по I квартал 2014 г., а для отдельных компонентов ВВП он был осуществлен начиная с 1999 года. Уточненный темп прироста ВВП в 2013 г. составил 2,2% (предыдущая оценка – 1,9%), а оценка за I квартал 2014 г. повышена с -0,7 до -0,5% (относительно соответствующего квартала предыдущего года с 1,5 до 1,9%).

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



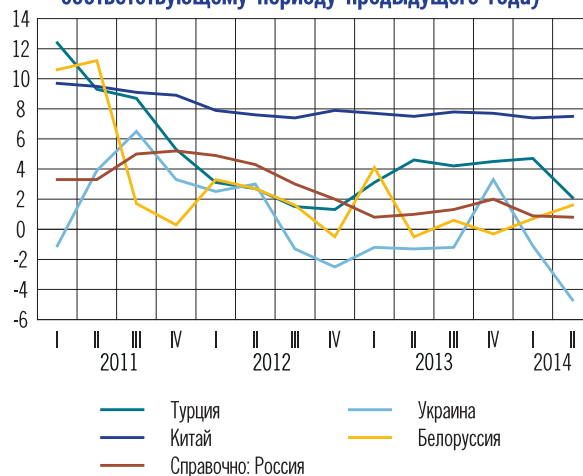
Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

безработицы снизился до 6,1% в августе, индикаторы PMI и индекс промышленного производства находились на высоких уровнях.

Прирост ВВП Соединенного Королевства во II квартале составил 0,8%, как и кварталом ранее. Увеличение ВВП в значительной мере было обусловлено подъемом в сфере услуг – на 1,0%, тогда как индекс промышленного производства возрос на 0,3%. Несмотря на то, что PMI в промышленности снизился в июле-августе, он по-прежнему оставался выше отметки 50, свидетельствуя о дальнейшем повышении деловой активности. Уровень безработицы снизился с 7,2% в начале 2014 г. до 6,4% в июне. В то же время сохраняются риски перегрева на рынке жилой недвижимости: во II квартале был отмечен значительный рост спроса на ипотечные кредиты.

После уверенного роста в начале года ВВП Японии, как и ожидалось, снизился во II квартале на 1,8% (кварталом ранее прирост ВВП составил 1,5%), что главным образом было связано с резким сокращением потребления домохозяйств и частных инвестиций по сравнению с их бурным ростом в I квартале в преддверии повышения налога с продаж. Однако после снижения в апреле многие индикаторы в дальнейшем восстанавливались (PMI в промышленности

**Темп роста ВВП стран – торговых партнерах России: страны с формирующимися рынками (в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источники: национальные органы государственной статистики.

в августе достиг отметки 52,2), поэтому сокращение экономики, по-видимому, является временным.

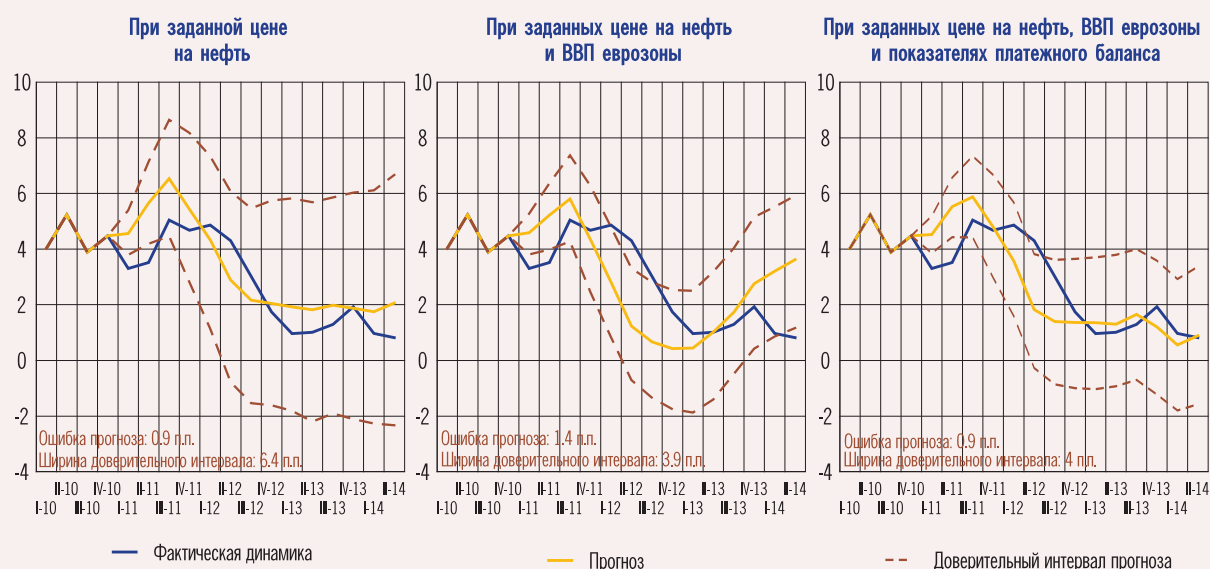
Экономическая ситуация в азиатских странах с формирующимися рынками в рассматриваемый период улучшалась в условиях повышения темпов роста экономики США – одного из ключевых торговых партнеров для стран данного региона, – несмотря на то, что замедление восстановления в Европе выступает сдерживающим фактором. Намечилось ускорение роста экономики Индии, связанное с улучшением настроений деловых кругов и повышением инвестиционной активности. В Китае стимулирующие меры властей – снижение резервных требований для отдельных банков, инфраструктурные проекты – способствовали ускорению роста экономики во II квартале 2014 г. до 2,0% (1,5% кварталом ранее). Ускорение произошло главным образом за счет повышения инвестиций и экспорта. Опережающие индикаторы продолжали указывать на повышение деловой активности: PMI в июле-августе превышал отметку 50. Тем не менее в июле-августе макроэкономическая статистика, включая данные о промышленном производстве и объеме кредитования, свидетельствовала о возможном замедлении роста экономики. Сохраняются опасения относительно ситуа-

### О влиянии внешних условий на экономику России

Значимость внешних условий для российской экономики велика. Вместе с тем разные аспекты этих условий (изменение цен на нефть, мировой деловой цикл, а также специфические факторы, влияющие на денежные потоки между Россией и внешним миром) могут оказывать разнонаправленное воздействие. С учетом этого количественная оценка влияния внешних факторов на экономический рост является достаточно сложной задачей. В настоящее время восстановление экономического роста в развитых странах потенциально может оказать стимулирующее воздействие на российскую экономику. Однако динамика цен на энергоносители, традиционно рассматриваемая как важный фактор экономического роста для России, напротив, указывает на отрицательный вклад в экономический рост со стороны внешних факторов. Кроме того, специфические для российской экономики факторы могут привести к отклонению величины финансовых потоков между Россией и зарубежными странами от значений, обусловленных глобальными тенденциями.

Для иллюстрации значимости предположений относительно динамики индикаторов внешнего сектора при прогнозировании экономического роста в России можно воспользоваться симуляцией темпов роста ВВП в 2011–2014 гг., полученными на основе Байесовской VAR-модели<sup>1</sup>. Так, медианный прогноз, полученный при фактической цене на нефть, в целом правильно отражает фактически сложившуюся динамику ВВП России, однако широкий доверительный интервал указывает на наличие значительной неопределенности в обнаруженной зависимости между ценой на нефть и экономическим ростом в России (см. рисунок ниже). Использование темпов роста экономики еврозоны как показателя, аппроксимирующего динамику внешнего спроса, в качестве дополнительной информации при расчете прогноза помогает существенно сузить доверительный интервал, но не позволяет спрогнозировать замедление темпов роста ВВП России в первой половине 2014 г., происходившее на фоне повышения годовых темпов экономического роста в Европе. Наконец, прогноз динамики российского ВВП при заданных показателях платежного баланса (объема экспорта, а также иностранных финансовых активов и обязательств), которые предположительно могут рассматриваться как результирующие показатели взаимодействия экономики России с внешним сектором, обладает наибольшей точностью.

### Условные прогнозы годовых темпов роста ВВП России (%)



Источник: Банк России.

<sup>1</sup> Модель оценивалась с использованием квартальных данных на периоде с 2001 по 2010 гг. и содержит набор из 21 макроэкономического показателя (помимо показателей внешнего сектора это индикаторы экономической активности, ценовые и денежно-кредитные показатели). Методологию оценивания подробнее см. в статье Banbura, M., Giannone, D., Reichlin, L. (2010) Large Bayesian VARs, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25 (1), с. 71–92.

Полученные результаты свидетельствуют о том, что замедление роста российской экономики в последние годы в значительной степени объясняется действием внешнеэкономических факторов, причем учет лишь нефтяных цен для анализа влияния внешних условий недостаточен и большое значение имеет динамика экономического роста в странах – торговых партнерах. Вместе с тем для объяснения замедления роста российской экономики в первой половине 2014 г. недостаточно информации, содержащейся в стандартных переменных. В данный период значительное негативное влияние на рост ВВП России оказывало нарушение экспортных и финансовых потоков вследствие роста внешнеэкономической неопределенности.

Полученные Банком России результаты относительно значимости внешнеэкономических факторов согласуются с оценками МВФ (Доклад «Перспективы развития мировой экономики», апрель 2014 г.). Оценки МВФ также позволяют говорить о значительном влиянии внешних условий, прежде всего роста экономик стран – торговых партнеров, на среднесрочные темпы экономического роста стран с формирующимися рынками.

В модели МВФ эластичность среднего за пять лет темпа роста ВВП на душу населения по росту ВВП в странах – торговых партнерах оценивается на уровне 0,97. Темпы роста агрегированного показателя ВВП стран – торговых партнеров России снизились с 4,6% в среднем в 2003–2007 гг. до 2,4% в 2010 – первом полугодии 2014 г., что в соответствии с моделью МВФ привело к структурному замедлению роста ВВП на душу населения в России на 2,1 п.п. Средние темпы роста показателя условий торговли за тот же период снизились с 14,2 до 8,8%, причем в 2013–2014 гг. они были отрицательными. С учетом оценки эластичности, составляющей 0,1, менее благоприятная динамика условий торговли привела к замедлению роста российской экономики еще на 0,5 п.п. (однако данный эффект в модели статистически не значим).

С другой стороны, произошедшее в посткризисный период снижение процентных ставок на мировом финансовом рынке, напротив, оказывало стимулирующее влияние на рост экономик стран с формирующимися рынками. По оценке, положительный вклад от снижения среднего уровня реальных процентных ставок на внешнем рынке в 2010–2013 гг. относительно 2003–2007 гг. в темпы роста ВВП на душу населения для России составил около 1 п.п. (с учетом изменения степени финансовой открытости страны, измеренной как отношение суммы иностранных активов и обязательств за вычетом резервных активов к ВВП).

ции на рынке недвижимости, где в июле наблюдалось дальнейшее снижение цен. Таким образом, перспективы роста ВВП на уровне установленного китайскими властями целевого значения (7,5%) подвержены значительным рискам.

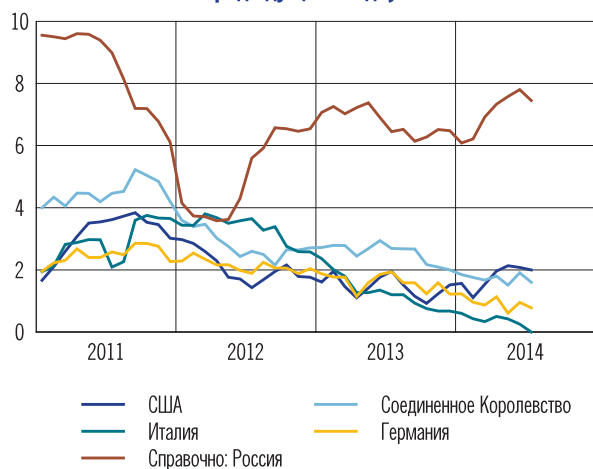
Инфляция в странах – торговых партнерах России в июне-июле 2014 г. в среднем ускорилась. Вместе с тем динамика цен, как и показателей деловой активности, существенно различалась среди стран. Годовые темпы роста цен в США, Японии, Великобритании, Бразилии и Турции в июне-июле были выше, чем февраль-мае 2014 года. Значительнее всего ускорилась инфляция в странах СНГ – крупных торговых партнерах России, однако влияние данного фактора на цены российского импорта сглаживается произошедшим

с начала 2014 г. ослаблением национальных валют Украины и Казахстана относительно рубля. В еврозоне инфляция продолжила замедляться: в июле темпы роста цен снизились до 0,4% к соответствующему периоду предыдущего года, что значительно ниже целевого ориентира ЕЦБ. В пяти странах региона наблюдалась дефляция, еще в трех – годовой прирост цен был нулевым.

Мировые цены на продовольствие в июне-августе снижались. Индекс продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО) снизился на 6,5% в августе относительно мая. Значительно подешевели зерновые благодаря улучшению прогнозов по урожаю в странах – крупнейших производителях. Заметно снизились цены на молочную продук-



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



Источники: национальные органы государственной статистики, Евростат.

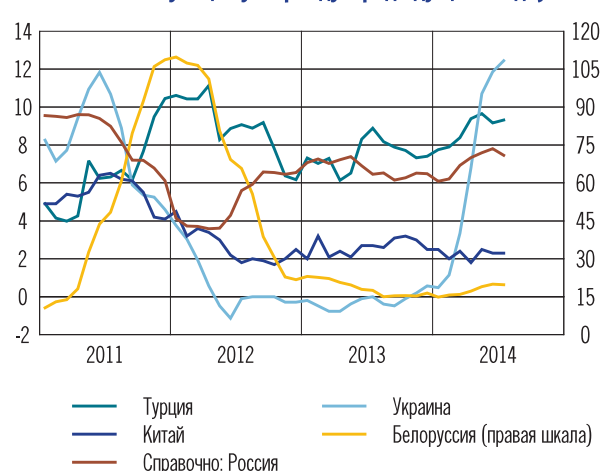
цию на фоне увеличения производства при некотором сокращении объемов спроса. Снижение мировых цен на продовольствие сдерживалось удорожанием мяса в условиях высокого спроса со стороны азиатских стран (в особенности Китая) и уменьшения поставок из Австралии и США.

В ближайшие кварталы возможно продолжение снижения мировых цен на продовольствие ввиду ожидаемого роста предложения по ряду товаров. Кроме того, риски ухудшения погодных условий, связанные с природным явлением Эль-Ниньо<sup>6</sup>, за прошедший период снизились: вероятность возникновения данной аномалии и ее ожидаемая интенсивность, по оценкам экспертов, уже не столь велики, как считалось кварталом ранее.

Наблюдаемое замедление экономического роста в Европе в совокупности со снижением мировых цен на продовольствие и энергоносители увеличивают вероятность того, что внешнее инфляционное давление

<sup>6</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).

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



Источники: национальные органы государственной статистики.

для России в ближайшие кварталы не будет усиливаться. В то же время проинфляционным фактором для России станет изменение структуры торговых связей в свете введенного эмбарго на импорт отдельных товаров из ряда стран. Необходимость поиска новых поставщиков на международном рынке в краткосрочной перспективе может привести к ускорению роста внутренних цен вследствие сокращения предложения. Еще одним эффектом может стать переориентация импортеров на поставки продовольственной продукции из стран с более высокой ее стоимостью и в целом более высоким уровнем инфляции.

В условиях пониженной деловой активности и слабого инфляционного давления центральные банки развитых стран в рассматриваемый период продолжали придерживаться мягкой денежно-кредитной политики, что способствовало сохранению на низком уровне процентных ставок на мировом финансовом рынке. Однако с учетом неоднородности экономической ситуации в разных странах мира планы регуляторов заметно различаются. Смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ 5 июня<sup>7</sup> приве-

<sup>7</sup> Подробное описание объявленных ЕЦБ мер было приведено в выпуске Доклада о денежно-кредитной политике № 2 (6).

## Динамика мировых продовольственных цен (%)\*

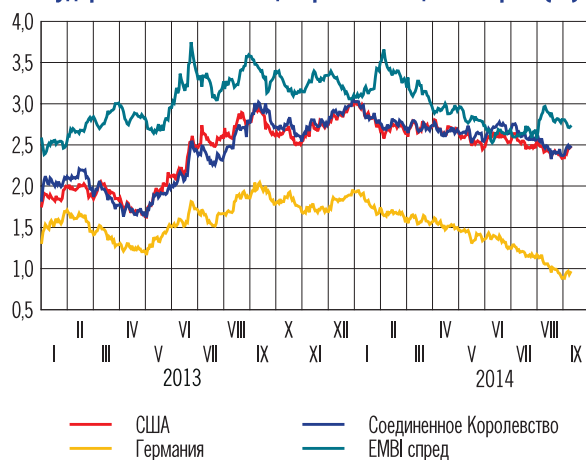


\* Среднее значение за последний месяц периода к среднему значению за последний месяц предыдущего периода.  
Источник: ФАО.

ло к снижению доходностей на европейских рынках. 4 сентября ЕЦБ вновь снизил ключевую ставку, а также объявил о запуске с октября 2014 г. программы покупки обеспеченных активами ценных бумаг. Продолжил проводить стимулирующую политику и центральный банк Японии. Однако в США и Соединенном Королевстве денежно-кредитная политика в ближайшем будущем может изменить направление: последние протоколы заседаний Федеральной резервной системы США (ФРС США) и Банка Англии указывали на то, что не исключено более быстрое, чем предполагалось участниками рынка ранее, повышение ключевых ставок.

Индикаторы волатильности и восприятия риска инвесторами на мировом финансовом рынке оставались на невысоких уровнях до второй половины июля, однако затем резко возросли вследствие усиления напряженности на Украине и Ближнем Востоке. Во второй половине августа волатильность индикаторов вновь снизилась, несмотря на сохранение действия ряда потенциально рискованных факторов. Индекс мировых фондовых рынков MSCI в целом за июль-август возрос на 2,4% (7,6% в феврале-мае), при этом фондовые индексы европейских стран снизились на фоне слабых макроэкономических данных, а также взаимных санкций ЕС

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



Источник: Bloomberg.

и России, которые могут нанести урон европейской экономике. Американский индекс S&P500 за рассматриваемый период прибавил 4,1%. Наиболее выраженный рост продемонстрировали индексы развивающихся стран (5,9%), чему в том числе способствовали ожидания ускорения роста экономики Китая.

Внешние финансовые условия для России улучшались в июне и первой половине июля в условиях благоприятной конъюнктуры на мировом финансовом рынке, однако в дальнейшем обострение ситуации на Украине и введение отдельными странами секторальных санкций в отношении российской экономики привели к значительному увеличению рискованных премий и ужесточению условий привлечения внешнего финансирования. Ограничение доступа на рынки капитала развитых стран вынуждает крупнейшие российские компании искать новые источники финансирования, а это в свою очередь приводит к увеличению стоимости привлечения ресурсов. При этом ухудшение условий заимствования затрагивает не только компании, в отношении которых были введены ограничения. С середины июля размещение российских корпоративных еврооблигаций практически полностью прекратилось. Общее снижение доверия инвесторов к российским

**Мировые фондовые индексы MSCI  
(1.01.2013 = 100%)**



Источник: Bloomberg.

активам и рост премии за риск (пятилетний CDS спред на Россию в августе в среднем находился на уровне 243 б.п., тогда как в июне значение спреда составляло около 180 б.п.) привели к падению российских фондовых

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



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

индексов и ослаблению рубля. На динамику валютного курса также повлияло снижение мировых цен на нефть. Вместе с тем отток капитала с российского рынка и ослабление национальной валюты были меньше, чем в на-

### **Признаки наличия пузырей на мировых фондовых рынках и обусловленные ими риски для России**

Дисбалансы на рынках активов способны оказывать существенное влияние на ситуацию в финансовой системе и в экономике в целом. В периоды высокого спроса на рискованные активы процесс роста их цен может становиться во многом самоподдерживающимся, в результате чего котировки ценных бумаг существенно отклоняются от фундаментально обоснованных уровней, что в перспективе способно привести к разгону инфляции и оттоку средств из реального сектора экономики. И наоборот, когда пузырь «схлопывается», самоподдерживающейся становится распродажа на фондовом рынке. Падение цен активов, рост неопределенности и премий за риск в конечном счете вызывают спад в экономике.

Более того, глобальная природа мировых финансовых рынков приводит к тому, что формирование (и «схлопывание») пузыря на отдельном крупном рынке оказывает влияние на рынки других стран. Особого внимания заслуживает в этом отношении американский фондовый рынок –

### **Значения P/E американского и мирового фондовых индексов**

MSCI US	Текущее P/E	5-летнее среднее	Отношение текущего к среднему	P-значение*
30.06.2000	25,2	19,8	1,27	92,7%
30.09.2007	16,6	16,1	1,04	79,4%
25.08.2014	17,0	14,4	1,18	96,3%
MSCI WORLD	Текущее P/E	5-летнее среднее	Отношение текущего к среднему	P-значение*
30.06.2000	27,1	24,4	1,11	89,8%
30.09.2007	15,5	15,5	1,00	48,7%
25.08.2014	16,1	13,9	1,16	92,3%

\* Вероятность, с которой значение P/E должно быть ниже текущего, в предположении о нормальности распределения P/E.

Источники: Bloomberg, Банк России.



### Индекс фондовых рынков США MSCI US и его коэффициент P/E



Источники: Bloomberg, Банк России.

на инфляцию. Так или иначе, этот показатель можно интерпретировать как срок, в течение которого вложение в акции окупится, если они будут генерировать такой же поток доходов. Значения P/E обычно значительно более стабильны во времени, чем сами фондовые индексы, и существенное отклонение от среднего уровня свидетельствует о пере- или недооцененности акций по сравнению с фундаментальными показателями (динамикой доходов компаний, определяемой ситуацией в экономике).

На текущих уровнях эти индексы оценены даже более высоко, чем в преддверии кризиса интернет-компаний 2000-2001 гг., что создает риски существенной коррекции при появлении подходящего информационного повода.

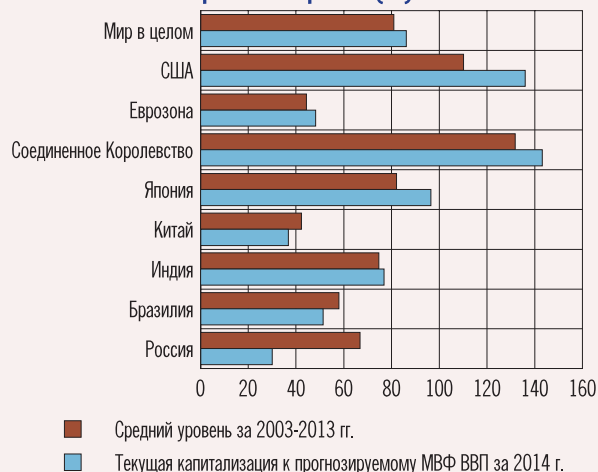
Значительное отклонение коэффициента от средних значений является довольно надежным индикатором будущей динамики фондового индекса. Когда разница между текущим и средним за пять лет значением P/E приближается к двум стандартным отклонениям, с высокой вероятностью происходит разворот в динамике индекса. В 2014 г. значения американских фондовых индексов вновь приблизились к «опасным» уровням.

крупнейший рынок в мире, и именно события на американском рынке обычно задают тенденции для мирового финансового рынка в целом. Так, например, объявление ФРС США о намерении начать сворачивание программы покупки активов в середине 2013 г. привело к масштабному оттоку средств с рынков развивающихся стран.

За последние несколько лет мировые фондовые индексы (прежде всего в развитых странах) существенно выросли, обновив исторические максимумы.

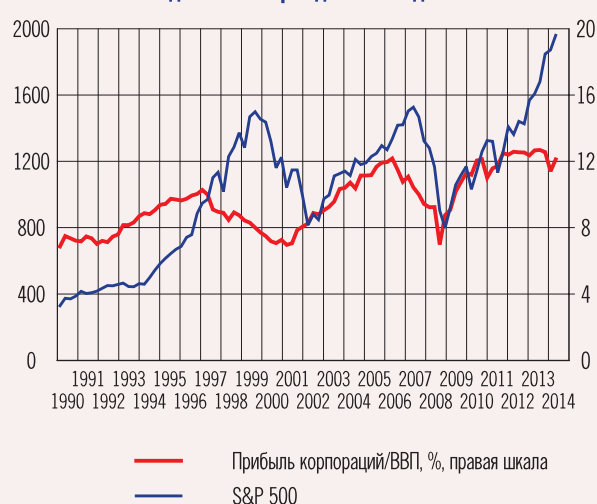
Для оценки «справедливости» значений фондовых индексов традиционно используется отношение прибыли на акцию к цене акции (price-earnings ratio, P/E). В различных вариациях используется фактическое значение прибыли за отчетный период, ее прогноз или среднее значение, скорректированное

### Отношение капитализации рынка акций к ВВП в разных странах (%)



Источники: Bloomberg, МВФ, Банк России.

### Доля прибыли корпораций в ВВП США и динамика фондового индекса



Источники: Bloomberg, Банк России.

Еще один индикатор пере- или недооцененности рынка акций – это соотношение капитализации фондового рынка и объема номинального ВВП. В равновесии капитализация рынка акций растет темпами, сопоставимыми с темпом роста номинального ВВП. Существенное отклонение от среднего уровня отношения капитализации к ВВП может быть связано с аномально высоким (или низким) уровнем капитализации и, следовательно, говорить о переоцененности (или недооцененности) активов.

В мире в целом текущий уровень капитализации рынка акций по отношению к ВВП практически не отличается от среднего уровня за последние 10 лет, однако наблюдаются значительные различия между странами: в большинстве стран с формирующимися рынками отношение капитализации к ВВП пока ниже средних значений, но в США оно уже существенно их превышает. В других развитых странах этот показатель также начинает превышать средние исторические уровни. Таким образом, можно констатировать, что на крупных сегментах мирового рынка акций котировки начинают отрываться от фундаментально обоснованных уровней, что создает риски коррекции спроса на рискованные активы в мире в целом.

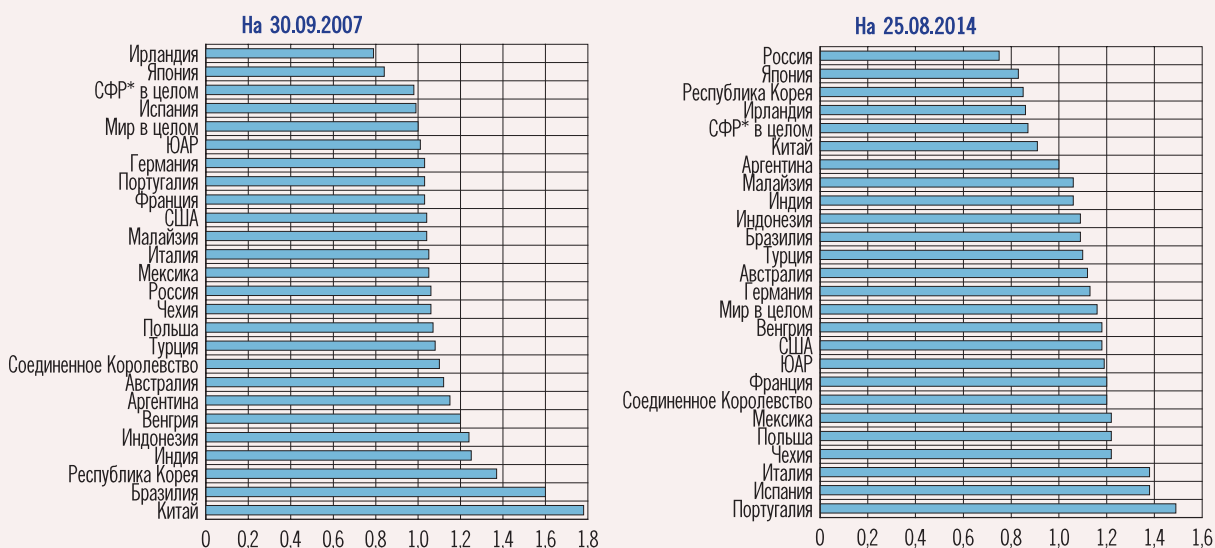
В лидерах переоцененности пока находится рынок США. Дополнительным негативным сигналом является тот факт, что в США перестают действовать два фактора, оказывавших на протяжении последних лет поддержку росту цен на фондовых рынках, а именно: заканчивается программа покупки активов ФРС США; начали снижаться, по крайней мере в отношении к ВВП, прибыли американских корпораций.

Вместе с тем существует теория, согласно которой текущий высокий уровень цен на активы на рынке США можно считать «равновесным» в том смысле, что он является результатом сложившегося крайне низкого уровня процентных ставок. В таком случае можно не опасаться резкого падения котировок на американском (и мировом) фондовом рынке, если повышение процентных ставок будет постепенным. Пока нет явных рисков неконтролируемого роста процентных ставок, а значит, не следует опасаться масштабной коррекции на фондовом рынке США, способной вызвать значимое падение цен на рынках других стран.

Кроме того, частично компенсировать ожидаемый рост ставок ФРС США будет мягкая политика ЕЦБ, который, вероятно, сохранит текущий уровень ключевой ставки (0,05%) как минимум до конца 2015 г., а также планирует значительно увеличить объемы предоставленной европейским банкам ликвидности.

Если коррекция на фондовых рынках развитых стран будет плавной и неглубокой, это может даже оказать определенный позитивный эффект на рынки развивающихся стран. Сейчас, в отли-

#### Отношение текущего значения коэффициента P/E к 5-летнему среднему для фондовых индексов разных стран



\* Страны с формирующимися рынками.

Источники: Bloomberg, Банк России.

чие, например, от кризиса 2008–2009 гг., наблюдается большая неоднородность в оценке развитых и развивающихся рынков. Фондовые индексы стран с формирующимися рынками (а России в особенности) остаются существенно недооценены, и сохраняется вероятность, что в случае если коррекция на наиболее переоцененных рынках будет не слишком глубокой, она приведет не к распродаже рискованных активов в мире в целом, а к перераспределению средств и увеличению спроса на наиболее недооцененных рынках. В отсутствие специфических для России негативных факторов это могло бы привести к увеличению объема вложений иностранных инвесторов в российские активы.

### 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».

### 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.

Источник: Bloomberg.

чале 2014 г. (номинальный эффективный курс рубля снизился за июль-август на 2,9%, тогда как за I квартал 2014 г. – на 7,4%), что могло в том числе объясняться произошедшим вследствие ужесточения политики Банка России повышением процентных ставок в экономике, сделавшим невыгодными спекуляции против рубля на валютном рынке.

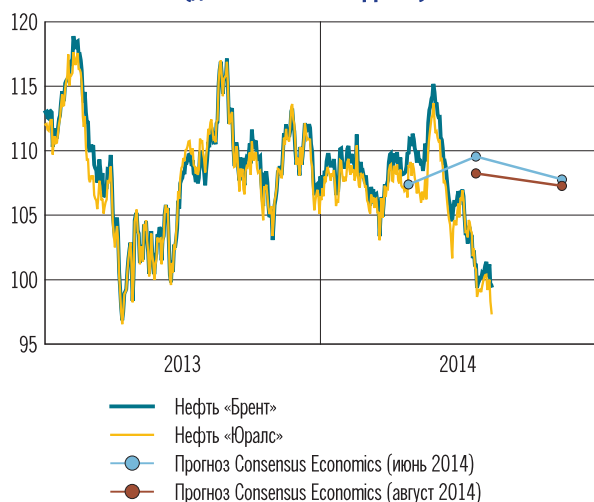
Банк России ожидает, что в условиях сохранения ключевых ставок центральных банков развитых стран на низком уровне краткосрочные процентные ставки на мировом финансовом рынке также в ближайшие кварталы останутся низкими, поддерживая в целом благоприятные условия внешнего финансирования для большинства стран с формирующимися рынками. Однако не исключается увеличение средне- и долгосрочных процентных ставок и рост волатильности на мировом рынке по мере приближения цикла повышения процентной ставки ФРС

США. При этом с учетом недооцененности активов развивающихся стран повторения масштабного оттока капитала с формирующихся рынков, аналогичного произошедшему в середине 2013 г., не прогнозируется. В то же время сохранение действия специфических для России факторов, связанных с введенными санкциями, а также с возможностью усиления внешнеэкономической неопределенности и появления новых санкционных ограничений, указывает на отсутствие потенциала для значимого улучшения внешних финансовых условий для России по меньшей мере до конца 2014 года.

## Товарные рынки

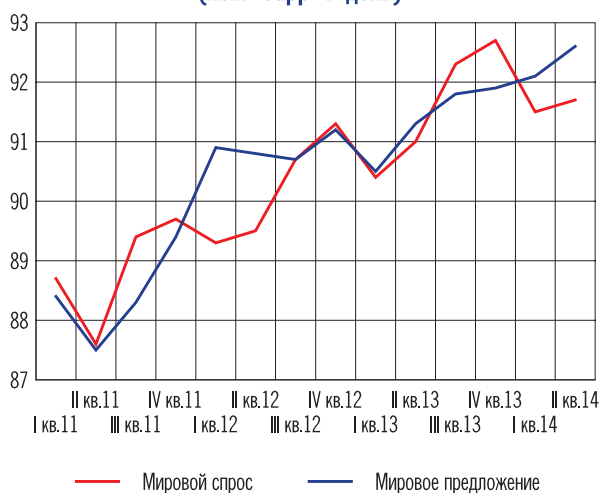
В июне-августе 2014 г. мировые цены на основные товары российского экспорта снизились, что с учетом роста цен импорта привело к ухудшению условий торговли.

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



Источники: Reuters, Consensus Economics.

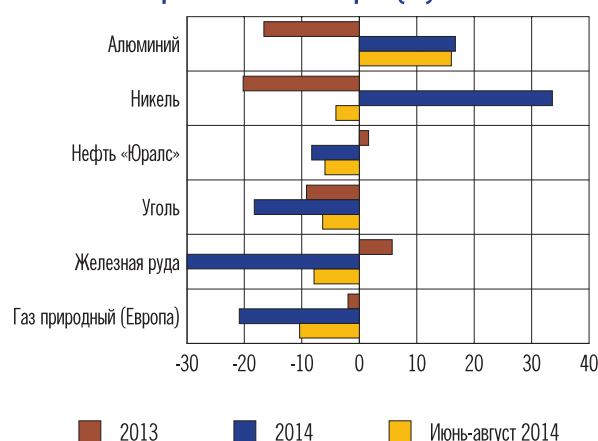
**Соотношение мирового спроса и предложения нефти  
(млн. барр. в день)**



Источники: Международное энергетическое агентство.

Средняя цена нефти марки «Юралс» за рассматриваемый период снизилась по сравнению с февралем-маем 2014 г. с 107,4 до 105,6 долл. США за баррель. Вместе с тем в течение периода она продемонстрировала значительные колебания. В июне в связи с вооруженными конфликтами в Ираке – одной из ведущих по объему добычи стран – членов ОПЕК – цена на нефть увеличилась до максимума с начала 2014 г. (113,7 долл. США за баррель). Однако уже в августе она опускалась до минимума за 15 месяцев (99 долл. США за баррель) вследствие более значительного, чем ожидалось,

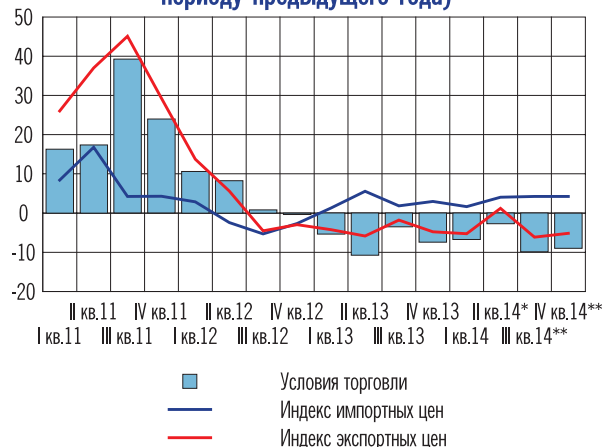
**Динамика мировых цен на основные товары  
российского экспорта (%)\***



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

Источники: Reuters, Всемирный банк.

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



\* Оценка

\*\* Прогнозы Банка России.

Источники: Федеральная таможенная служба России, расчеты Банка России.

объема поставок из Ирака, где основные месторождения на юге не были затронуты конфликтом, и Ливии, где возобновили работу ранее захваченные повстанцами ключевые порты и после прекращения забастовок началась добыча на крупнейшем месторождении. Снижению цены на нефть также способствовало начало экспорта данного энергоресурса из США и ожидание расширения поставок в связи с отменой действовавшего в течение 40 лет запрета на экспорт сырой нефти. Значительное влияние на динамику цены нефти также оказало ожидаемое замедление роста спроса на энергоресурсы на фоне ухудшения

прогнозов роста мировой экономики. Международное энергетическое агентство понизило прогноз прироста мирового спроса на нефть в 2014 г. до 0,9 млн. баррелей в день.

Банк России ожидает, что цена на нефть марки «Юралс» в ближайшие кварталы вернется к уровню выше 100 долл. США за баррель с учетом сохраняющихся геополитических рисков на Ближнем Востоке и Украине. В Ираке повстанцы, под контролем которых остается ряд нефтяных месторождений, продолжают атаковать важные стратегические и нефтяные объекты, международные нефтяные компании эвакуируют сотрудников из страны, усиливаются разногласия между курдами и правительством относительно права экспортировать нефть. В Ливии потенциал расширения добычи нефти ограничен возможностями изношенной и поврежденной инфраструктуры. Саудовская Аравия – крупнейший в мире экспортер нефти – может продолжить снижать объем добычи для поддержания цен на приемлемом уровне – не ниже 100 долл. США за баррель.

Другие энергоносители также дешевели в рассматриваемый период. Цена на газ на европейском рынке снижалась в связи с низким сезонным спросом и высоким уровнем запасов у европейских потребителей. Падение цен на уголь обусловлено замедлением роста спроса со стороны азиатских стран, в том числе из-за переориентации на другие энергоносители. В ближайшие кварталы вероятно сохранение действия указанных факторов, что ограничит потенциал роста цен. В то же время возможные перебои с транзитом газа через территорию Украины могут оказать повышательное давление на цены данного энергоресурса.

Цены на металлы изменялись разнонаправленно: железная руда в среднем за июнь-август относительно февраля-мая 2014 г. подешевела на фоне увеличения мирового экспорта, а алюминий и никель подорожали в связи с произошедшим в рассма-

триваемый период сокращением мирового предложения. Несмотря на возможный рост в ближайшие кварталы, цены на металлы, по прогнозам Всемирного банка, в целом за 2014 г. снизятся относительно 2013 г. в условиях высокого уровня предложения на мировом рынке и замедления роста спроса со стороны Китая.

## Платежный баланс

Платежный баланс Российской Федерации формировался во II квартале 2014 г. в условиях роста относительно соответствующего периода предыдущего года профицита торгового баланса и нормализации динамики компонентов финансового счета<sup>8</sup>. Увеличение профицита торгового баланса было в основном обеспечено расширением стоимостного объема экспорта. Возрос экспорт как энергоносителей, особенно нефти (в условиях роста цен на нефть на 5,9% и сокращения физических объемов вывоза на 2,1% по сравнению со II кварталом 2013 г.), так и неэнергетических товаров. В то же время происходило снижение импорта, связанное с сокращением внутреннего спроса на иностранные товары вследствие ослабления рубля и замедления экономического роста в России. Совокупный баланс торговли услугами, чистой оплаты труда и вторичных доходов сохранялся отрицательным и был близок к уровню прошлого года.

Чистый отток капитала частного сектора во II квартале 2014 г. существенно замедлился. Та часть оттока, которая не была обусловлена фундаментальными факторами и была связана с всплеском неопределенности в экономике и на финансовых рынках, в основном пришлась на март 2014 года. Во II квартале темпы оттока частного капитала резко сни-

<sup>8</sup> Данные по статьям финансового счета платежного баланса (включая резервные активы) в разделе приведены с корректировкой на объем операций «валютный своп» банков-резидентов с Банком России и операций по их корреспондентским счетам в Банке России.





## I.2. Финансовые условия

*В условиях ограничения доступа российских компаний на международные рынки капитала стоимость заимствований на внутреннем рынке в июне-августе увеличилась. Рост ставок наблюдался как на рынке облигаций, так и на кредитном рынке, при этом опережающими темпами росли долгосрочные ставки, что отражает увеличение геополитических и экономических рисков, а также обострение проблемы нехватки «длинных» денег, одним из основных источников которых были иностранные долговые рынки. В то же время недоступность внешнего фондирования для российских компаний может быть фактором, способствующим увеличению темпов роста банковского кредитования и объемных показателей внутреннего облигационного рынка.*

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

В июне-августе 2014 г. динамика как спроса банковского сектора на ликвидность, то есть остатков на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, так и формирующей ее предложение автономных факторов складывалась в рамках традиционных сезонных тенденций, что обусловило стабилизацию потребности банков в рефинансировании. Важную роль сыграло также отсутствие валютных интервенций в течение практически всего рассматриваемого периода. В результате задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования находилась на уровне около 5,2 трлн. рублей.

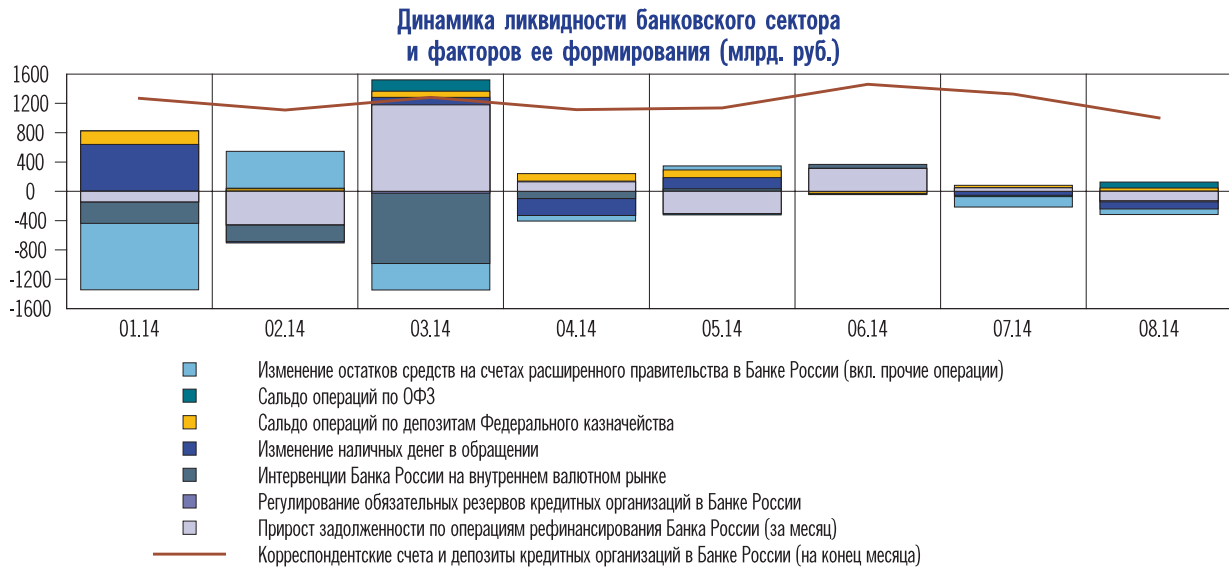
При сохранении сравнительно стабильного совокупного уровня задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России ее структура несколько изменилась. Последовательное уве-

личение предложения средств на аукционах под залог нерыночных активов, а также меры Банка России по расширению Ломбардного списка и снижению дисконтов позволили снизить остроту проблемы дефицита рыночного обеспечения, обострение которой произошло в марте. В результате сократилась доля задолженности по операциям постоянного действия – «валютным свопам» и обеспеченным кредитам, предоставляемым по фиксированным ставкам, а доля операций на аукционной основе увеличилась.

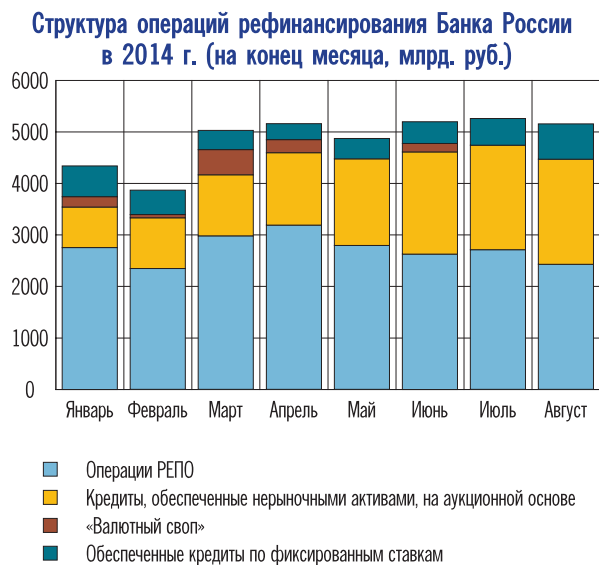
Основными операциями по регулированию ликвидности банковского сектора по-прежнему оставались аукционы РЕПО на 1 неделю. Увеличение объемов предоставления средств на аукционах по выдаче кредитов, обеспеченных нерыночными активами, способствовало сокращению задолженности по операциям РЕПО до февральских уровней и формированию благоприятных условий для функционирования денежного рынка. Так, средняя задолженность по операциям РЕПО на аукционной основе в июне-августе 2014 г. сократилась на 0,4, до 2,5 трлн. рублей. В отдельные дни, когда наблюдалось значительное превышение спроса на ликвидность над ее предложением, формирующимся под воздействием автономных факторов, Банк России проводил операции «тонкой настройки» по предоставлению ликвидности<sup>1</sup>.

Регулярное проведение аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, а также второе со времени появления данного инструмента в 2013 г. проведение кредитного аукциона на срок 12 месяцев в июле привели к увеличению задолженности по данным операциям по итогам июня-августа на 0,4 трлн. руб., до 2 трлн. рублей. В июле 2014 г. Банк России

<sup>1</sup> В июле Банк России провел 2 аукциона РЕПО «тонкой настройки» на срок 2 дня и 1 аукцион на срок 1 день.



Источник: Банк России.



Источник: Банк России.

увеличил максимальный срок привлечения средств в рамках кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами и золотом, по фиксированным ставкам с 365 до 549 дней. Это может позволить кредитным организациям в случае необходимости снизить долю краткосрочных операций Банка России в структуре своих пассивов.

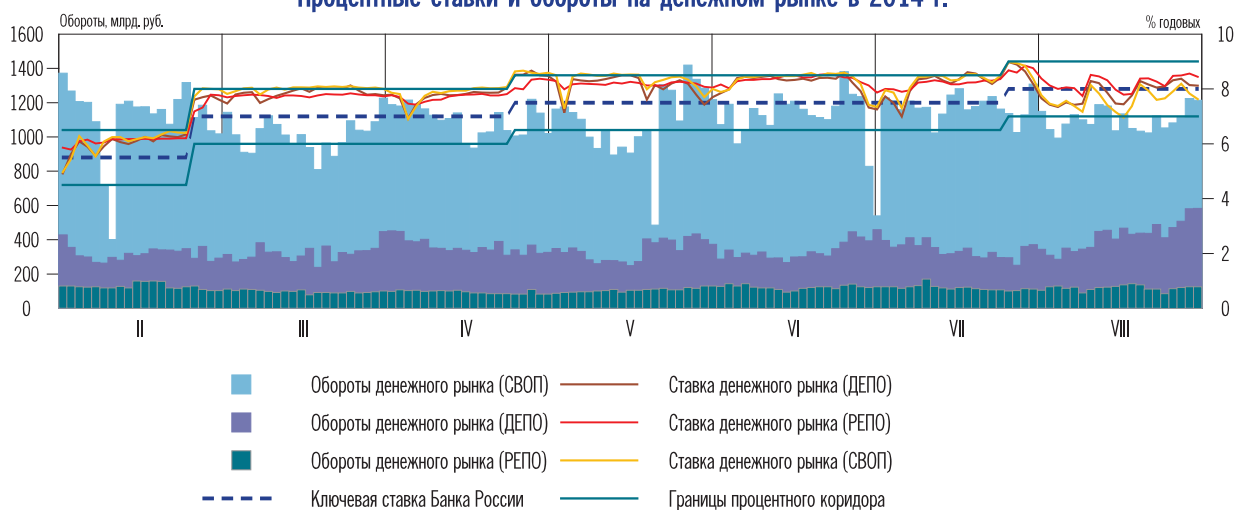
В условиях стабилизации структурного дефицита ликвидности ставки денежного рынка в июне-июле 2014 г. находились преимущественно в верхней половине процентного коридора, а средний спред односторонней ставки рынка межбанковского

кредитования к ключевой ставке Банка России составил около 0,65 процентного пункта. Несмотря на это, в течение нескольких дней наблюдалось снижение межбанковских процентных ставок вплоть до перехода в нижнюю половину процентного коридора, которое в основном объяснялось переходом банковского сектора к текущему профициту ликвидности (в последние дни периода усреднения обязательных резервов, когда большинством банков нормативы были практически выполнены досрочно), а также разовыми операциями крупных участников рынка. Объемы и структура оборотов на денежном рынке в указанный период не претерпели существенных изменений, при этом динамика средневзвешенных процентных ставок на различных сегментах рынка носила сопоставимый характер.

В августе ситуация на денежном рынке заметно изменилась. Неравномерный характер выполнения усреднения обязательных резервов банками, а также осуществление крупных бюджетных расходов в начале августа способствовали формированию текущего профицита ликвидности в период между проведением недельных операций РЕПО. В результате в течение нескольких дней ставки денежного рынка находились существенно ниже уровня ключевой ставки. В этих ус-



## Процентные ставки и обороты на денежном рынке в 2014 г.



Источник: Банк России.

ловиях Банк России несколько раз проводил депозитные операции «тонкой настройки». Снижение общего уровня ставок денежного рынка в августе также было связано с изменением ситуации в сегменте операций «валютный своп». С начала месяца вмененные рублевые ставки по таким операциям значительно снизились, что способствовало коррекции уровня однодневных ставок и на других сегментах денежного рынка. Снижение рублевых ставок в сегменте «валютный своп» являлось следствием возросшего спроса участников рынка на долларовую ликвид-

ность в условиях возникших трудностей с доступом на внешние рынки. В условиях роста потребности в валюте участники рынка готовы были предоставлять рубли (в обмен на валюту) по значительно более низким ставкам, чем в предыдущие месяцы. В результате указанных тенденций средний уровень однодневных ставок межбанковского кредитования в августе формировался около ключевой ставки Банка России.

Ситуация увеличения потребности банков в долларовой ликвидности способствовала также изменению объемов сделок

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

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

\* Январь-август — факт, сентябрь-декабрь 2014 г. — прогноз.

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

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

\*\*\*\* За исключением субординированного кредита ОАО «Сбербанк России» и облигаций отдельных кредитных организаций в портфеле Банка России.

на различных сегментах денежного рынка в августе. Так, отдельные крупные участники рынка, долгое время привлекавшие значительные объемы рублевой ликвидности в основном посредством операций «валютный своп», перераспределили объемы заимствования на межбанковском рынке, увеличив долю своих необеспеченных сделок. В этих условиях во второй половине августа наблюдалось постепенное снижение оборотов на сегменте операций «валютный своп» при одновременном увеличении объемов депозитных операций. При этом совокупные обороты на всех сегментах денежного рынка в указанный период оставались на уровне предшествующих месяцев.

Несмотря на сохраняющиеся внешние риски, в рамках базового сценария прогнозируется, что прирост потребности в рефинансировании до конца года будет формироваться исключительно в рамках действия сезонных факторов. По сравнению с предыдущим Докладом диапазон оценок данной потребности незначительно снизился и составляет 6,3–6,8 трлн. руб. (в июне – 6,3–6,9 трлн. руб.). При этом нижняя часть указанного диапазона представляется более вероятной, что связано с увеличением по сравнению с предыдущими оценками рисков сокращения доходов федерального бюджета и возможного роста расходов. В первой половине 2015 г. действие факторов формирования ликвидности будет способствовать росту данной потребности, по оценкам, до 7 трлн. рублей.

В условиях сохранения прогнозируемого превышения темпов роста потребности в рефинансировании кредитных организаций над темпами роста рыночного портфеля ценных бумаг, способных выступать в качестве обеспечения по операциям РЕПО Банка России, Банк России продолжит принимать меры для компенсации потребности в ликвидности за счет операций под залог нерыночных активов.

## Цены на активы и долговой рынок

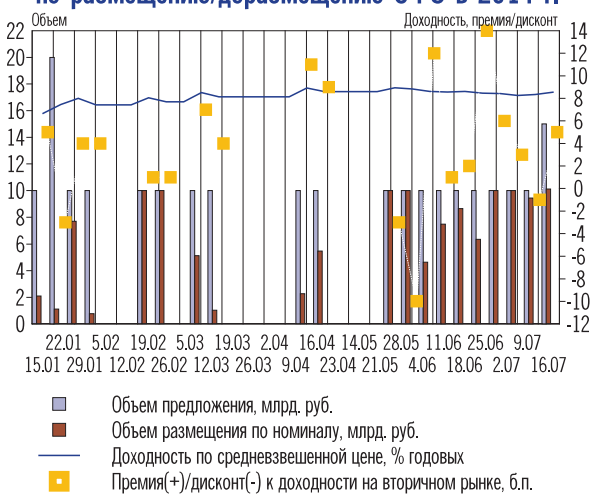
Существенное воздействие на конъюнктуру российского фондового рынка продолжала оказывать внешнеполитическая и общая экономическая неопределенность, а также решения Банка России в области денежно-кредитной политики.

Из-за резких изменений настроений участников рынка в ответ на геополитические события, действия международных рейтинговых агентств, санкции в отношении отдельных секторов российской экономики, волатильность котировок ценных бумаг оставалась высокой. Инвесторы увеличивали премии за риски инвестирования в российские активы, что наряду с повышением в конце июля ставок по операциям Банка России способствовало росту уровня доходности ценных бумаг.

В то же время в июне благодаря некоторому снижению напряженности на внутреннем долговом рынке наметившееся в мае восстановление эмиссионной активности приобрело характер локального бума размещений. На первичном рынке корпоративных облигаций существенно возросли количество и объем размещений новых выпусков облигаций, в том числе ценных бумаг нефинансовых организаций. Первичные размещения государственных и корпоративных облигаций проходили при высоком спросе, позволяя эмитентам снижать стоимость заимствований. Спрос на выпуски ОФЗ формировали в основном нерезиденты, доля которых среди держателей российских госбумаг возросла. При этом на шести из семи аукционов, состоявшихся в июне – первой половине июля, выпуски ОФЗ размещались с премией к их доходности на вторичном рынке.

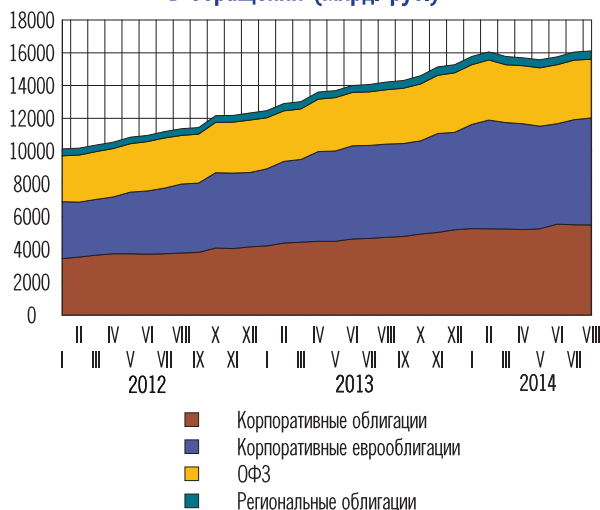
Ситуация кардинально изменилась в июле-августе вследствие роста неприятия риска на внутреннем фондовом рынке, увеличения оттока средств нерезидентов с этого рынка и ослабления рубля. Из-за неблаго-

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



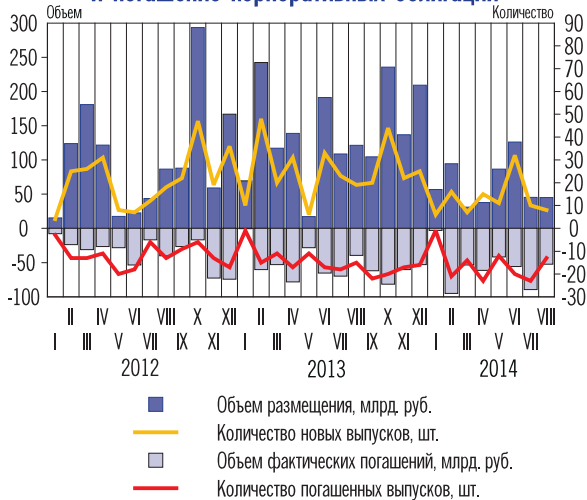
Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

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



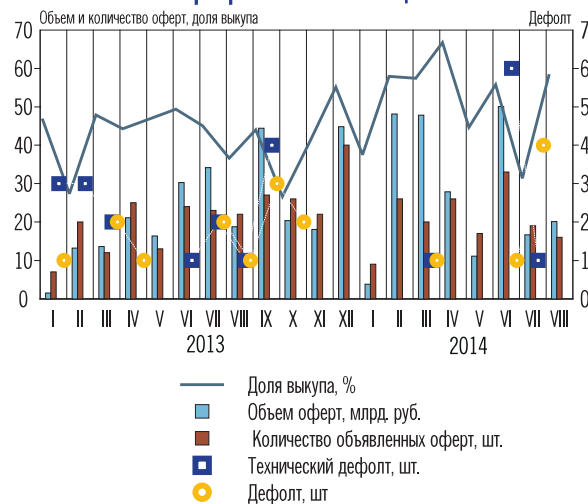
Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру.

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



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

### Оферты и дефолты по выпускам корпоративных облигаций



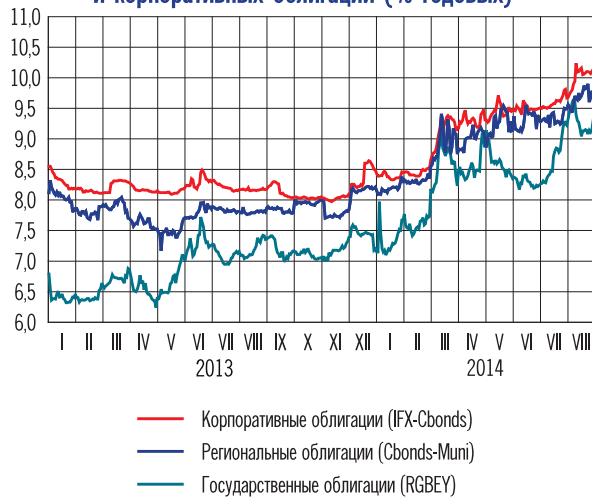
Источники: Сбондс.ру, расчеты Банка России.

приятной рыночной конъюнктуры с третьей декады июля Минфин России не проводил аукционов по размещению ОФЗ на первичном рынке. Объем и количество новых размещений корпоративных облигаций сократились в июле почти втрое по сравнению с июнем и остались на этом же уровне в августе. На первичном рынке корпоративных облигаций размещались преимущественно выпуски облигаций кредитных организаций и некредитных финансовых институтов, состоялось лишь одно размещение облигаций нефинансовой организации.

После введения в июле 2014 г. США и ЕС санкций в отношении ряда крупнейших российских эмитентов корпоративного сектора, налагающих запрет на покупку выпущенных ими финансовых инструментов со сроком погашения свыше 90 дней, спрос на российские финансовые активы на внешнем рынке капитала резко сократился. В июле-августе были зафиксированы лишь единичные сделки по размещению корпоративных еврооблигаций российских эмитентов.

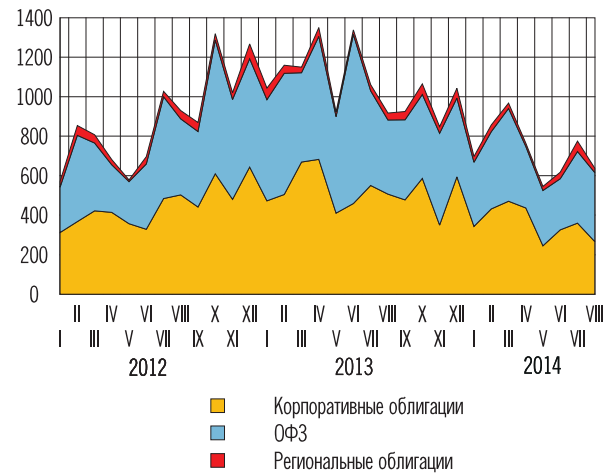
В целом на конец августа по сравнению с концом мая темпы прироста объемов обращающихся на внутреннем рынке корпоратив-

Доходность государственных и корпоративных облигаций (% годовых)



Источники: ФБ ММВБ, Сбондс.ру.

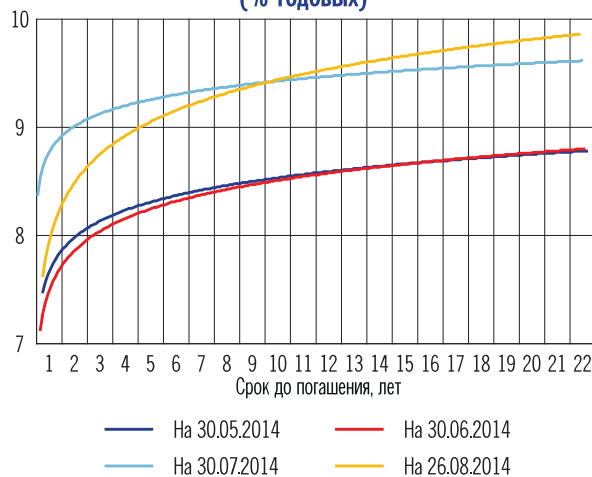
Динамика оборотов вторичных биржевых торгов облигациями на внутреннем рынке\* (млрд. руб.)



\* Суммарные за месяц.

Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

Срочная структура эффективной доходности ОФЗ\* (% годовых)



\* Кривая доходности сглажена с использованием логарифмической функции.

Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

ных, региональных и государственных облигаций были положительными, составив 4,4; 1,2 и 0,6% соответственно. Рыночный портфель обращающихся на внешнем рынке корпоративных облигаций, номинированный в долларах США, сократился на 0,3% (в рублевом эквиваленте возрос на 4,5% вследствие валютной переоценки).

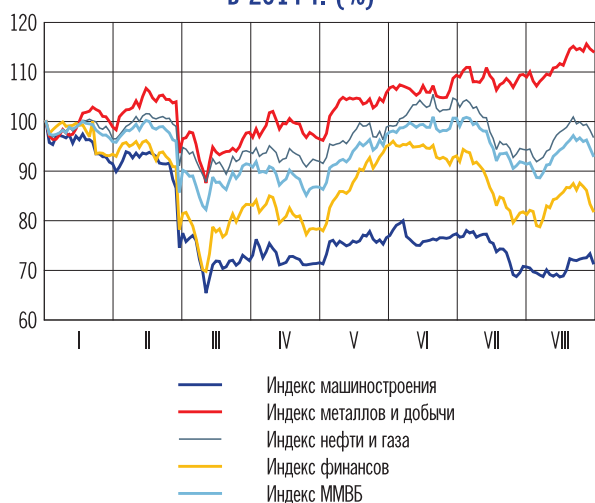
Несмотря рост общего корпоративного портфеля облигаций интерес к облигациям с высоким уровнем риска оставался в июне-августе достаточно слабым. Низкий спрос инвесторов на такие выпуски и сохранявшийся высокий уровень доходности на вторичном

рынке ограничивали доступ эмитентов низкого кредитного качества к заимствованиям на первичном рынке. В этих условиях отдельные корпоративные эмитенты третьего эшелона испытывали трудности с обслуживанием своих обязательств, что привело к резкому увеличению в июне и июле количества технических дефолтов и дефолтов по выпускам корпоративных облигаций. В июне количество технических дефолтов было максимальным с начала 2014 г., большинство из них в июле переросло в дефолты. В августе держатели корпоративных облигаций заметно увеличили долю ценных бумаг, выкупаемых в рамках предложенных эмитентами плановых офферт по выпускам корпоративных облигаций.

Активизация вывода средств иностранными инвесторами с российского фондового рынка и ослабление рубля в июле-августе сопровождалось снижением цен на российские финансовые активы. Доходности государственных и корпоративных облигаций к концу августа по сравнению с концом мая повысились на 1,1 и 0,7 процентного пункта, до 9,5 и 10,1% годовых соответственно.

На повышение в конце июля ставок по операциям Банка России кривая ОФЗ отреагировала сдвигом вверх в среднем на 0,3 процентного пункта и традиционным

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



Источники: ФБ ММВБ, расчеты Банка России.

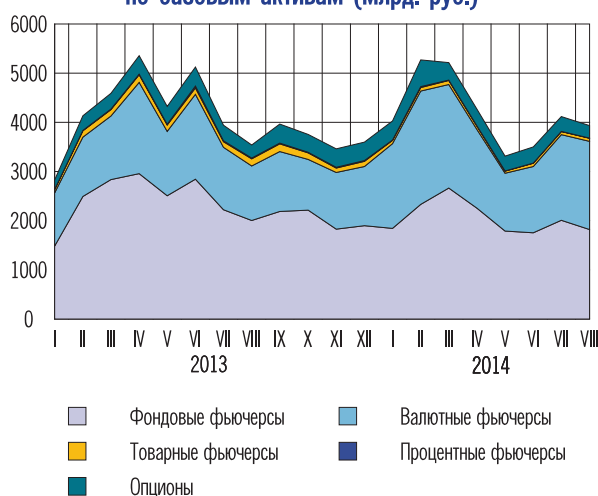
кратковременным «уплощением» за счет более существенного повышения доходности краткосрочных выпусков облигаций по сравнению с доходностью долгосрочных. В августе наметилось увеличение угла наклона кривой ОФЗ вследствие роста геополитических и экономических рисков (в том числе инфляционных).

Активность участников вторичных торгов на внутреннем долговом рынке в июне-августе оставалась низкой. Средний дневной объем операций с ОФЗ на Московской бирже сократился по сравнению с февралем-маем на 13,0%, до 15,4 млрд. руб., с корпоративными облигациями – на 21,7%, до 15,1 млрд. рублей.

На рынке акций волатильность котировок и премия за риск рыночного портфеля возросли. Ценовые индексы акций, полностью восстановив в июне утраченные в первые три месяца 2014 г. позиции, в июле быстро снижались и в первой декаде августа приблизились к минимумам 2014 г., а затем до конца августа колебались в рамках широкого горизонтального коридора. На конец августа по сравнению с концом мая индексы ММВБ и РТС понизились на 2,2 и 8,1%, до 1400,71 и 1190,23 пункта.

В июле наблюдалось некоторое увеличение активности торгов на рынке валютных

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



Источники: Московская Биржа, расчеты Банка России.

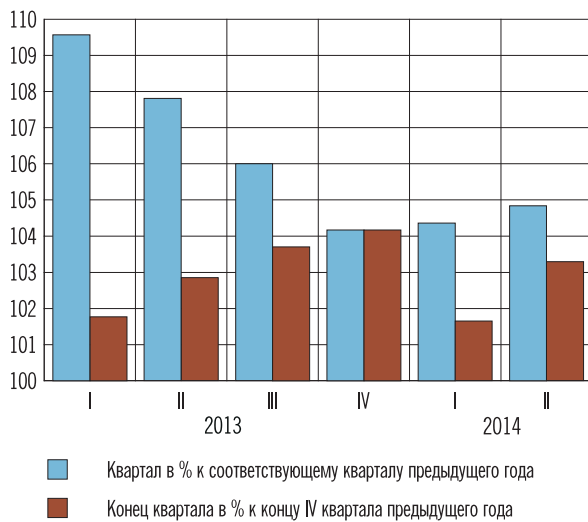
деривативов после существенного снижения объемов операций с этими инструментами в апреле-мае, что свидетельствовало о росте спроса на инструменты хеджирования курсовых рисков на фоне ослабления рубля. Объемы торгов процентными биржевыми деривативами по-прежнему оставались незначительными.

Несмотря на то, что во второй половине августа котировки российских ценных бумаг частично компенсировали потери последнего месяца, текущая конъюнктура фондового рынка остается нестабильной, и высокая ценовая волатильность в ближайшем квартале может сохраниться.

В среднесрочной перспективе негативное влияние на состояние российского рынка капитала окажут два фактора: решение о «заморозке» пенсионных накоплений в 2015 г. и ограничение доступа российских эмитентов на внешние рынки капитала вследствие введения США и ЕС секторальных санкций. Из-за действия этих факторов внутренний долговой рынок лишится двух значимых источников долгосрочного фондирования, что может привести к повышению волатильности его ценовых показателей и удорожанию заимствований для российских эмитентов. При этом решение «заморозить» еще на год перечисление средств накопительной ча-



Динамика индексов цен на рынке жилья



Источники: Федеральная служба государственной статистики, расчеты Банка России.

сти пенсии негосударственным пенсионным фондам и управляющим компаниям в наибольшей степени затронет сегменты государственных и корпоративных облигаций (в частности, ценных бумаг эмитентов второго эшелона), на долю которых приходится основной объем вложений негосударственных пенсионных фондов в ценные бумаги. В результате в условиях сохраняющегося низкого спроса со стороны инвесторов на российские активы отдельные эмитенты «второго эшелона» будут испытывать трудности с привлечением фондирования на внутреннем облигационном рынке.

В то же время закрытие доступа на рынки капитала США и ЕС для российских компаний, попавших в санкционные списки, может стимулировать рост эмиссионной активности на внутреннем долговом рынке. В соответствии с планом погашений обращающихся на внешнем рынке капитала российских корпоративных облигаций и евро-коммерческих бумаг<sup>2</sup> в сентябре-декабре 2014 г. эмитентам, попавшим в санкционные списки, будет необходимо погасить (ре-

финансировать) три выпуска еврооблигаций на общую сумму 1,5 млрд. долл. США и 35 выпусков евро-коммерческих бумаг суммарным объемом 1,0 млрд. долл. США. Рост объема размещений корпоративных облигаций эмитентов высокого кредитного качества на внутреннем рынке может способствовать увеличению объема рыночного обеспечения у банков.

В апреле-июне в условиях общей экономической неопределенности интерес населения к жилой недвижимости как к инструменту инвестирования оставался высоким. Индексы цен на первичном и вторичном рынках жилья повысились к концу июня в среднем на 1,6% по сравнению с концом марта (на 4,8% по сравнению со II кварталом 2013 г.). Росту цен на жилую недвижимость способствовало расширение рынка ипотечного кредитования.

## Кредитные и депозитные операции банков

В июне-июле 2014 г. возможности российских банков использовать один из традиционных источников долгосрочного фондирования – заимствования на мировом рынке – были ограничены. Доля кредитов, депозитов и прочих средств, привлеченных российскими банками у иностранных организаций (включая банки), в пассивах российских банков постепенно снижалась (8,68% на 1.09.2014 против 8,96% на начало июня и 9,11% на начало 2014 г.)<sup>3</sup>. И хотя внутренние источники долгосрочного фондирования частично восстановились (доля депозитов населения в банковских пассивах за июль-август возросла с 27,38 до 27,67%, доля облигаций – с 1,88 до 1,91%), они были ниже показателей начала 2014 г. (29,53 и 2,11% соответственно).

<sup>2</sup> Евро-коммерческая бумага (euro-commercial paper, ECP) – долговая ценная бумага, выпускаемая компаниями и банками в форме векселя для привлечения краткосрочных ресурсов (на срок от 2 до 365 дней) на международных денежных рынках.

<sup>3</sup> Здесь и далее в данном подразделе показатели рассчитаны по данным отчетности действующих кредитных организаций, включенных в «Книгу государственной регистрации кредитных организаций».

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



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

\*\* Исключая банки и финансовые организации.

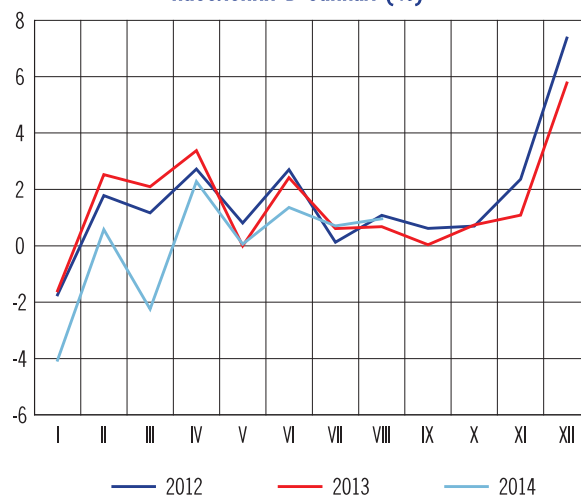
Источник: Банк России.

В этих условиях банки, не имея возможности расширять заимствования на зарубежных рынках, активнее конкурировали на внутреннем рынке – в частности, повышая процентные ставки по депозитам. В июне и первой половине июля процесс повышения депозитных ставок постепенно замедлялся. Средние ставки по краткосрочным и долгосрочным рублевым депозитам населения в июле составили 6,2 и 7,9% годовых, соответственно, на 0,1 процентного пункта превысив аналогичные показатели мая.

После повышения ключевой ставки Банка России в конце июля ряд крупных банков повысил депозитные ставки. Средняя ставка по однолетним рублевым депозитам на сумму от 100 тыс. руб. в десяти крупнейших российских банках – участниках депозитного рынка, по оценкам, повысилась с 8,6% годовых на середину июля до 8,9% на начало сентября.

При этом, если в июне и первой половине июля банки преимущественно снижали ставки по валютным депозитам, то в конце июля и августе начался рост этих ставок. Средняя ставка по однолетним долларovým депозитам на сумму от 3 тыс. долл. США в десяти крупнейших российских банках – участниках депозитного рынка, по оценкам, возросла с 2,0% на середину июля до 2,2% на нача-

### Месячный прирост рублевых депозитов населения в банках (%)



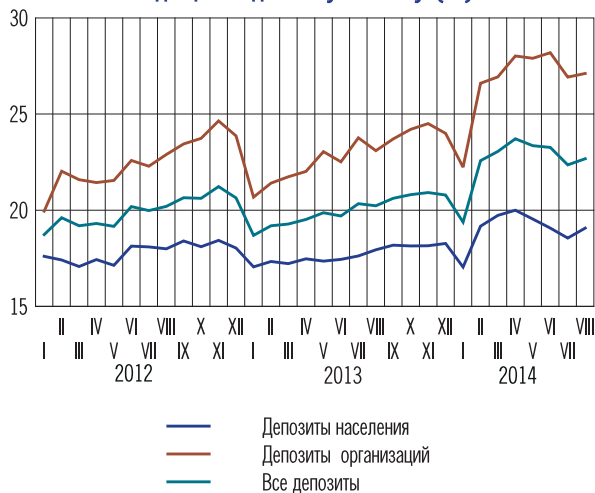
Источник: Банк России.

ло сентября. Рост ставок по валютным депозитам может отражать растущий спрос на валютное фондирование со стороны банков, возможности которых привлекать валютные заимствования на мировом рынке после введения секторальных санкций были ограничены. При этом по состоянию на 1.09.2014, по балансовым данным, валютные активы российских банков превышали валютные пассивы почти на 30 млрд. долл. США, поэтому рост спроса банков на валютные средства мог быть связан не только с потребностями самих банков, но и с ожиданиями возможного роста спроса на валютную ликвидность со стороны российских компаний, столкнувшихся с затруднениями при привлечении средств на мировом рынке.

Ставки по депозитам увеличивались как в номинальном, так и в реальном выражении<sup>4</sup>, что отражало рост ожидаемой доходности по депозитам и способствовало повышению

<sup>4</sup> Динамика ставок в реальном выражении оценивалась на основе подхода «ex-ante», то есть с исключением ожидаемой экономической агентами инфляции. Рост реальных ставок опережал рост номинальных, поскольку стандартные индикаторы инфляционных ожиданий свидетельствуют о снижении ожидаемого роста цен в 2015-2016 гг. Ожидания снижения инфляции в среднесрочном периоде отмечаются как по данным моделей (авторегрессии, структурные модели), так и по результатам социологических опросов и консенсус-прогноза экспертов.

Долларизация банковских депозитов, входящих в денежную массу (%)

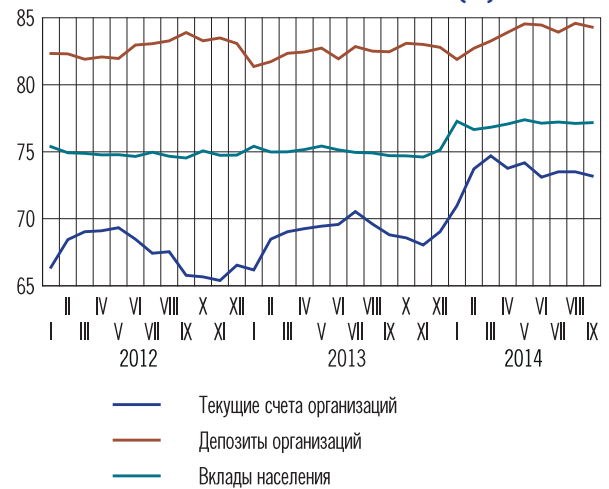


Источник: Банк России.

привлекательности депозитов для вкладчиков. Месячные темпы роста депозитов населения в банках увеличивались, постепенно приближаясь к уровню аналогичного периода предыдущего года. Так, за июнь-август рублевые депозиты населения в банках увеличились на 3,0% (за тот же период 2013 г. – на 3,7%). Тем не менее, годовой темп прироста<sup>5</sup> депозитов населения в рублях оставался низким (7,2% на 1.09.2014 против 7,9% на 1.06.2014) вследствие заметного оттока средств с депозитов населения в начале 2014 года.

В условиях номинального укрепления рубля в июне и первой половине июля отмечался отток средств с валютных депозитов населения. За июнь-август 2014 г. валютные депозиты населения в долларовом эквиваленте сократились на 3,0% (за аналогичный период предшествующего года – увеличились на 3,8%), что способствовало снижению долларизации депозитов населения. Однако заметное снижение номинального курса рубля во второй половине июля и в августе привело к переоценке валютных депозитов населения, вследствие чего по итогам июня-

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



Источник: Банк России.

августа долларизация депозитов населения почти не изменилась.

Изменение валютной структуры депозитов населения сопровождалось некоторым изменением структуры депозитов по размеру. Во II квартале 2014 г. доля вкладов, близких к верхней границе суммы страхового возмещения системы страхования вкладов (400-700 тыс. руб.), в общем объеме вкладов населения возросла с 17,0 до 18,1%. За тот же период доля вкладов на сумму свыше 1 млн. руб. снизилась с 40,9 до 39,6%, на сумму от 700 тыс. до 1 млн. руб. – с 8,0 до 7,8%. Поскольку депозиты на наибольшие суммы, как правило, характеризуются наиболее привлекательными условиями, сокращение их доли может свидетельствовать о снижении склонности вкладчиков к риску и готовности жертвовать более привлекательными процентными ставками ради диверсификации и сохранности своих депозитов.

В то же время переток вкладов населения и средств организаций в крупнейшие банки, отмечавшийся в первые месяцы 2014 г., в июне-июле приостановился. Это может свидетельствовать об отсутствии опасений относительно устойчивости российских банков у их клиентов.

<sup>5</sup> Здесь и далее под годовыми темпами прироста подразумевается прирост показателя по отношению к его значению на аналогичную дату предыдущего года.



**Просроченная задолженность по кредитам  
(% кредитного портфеля)**



Источник: Банк России.

При сохранении сложившихся настроений вкладчиков можно ожидать постепенного перетока средств вкладчиков в банки второго эшелона, предлагающие более привлекательные условия по депозитам. В этом случае крупные банки будут вынуждены проводить более активную политику на рынке депозитов, в том числе повышая ставки по ним. В этих условиях можно ожидать сохранения повышательной динамики ставок по депозитам до конца 2014 г. при постепенном замедлении их роста.

Рост ставок по депозитам населения усугублялся сокращением традиционного источника дешевого фондирования – текущих счетов организаций. За июнь-август остатки на рублевых текущих счетах сократились на 3,1%, на валютных счетах (в долларовом эквиваленте) – на 23,5%. Уменьшение доли текущих счетов в банковских пассивах способствовало росту общей стоимости фондирования. Удорожание банковского фондирования в сочетании с ростом просроченной задолженности как по корпоративным кредитам, так и по кредитам населению создавало предпосылки для роста кредитных ставок. При этом в июне-июле ставки по долгосрочным рублевым кредитам предприятиям увеличились на 0,7 процентного пункта, тогда как ставки по краткосрочным кредитам

**Индексы условий кредитования (пунктов)**



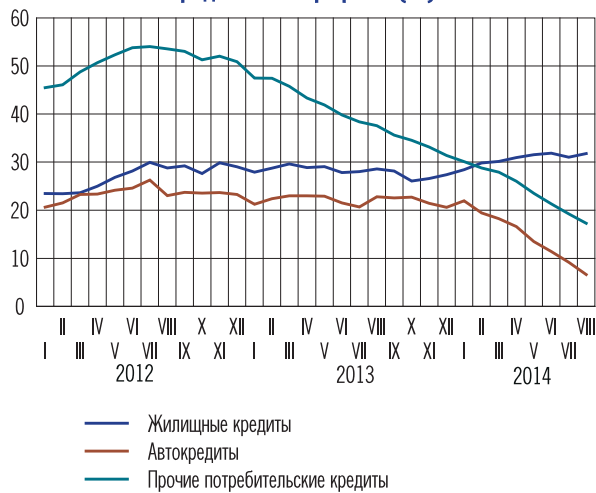
Источник: Банк России.

почти не изменились. Это может объясняться тем, что в марте-мае отмечался опережающий рост ставок в сегменте краткосрочного кредитования и потенциал дальнейшего роста ставок на данном сегменте рынка в определенной степени уже реализовался. Другим фактором, обусловившим опережающий рост ставок по долгосрочным кредитам, мог быть рост спроса на долгосрочные кредиты со стороны крупных российских компаний, столкнувшихся с затруднениями при привлечении средств на внешних рынках и обратившихся за кредитами к российским банкам.

Как и ожидалось, по итогам обследования банков<sup>6</sup>, проведенного в I квартале 2014 г., во II квартале банки 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 ухудшением ситуации в нефинансовом секторе. Дополнительным фактором повышения

<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».

Годовые темпы роста отдельных элементов розничного кредитного портфеля (%)



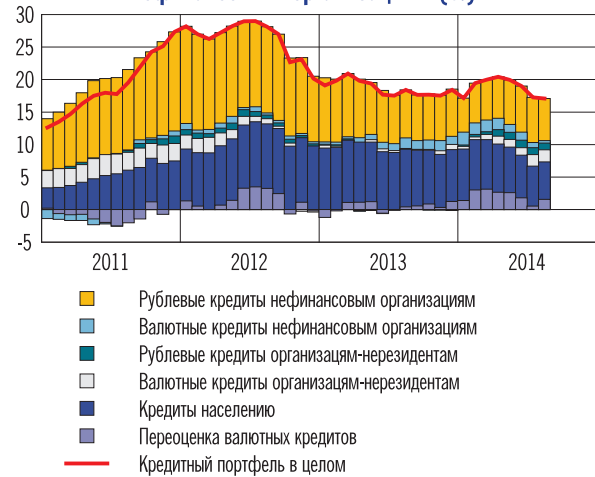
Источник: Банк России.

требований к крупным корпоративным заемщикам являлись опасения распространения действия санкций на крупные компании – заемщики, что негативно скажется на их платежеспособности. По ожиданиям банков, во втором полугодии 2014 г. продолжится ухудшение условий кредитования для заемщиков, хотя оно будет и меньше, чем во II квартале.

В этих условиях темпы роста кредитования российского нефинансового сектора продолжали снижаться. В частности, рост кредитных ставок, повышение требований к заемщикам в сочетании с регулятивными мерами, направленными на сдерживание чрезмерного роста необеспеченного потребительского кредитования, способствовали сохранению тенденции к замедлению годовых темпов роста кредитования населения (розничного кредитования). На 1.08.2014 годовые темпы прироста потребительских кредитов (кроме автокредитов)<sup>7</sup> составили 17,3% против 21,3% на 1.06.2014 и 30,1% на 1.01.2014. Замедление роста потребительского кредитования было связано не только с переходом банков к более консервативной кредитной политике, но и с не-

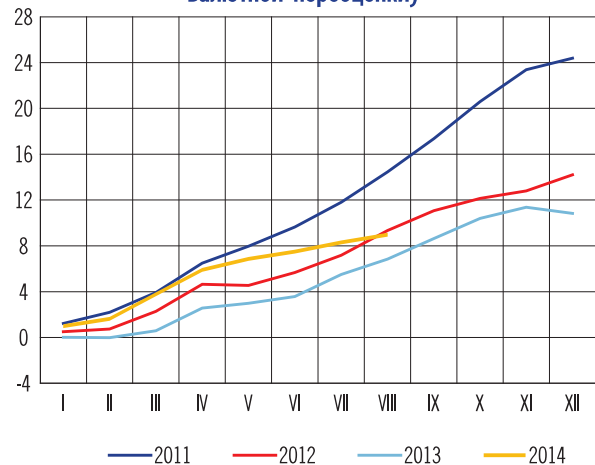
<sup>7</sup> Годовые темпы прироста жилищного, авто- и прочего потребительского кредитования рассчитаны по данным разделов 1 и 3 формы отчетности 0409115.

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



Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

которым ослаблением спроса на такие кредиты со стороны населения. Сокращение спроса на потребительские кредиты отметили около четверти банков – участников обследования условий банковского кредитования за II квартал.

Хотя годовые темпы роста ипотечного кредитования незначительно замедлились в анализируемый период, они по-прежнему существенно превышали аналогичные показатели для других сегментов кредитования физических лиц. Годовой темп прироста портфеля ипотечных кредитов на 1.08.2014 составил 31,8% против 31,9% на начало

июня и 28,4% на начало 2014 года. Доля ипотечного кредитования в объемах розничного кредитного портфеля постепенно росла, но по состоянию на середину года не превышала одной трети. В итоге, несмотря на сохранение высоких темпов роста ипотечного кредитования, рост розничного кредитования в целом продолжал замедляться. По балансовым данным, годовой темп прироста розничного кредитования на 1.09.2014 составил 18,2% против 22,6% на 1.06.2014 и 28,7% на начало 2014 года.

В сегменте кредитования нефинансовых организаций также наблюдалось снижение годовых темпов роста кредитования. По состоянию на 1.09.2014 годовой темп прироста портфеля кредитов этой категории заемщиков составил 15,9% против 17,5% на 1.06.2014 (с исключением валютной переоценки – 13,1% против 15,1%). По-прежнему опережающими темпами росло долгосрочное кредитование (свыше 1 года) нефинансовых организаций. Годовой темп прироста портфеля долгосрочных кредитов нефинансовым организациям на 1.09.2014 составил 20,4% против 3,4% для портфеля краткосрочных кредитов. В результате за июнь-июль доля долгосрочных кредитов в портфеле корпоративных кредитов возросла на 0,3 процентного пункта и составила 71,7%.

В отраслевой структуре портфеля корпоративных кредитов в июне-июле 2014 г. по-прежнему преобладали кредиты предприятиям оптовой и розничной торговли, а также обрабатывающей промышленности. Тем не менее годовые темпы прироста кредитования этих отраслей снизились. В то же время в анализируемый период активизировалось кредитование предприятий добывающей промышленности и строительства.

В июне-июле российские банки продолжали расширять кредитование малого и среднего предпринимательства (МСП). Од-

нако годовой темп прироста кредитов МСП был ниже аналогичного показателя для кредитов нефинансовым организациям в целом и продолжал снижаться, составив 9,1% на 1.08.2014 против 11,1% на 1.06.2014.

Растущая стоимость внутреннего фондирования и снижение доступности внешнего фондирования будут являться факторами, способствующими дальнейшему повышению ставок по кредитам во второй половине 2014 года. В то же время повышение требований к заемщикам и активизация заимствований на внутреннем рынке крупных компаний, ранее активно привлекавших заимствования на мировом рынке, будут способствовать общему росту кредитного качества заемщиков, что будет сдерживать рост кредитных ставок. На розничном кредитном рынке продолжающееся замещение потребительских кредитов ипотечными будет оказывать понижающее давление на ставки по долгосрочным кредитам.

Динамика объемов кредитования до конца года будет находиться под влиянием ряда факторов, оказывающих противоположно направленное воздействие на обороты кредитного рынка. С одной стороны, рост ставок и повышение требований к заемщикам будут ограничивать доступность кредитов для заемщиков невысокого кредитного качества, а медленный экономический рост будет сдерживать увеличение спроса на кредиты. С другой стороны, при сохранении секторальных санкций против российской экономики или введении новых санкций будет расти спрос на кредиты со стороны крупных российских компаний или аффилированных с ними иностранных организаций, замещающих кредитами российских банков средства, привлеченные на внешнем рынке. В результате действия этих факторов можно ожидать стабилизации годовых темпов роста кредитного портфеля или их умеренного снижения.

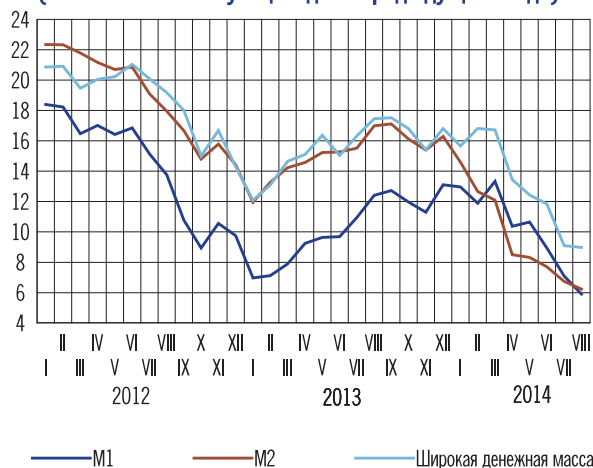
## Денежные агрегаты

Темпы роста денежной массы<sup>8</sup> продолжали снижаться. Месячные темпы прироста депозитов населения в июне-июле приблизились к аналогичным значениям предшествующего года, но другие компоненты денежной массы по-прежнему росли медленно или снижались. В результате продолжилось снижение годовых темпов прироста денежной массы, составивших 6,2% на 1.08.2014 против 7,7% на 1.06.2014 и 14,6% на начало года. В условиях сокращения валют-

ных депозитов организаций и населения годовые темпы прироста широкой денежной массы снижались опережающими темпами и на 1.08.2014 составили 9,0% после 11,8% на 1.06.2014 и 15,7% на начало года.

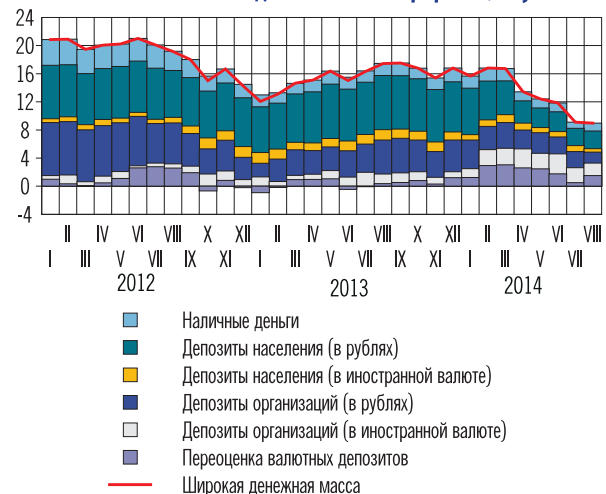
Замедление роста широкой денежной массы сопровождалось изменением ее структуры. Доля депозитов населения в широкой денежной массе за июнь-июль увеличилась на 0,8 процентного пункта, составив 45,0% на 1.08.2014. Незначительно увеличилась также доля наличных денег, составив 18,3% на 1.08.2014 (на 1.06.2014 – 18,1%).

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



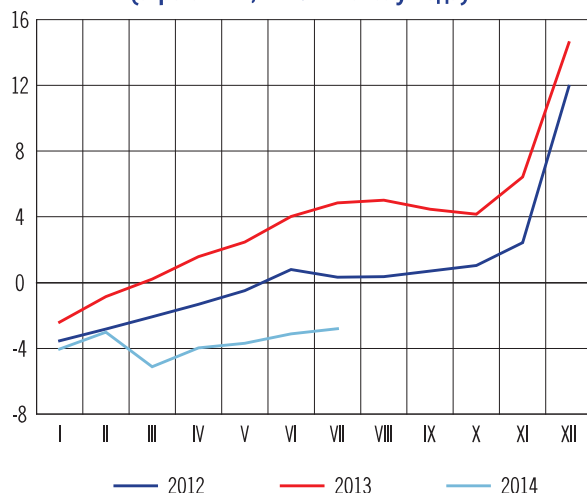
Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

<sup>8</sup> Агрегат M2 в национальном определении.

В разрезе источников формирования денежной массы замедление ее роста происходило на фоне сокращения чистых требований банковской системы к расширенному правительству (прежде всего за счет увеличения остатков на бюджетных счетах в Банке России). Значительный вклад в снижение годовых темпов роста денежной массы вносило также сокращение чистых иностранных активов Банка России в начале года, связанное с масштабными интервенциями на внутреннем валютном рынке. Расширение кредита экономике, остававшееся основным источником роста денежной массы, также несколько замедлилось.

По предварительным данным, в августе сохранялись годовые темпы прироста де-

нежной массы, сложившиеся к началу месяца. Продолжался отток средств с валютных депозитов населения и организаций, компенсированный притоком средств на рублевые депозиты.

При сохранении в 2014 г. внутригодовой цикличности динамики источников роста денежной массы, отмечавшейся в предшествующие годы, до конца года можно ожидать сохранения сложившихся годовых темпов прироста денежной массы или небольшого их снижения. При сохранении тенденции к замещению валютных депозитов рублевыми и отсутствию существенных колебаний валютного курса годовые темпы прироста денежных агрегатов M2 и M2X продолжат сближение.

### I.3. Внутренние экономические условия

Во II квартале 2014 г. экономическая активность оставалась умеренной. Хотя квартальные темпы роста ВВП вышли из области отрицательных значений, годовые темпы роста продолжили снижение. Динамика компонентов совокупного спроса в рассматриваемый период была разнонаправленной. В то время как инвестиционная активность начала демонстрировать признаки восстановления, темп роста потребительских расходов замедлился. Несмотря на то, что фактические темпы роста ВВП во II квартале 2014 г. превысили наши ожидания, усиление негативного воздействия внешнего фактора по сравнению с предыдущим прогнозом (Доклад о ДКП, июнь), вероятнее всего, обусловит большее, чем прогнозировалось, замедление экономической активности в III–IV кварталах 2014 года. По итогам года темп прироста ВВП, как и ранее, прогнозируется на уровне 0,4%.

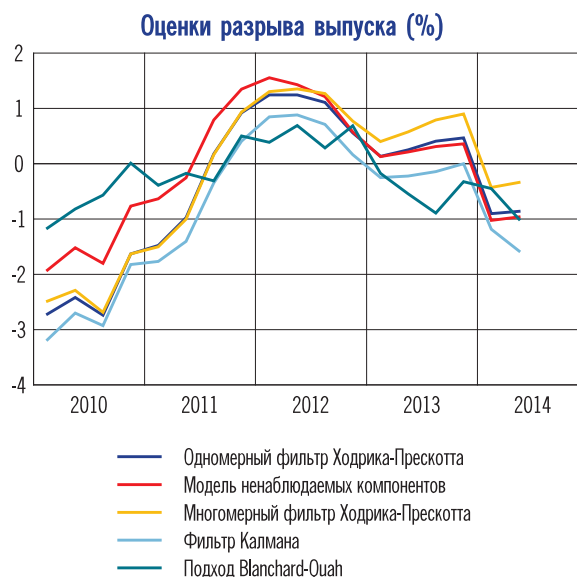
Темпы роста потребительских цен во II квартале 2014 г. после резкого ускорения в предыдущие месяцы, обусловленного эффектом ослабления рубля, а также действием факторов со стороны предложения на отдельных рынках, оставались на повышенном уровне. В то же время повышение Банком России ключевой процентной ставки явилось стабилизирующим фактором для курса рубля, динамика которого через канал валютного курса сдерживала темпы роста цен. Кроме того, рост ставок по депозитам населению способствовал нормализации склонности к сбережению и, таким образом, уменьшению давления на цены со стороны спроса.

Замедление инфляции в июле было обусловлено главным образом динамикой цен и тарифов на коммунальные услуги. Введенные ограничения на импорт отдельных продовольственных товаров привели к ускорению роста цен в августе. По итогам года инфляция может превысить 7%.

#### Экономическая активность

Во II квартале 2014 г. экономическая активность оставалась сдержанной, хотя фактические темпы экономического роста сложились несколько выше оценок Банка России, сделанных в июне текущего года. Квартальные темпы роста ВВП вышли из области отрицательных значений (по оценкам, 0,3% к I кварталу 2014 г. с исключением сезонности). Годовые темпы прироста составили 0,8%. Таким образом, тенденция к снижению годовых темпов экономического роста сохранилась.

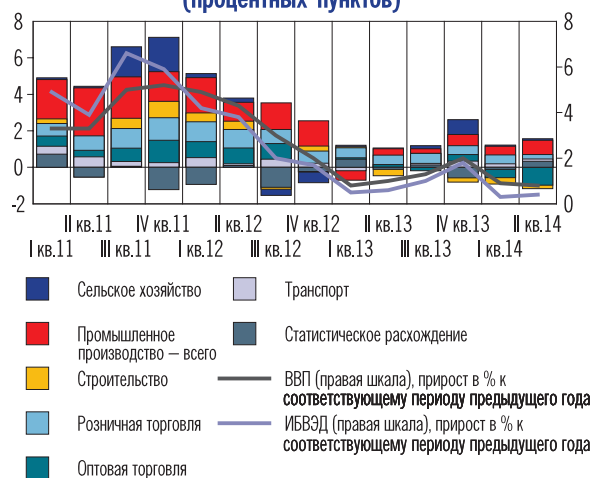
Низкий уровень деловой активности формировался на фоне неблагоприятных внешнеэкономических условий (низкие темпы роста экономик стран – торговых партнеров, неопределенность с поставками газа Украине, ограничения несырьевого экспорта), а также под воздействием внутренних причин структурного характера. Оценки разрыва выпуска по сравнению с предыдущим прогнозом практически не изменились. Разрыв выпуска во II квартале текущего года продолжает оставаться отрицательным (по различным оценкам, в диапазоне от -0,5 до



Источник: расчеты Банка России.

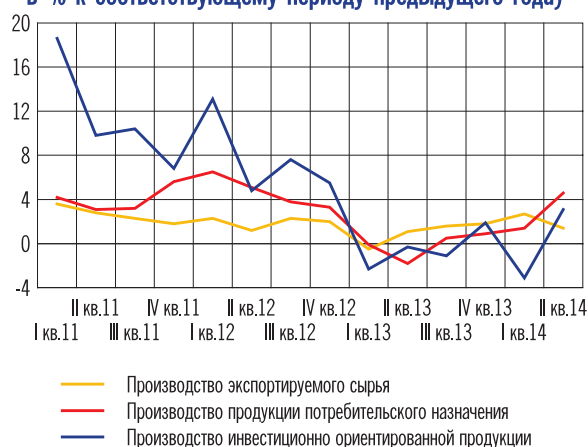


**Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности и его компоненты (процентных пунктов)**



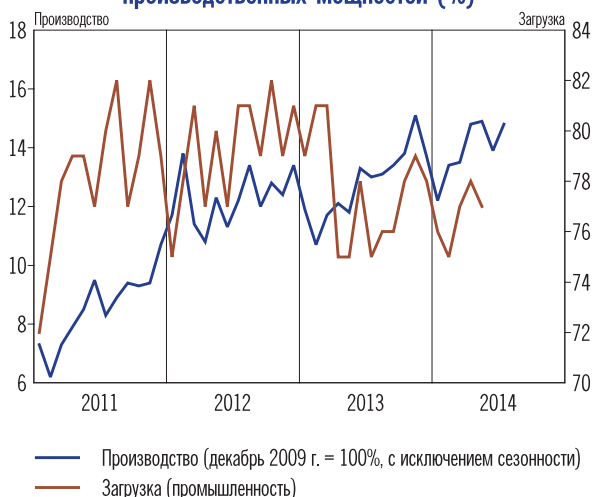
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

**Прирост субиндексов промышленного производства (отрасли, ориентированные на экспорт, потребительский спрос и инвестиционный спрос, в % к соответствующему периоду предыдущего года)**



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

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



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

-1,6%) и до конца года сохранится в отрицательной области.

Во II квартале 2014 г. по сравнению с предыдущим кварталом повысился вклад в экономический рост обрабатывающих производств. Годовые темпы прироста промышленного производства во II квартале ускорились до 1,8% (в I квартале – 1,1%), а в июле составили 1,5%.

Основной вклад в промышленный рост внесла обрабатывающая промышленность. Наиболее значимым (с учетом веса в индексе промышленного производства) было ускорение роста в производстве пищевых продук-

тов, производстве кокса и нефтепродуктов, а также в металлургическом производстве.

Повышение темпов роста в пищевой промышленности, вероятнее всего, было связано с эффектом импортозамещения. Введение дополнительных запретов на импорт отдельных видов продукции может оказать дальнейшую поддержку процессам развития импортозамещения, однако повышение темпов роста производства за счет этого фактора ограничено значительным износом оборудования, высоким уровнем его загрузки, ограниченным предложением рабочей силы. Рост неопределенности и связанное с ним временное повышение спроса поддержали во II квартале также увеличение выпуска товаров длительного пользования.

Повышение темпов роста в производстве нефтепродуктов и кокса в первую очередь было связано с увеличением роста поставок на экспорт. В частности, увеличению экспорта высококачественного дизельного топлива в европейские страны во многом способствовала проводившаяся в течение последних нескольких лет модернизация российских НПЗ, следствием чего стало повышение конкурентоспособности российского экспорта. Кроме того, ослабление рубля в конце 2013 – начале 2014 г. обусловило повышение рентабельности экспорта нефтепродуктов и, как

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



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

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



Источник: Росстат.

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



Источник: Росстат.

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

следствие, создало предпосылки для расширения производства.

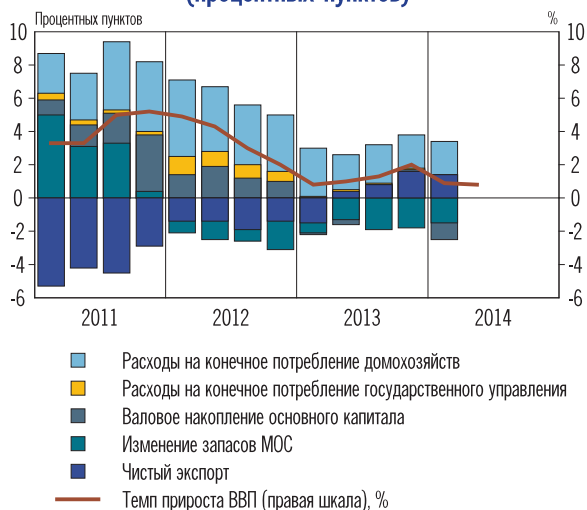
Рост производства в металлургической промышленности отчасти был связан с замещением сократившегося импорта из Украины, а также с замещением продукции металлургической отрасли Украины на внешнем рынке. Дополнительными факторами, стимулировавшими выпуск в данной отрасли, стали ослабление рубля и рост цен (с февраля текущего года) на цветные металлы на мировых рынках, что оказало поддержку рентабельности производства компаний металлургического комплекса.

В то же время дальнейшее сжатие инвестиционного спроса продолжало сдерживать выпуск в инвестиционно ориентированных видах деятельности обрабатывающей промышленности (производство машин и оборудования), а также уменьшение объемов производства в строительстве (кроме жилищного).

Темпы роста производства в добывающей промышленности во II квартале, как и кварталом ранее, были умеренными. Однако в июле отмечалось их заметное снижение из-за сокращения добычи основных углеводородов (нефти и природного газа).



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



Источники: расчеты Банка России, Росстат.

В производстве и распределении электроэнергии, газа и воды в июле, впервые в текущем году, наметилась положительная динамика выпуска.

Слабая экономическая активность наблюдалась на фоне развития долгосрочной тенденции к снижению предложения рабочей силы, обусловленной действием демографических факторов. В июне и июле 2014 г. уровень безработицы достиг рекордно низких значений – 4,9% (5,1% с исключением сезонного фактора). Во II квартале текущего года, как и кварталом ранее, проявились другие признаки увеличения дефицита рабочей силы: снижение неполной занятости, рост количества отработанных человеко-часов на одного работника. В то же время, несмотря на высокую загрузку рабочей силы, годовые темпы роста реальной заработной платы снижались (с 4,4% в I квартале до 2,4% во II квартале и 1,8% в июле), что являлось отражением адаптации рынка труда к ослаблению деловой активности и обусловило охлаждение потребительского спроса.

Динамика компонентов совокупного спроса во II квартале была разнонаправленной. После всплеска ажиотажного спроса в феврале-марте во II квартале темпы роста расходов домашних хозяйств на конеч-

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



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

### Динамика оборота розничной торговли



Источник: Росстат.

ное потребление снизились, что отразилось в снижении годовых темпов прироста оборота розничной торговли с 3,6% в I квартале до 1,8% во II квартале и 1,1% в июле текущего года. Снижение потребительской активности происходило в условиях замедления роста заработных плат, а также насыщения рынка розничного кредитования. Кроме того, повышение банками ставок по депозитам для населения также способствовало восстановлению склонности населения к организованным сбережениям и ограничению потребительского спроса. В III–IV кварталах 2014 г. ожидается стабилизация темпов роста расхо-

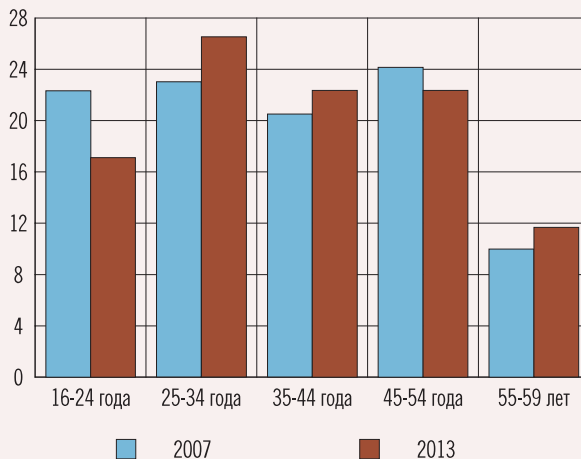
### Роль структурных сдвигов в динамике уровня безработицы в 2008–2014 годах

Российская модель функционирования рынка труда характеризуется рядом особенностей, важность которых подчеркивается в работах Р. Капелюшникова, А. Ощепкова, В. Гимпельсона<sup>1</sup>. Основными среди них являются «смешанный» характер российской модели рынка труда (с подстройкой к шокам спроса не только через изменение показателей занятости и безработицы, но и через изменение числа отработанных часов, загрузку трудовых ресурсов и изменение заработных плат)



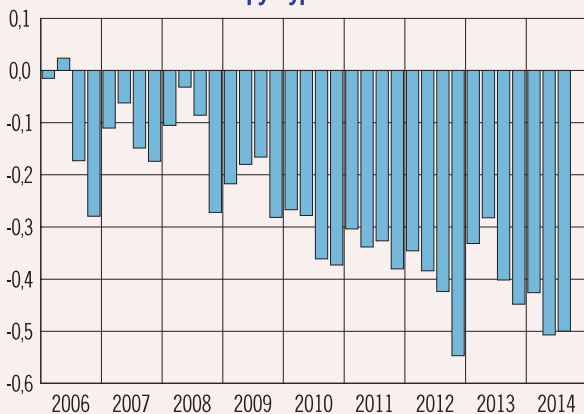
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Возрастная структура населения в трудоспособном возрасте, в % к итогу



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

### Абсолютное отклонение уровня безработицы от уровня безработицы в постоянной демографической структуре ЗАН\*



\* Экономически активное население, с исключением сезонности, млн. человек.

Источник: Haver, Росстат, расчеты Банка России.

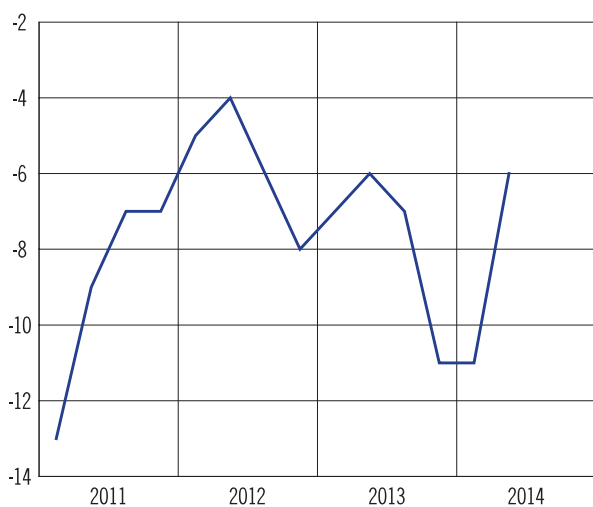
при сильном (и усиливающемся) давлении структурных факторов на динамику показателей рынка труда. Отмечается нарастание дефицита рабочей силы (снижение численности населения в трудоспособном возрасте) и структурные сдвиги (демографические, образовательные, региональные) в населении возрастов экономической активности (15–72 лет), которые приводят к «дрейфу» естественного уровня безработицы, то есть снижению NAIRU, как у Ball, L., Mankiw, G., (2002)<sup>2</sup>.

В работе Р. Капелюшникова, А. Ощепкова (2014) указывается, что с 2008 по 2013 г. «дрейф» уровня безработицы, обусловленный половозрастными и образовательными сдвигами, мог составить около 1 п.п. То есть вместо 5,6% на конец 2013 г. уровень безработицы при отсутствии структурных сдвигов мог составить около 6,5%. Изменение региональной и поселенческой (город/село) структуры населения в возрасте экономической активности, по нашим расчетам, способствовало снижению уровня безработицы за указанный период на 0,2–0,3 п.п. В результате к концу 2013 г. вклад структурных факторов в снижение уровня безработицы мог составить около 1,5 п.п.

<sup>1</sup> Гимпельсон В. Е., Капелюшников Р. И. Российская модель рынка труда: ценовое измерение // В кн.: Заработная плата в России: эволюция и дифференциация / Под общ. ред.: А. В. Полетаев. Издание 2. М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2008. Гл. 1. С. 18–96. Капелюшников Р. И., Ощепков А. Ю. «Российский рынок труда: парадоксы посткризисного развития». Вопросы экономики, 2014, № 7. Капелюшников Р. И. Конец российской модели рынка труда? М.: Фонд Либеральная миссия, 2009.

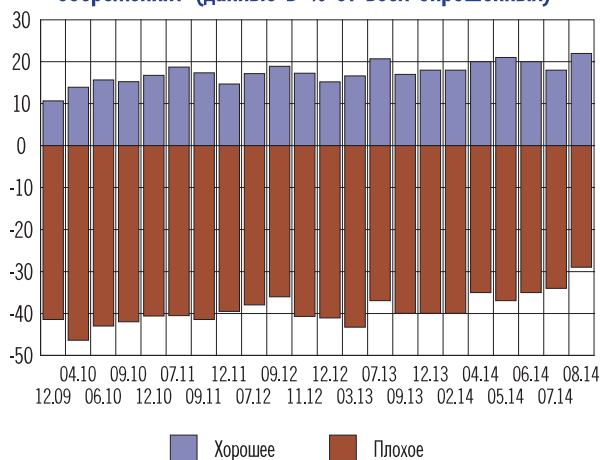
<sup>2</sup> Ball, L., Mankiw, G., The NAIRU in Theory and Practice, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, 2002, vol. 16 (4), pages 115–136, Fall.

Индекс потребительской уверенности (%)



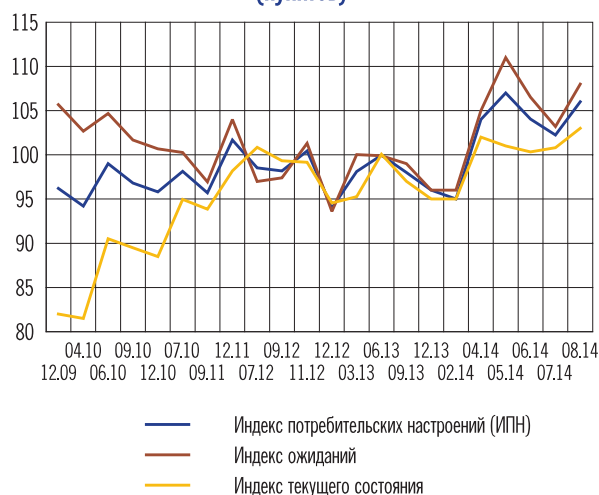
Источник: Росстат.

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



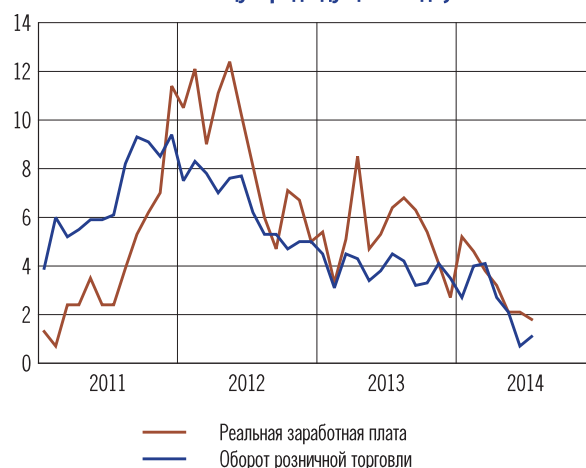
Источник: данные опроса ФОМ.

Потребительские настроения населения (пунктов)



Источник: данные опроса ФОМ.

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



Источник: Росстат.

дов на конечное потребление домашних хозяйств в диапазоне 1,5–2% к соответствующему периоду предыдущего года.

Напротив, динамика инвестиционно-го спроса несколько улучшилась. Во II квартале 2014 г. темпы снижения инвестиций в основной капитал замедлились до 1,4% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года после 4,8% в I квартале. В условиях сохранения геополитической неопределенности, ограничения возможностей для привлечения капитала на внешних рынках для ряда крупных российских корпораций и кредитных организаций, повышения

требований к заемщикам российскими банками ожидается сохранение темпов роста инвестиций в основной капитал во второй половине 2014 г. в отрицательной области (около 2–4% к соответствующему периоду предыдущего года).

Ограничения со стороны спроса, особенно инвестиционного, удорожание импортируемой продукции обусловили сокращение физических объемов импорта, что в условиях роста экспорта обеспечило положительный вклад в рост российской экономики чистого экспорта товаров и услуг. По оценкам, во втором полугодии 2014 г. чистый экспорт

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



Источник: Росстат.

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



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

продолжит вносить положительный вклад в темпы роста ВВП.

Несмотря на то, что фактические темпы роста ВВП во II квартале 2014 г. превысили прогноз Банка России, введение ряда дополнительных санкций со стороны США и Евросоюза и последующее ухудшение ожиданий экономических агентов, вероятнее всего, приведет к большему, чем прогнозировалось, замедлению экономической активности в III–IV кварталах 2014 года. Таким образом, по оценкам, во второй половине 2014 г. ожидается дальнейшее замедление темпов экономического роста. По итогам года темп

прироста ВВП, как и ранее, прогнозируется на уровне 0,4%.

## Бюджетная политика

В соответствии с данными Казначейства России и Минфина России, в январе-июле 2014 г. расходы бюджетной системы Российской Федерации составили 34,0% ВВП, непроцентные расходы – 33,3% ВВП, что ниже аналогичных показателей за соответствующий период 2013 г. на 1,4 и 1,5 процентного пункта.

На фоне незначительного снижения величины бюджетных доходов по отношению к ВВП, которое определяется уменьшением нефтегазовых доходов при одновременном увеличении нефтегазовых поступлений в результате снижения курса национальной валюты, бюджеты бюджетной системы Российской Федерации были исполнены с профицитом 3,4% ВВП, что на 1,4 процентного пункта превышает аналогичный показатель 2013 года. При этом нефтегазовый первичный дефицит бюджетной системы Российской Федерации в январе-июле 2014 г. составил 6,5% ВВП, что на 0,8 процентного пункта ниже аналогичного показателя 2013 года.

По оценкам Банка России, в 2014 г. величина доходной части по отношению к ВВП по сравнению с 2013 г. незначительно возрастет, а расходная часть - сократится на 0,4 процентного пункта. В результате показатели совокупного и структурного нефтегазового первичного дефицита снизятся на 0,4 процентного пункта, до 0,8 и 10,4% ВВП соответственно. В 2015 г. без принятия дополнительных налоговых мер бюджетные доходы сократятся на 0,4 процентного пункта ВВП, почти целиком из-за негативной динамики нефтегазовых поступлений, в то время как расходы вырастут на 1,2 процентного пункта ВВП, в первую очередь на национальную оборону. Это приведет к значительному росту совокупного и структурного нефтегазо-

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



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

вого первичного дефицита до 2,5 и 11,6% ВВП соответственно.

По оценкам Банка России, в 2014 г. ожидается положительное близкое к нулю воздействие на рост совокупного спроса со стороны сектора государственного управления.

Оценки устойчивости государственных финансов, подготовленные с использованием индикатора фискального стресса, позволяют сделать вывод о сохранении в краткосрочной перспективе высокого уровня устойчивости государственных финансов России. Основные риски сохраняются в группе показателей, характеризующей долгосрочные бюджетные тренды, а именно прирост государственных расходов на выплату пенсий и возрастная структура населения. В то же время во II квартале 2014 г. наблюдалась негативная динамика по всем основным бюджетным показателям, а также по большинству показателей группы управления активами и обязательствами, что объясняется как пересмотром бюджетных планов в текущем году, так и ухудшением состояния российской экономики, в том числе в результате роста внешних рисков.

В 2014 г. Правительство Российской Федерации отказалось от привлечения внешних займов, существенно снизило запланированное привлечение заемных средств

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



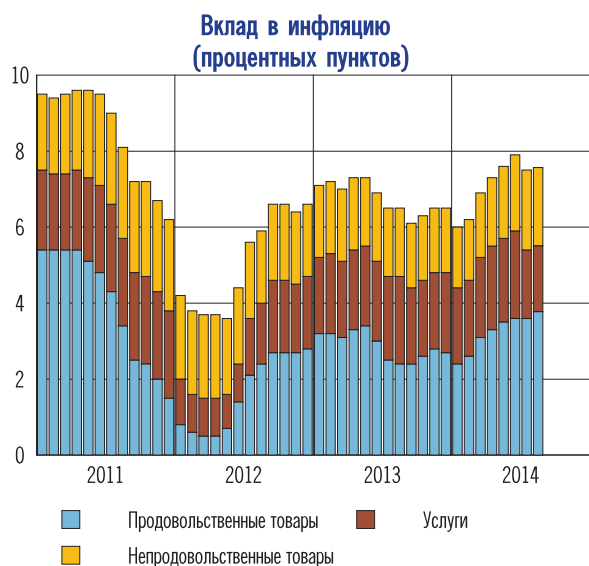
Примечание: пунктиром выделен прогноз Банка России.

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

на внутреннем рынке и объемы приватизации, а также увеличило кредитование субъектов Российской Федерации за счет сокращения объема перечисляемых в Резервный фонд дополнительных нефтегазовых доходов федерального бюджета. Согласно закону о федеральном бюджете на 2014–2016 гг. (с учетом изменений текущего года), по итогам исполнения федерального бюджета в 2014 г. в Резервный фонд будет перечислено 231,9 млрд. рублей. По оценкам Банка России, данные перечисления могут составить порядка 150 млрд. руб. с учетом более низких по величине нефтегазовых и ненефтегазовых доходов бюджета при ожидаемом более высоком (крепком) курсе рубля к доллару США относительно прогноза, положенного в основу федерального бюджета.

## Инфляция

Темпы роста потребительских цен во II квартале 2014 г. после резкого ускорения в предыдущие месяцы, обусловленного эффектом ослабления рубля, а также действием факторов со стороны предложения на отдельных рынках (в частности, повышением мировых цен на некоторые виды продовольственных товаров и влиянием мер по защите российских рынков от недоброкачественной импортной продукции), оставались на повы-

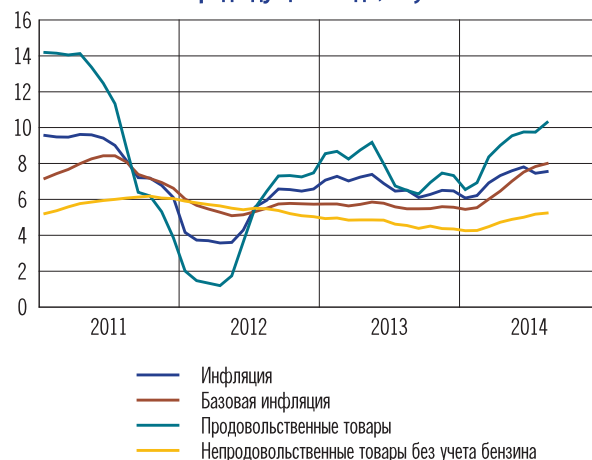


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

шенном уровне. В то же время повышение Банком России ключевой процентной ставки явилось стабилизирующим фактором для курса рубля и через канал валютного курса – сдерживающим темпы роста цен. Рост ставок по депозитам населению способствовал нормализации склонности населения к организованным сбережениям и, таким образом, уменьшению давления на цены со стороны спроса. Динамика розничного кредитования также являлась фактором, сдерживающим потребительский спрос.

В июле годовая инфляция снизилась до 7,5% после достижения максимального с начала года значения в июне (7,8% к соответствующему периоду предыдущего года), что было главным образом обусловлено меньшей, чем в 2013 г., индексацией регулируемых цен и тарифов на коммунальные услуги (отрицательный вклад в годовую инфляцию оценивается на уровне 0,4 процентного пункта). В то же время снижение инфляции в июле происходило более медленными темпами, чем прогнозировалось. Годовые темпы роста цен на продовольственные товары повысились до 9,8% в июле с 9,5% в мае. При этом на рынке плодоовощной продукции наблюдалась дефляция (–1,5% к соответствующему периоду предыдущего года), что мо-

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

жет быть связано со смещенной сезонностью при благоприятных условиях сбора урожая. Годовые темпы роста цен на другие продовольственные товары сохранялись на повышенном уровне.

В сегменте непродовольственных товаров в июле наблюдалось повышение инфляции, несмотря на то, что влияние ослабления рубля конца 2013 – начала 2014 г., по оценкам, должно было исчерпаться. Это может быть связано с более асимметричным, чем предполагалось, эффектом переноса – явлением, когда на укрепление рубля цены реагируют в меньшей степени, чем на ослабление.

В условиях ускорения темпов роста цен на отдельные продовольственные товары, входящие в расчет базовой инфляции, а также сохранения темпов роста цен на непродовольственные товары на повышенном уровне базовая инфляция ускорилась и составила в июле 7,8%. Базовая инфляция за исключением продовольственных товаров также повысилась с 5,3% в мае до 5,5% в июле.

Введенные в начале августа дополнительные ограничения на импорт ряда продовольственных товаров привели к ускорению роста цен: выпадающий объем товарных ресурсов составляет заметную величину (по от-



дельным продуктам – более 20%). Годовые темпы роста цен на продовольственные товары в августе 2014 г. повысились до 10,3%. Инфляция возросла до 7,6%, базовая инфляция – до 8,0%.

Совокупный дополнительный вклад в годовую инфляцию от ограничений на импорт может составить до 1,5 процентного пункта и может реализовываться в течение дли-

тельного периода времени (до середины 2015 г.).

Торговые ограничения наряду с обсуждаемыми изменениями в налоговой и тарифной политике также создают предпосылки для роста инфляционных ожиданий. В указанных условиях высока вероятность сохранения инфляции на уровне, превышающем 7% до конца 2014 года.

### Об изменении эффекта переноса валютного курса во времени

В макроэкономических исследованиях часто упоминается тот факт, что с ростом волатильности курсовых колебаний в результате повышения гибкости курсообразования в экономике должно наблюдаться общее снижение эффекта переноса валютного курса на инфляцию. Прежде всего это вызвано, с одной стороны, развитием системы хеджирования валютных рисков экономическими агентами, с другой – постепенным замещением валютного канала трансмиссионного механизма процентным каналом при переходе к режиму таргетирования инфляции. В то же время когда валютный курс претерпевает существенные колебания в периоды кризисных событий и сопутствующего им резкого роста неопределенности и инфляционных ожиданий, эффект переноса может возрастать.

Эмпирическое исследование динамики эффекта переноса валютного курса на потребительскую инфляцию в России было выполнено на базе модели векторной авторегрессии с изменяющимися во времени коэффициентами (TVP-VAR, от англ. time-varying parameter vector autoregression). В общем виде модель может быть представлена следующим образом:

$$y_t = c_t + B_{1t}y_{t-1} + \dots + B_{st}y_{t-s} + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim N(0, \Omega_t),$$

где

$y_t$  – вектор наблюдаемых переменных (инфляция, выпуск, номинальный эффективный курс рубля, процентная ставка по кредитам нефинансовым организациям);

$B_{1t}, \dots, B_{st}$  – матрицы изменяющихся во времени коэффициентов, описывающихся процессом случайного блуждания;

$\Omega_t$  – матрица ковариаций для изменяющихся во времени коэффициентов;

$s$  – глубина запаздывания (на основании предварительного тестирования выбран лаг 1 месяц);

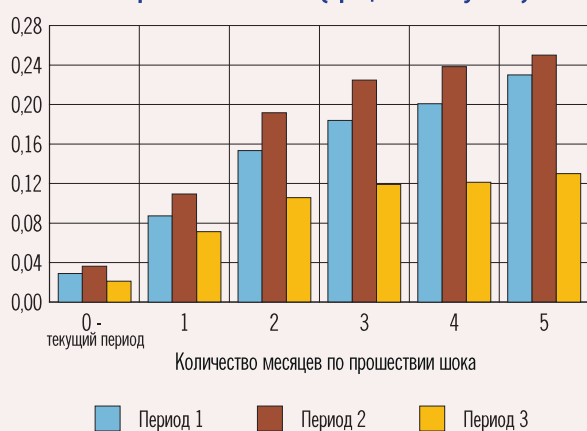
$\varepsilon_t$  – случайная ошибка<sup>1</sup>.

Параметризация модели TVP-VAR была осуществлена на основе месячных данных за период январь 2003 – июль 2014 г. при помощи итеративного байесовского подхода MCMC (Markov Chain Monte Carlo). На рисунке представлены вычисленные накопленные значения импульсных функций отклика потребительской инфляции на шок валютного курса, полученные на базе оценок модельных коэффициентов для трех периодов: январь 2002 – январь 2006 г. (период 1 – начальные точки выборки), февраль 2006 – январь 2009 г. (период 2 – проявление наиболее острых последствий мирового финансового и экономического кризиса 2008–2009 гг.) и февраль 2009 – июль 2014 г. (период 3 – последнее зафиксированное наблюдение).

Полученные результаты, позволяющие вычислить оценки чувствительности цен к курсовой динамике в каждый момент времени, свидетельствуют о том, что на первой половине выборки динамика эффекта переноса валютного курса в цены не претерпевала существенных изменений. Некоторое усиление взаимосвязи между показателями прослеживалось ближе к «кризисному» периоду конца 2008 – начала 2009 г., однако указанное изменение находится в пределах статистической

<sup>1</sup> Подробнее см., напр., Jouchi Nakajima, 2011. «Time-Varying Parameter VAR Model with Stochastic Volatility: An Overview of Methodology and Empirical Applications,» IMES Discussion Paper Series 11-E-09, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

### Отклики потребительской инфляции на 1%-ный шок номинального эффективного курса рубля к иностранным валютам (процентные пункты)\*



\* По оценкам VAR-модели с изменяющимися во времени коэффициентами.  
Источник: расчеты Банка России.

с момента шока, а в последующие месяцы отклик инфляции снижается, что в целом соответствует исходным интуитивным представлениям о краткосрочном характере эффекта переноса валютного курса на цены в экономике.

погрешности (с 0,23 до 0,25). В течение последующих периодов, сопровождавшихся повышением гибкости курсообразования, эффект переноса снизился на небольшую, но при этом статистически значимую величину. При этом эмпирического подтверждения существенного изменения эластичности цен по валютному курсу на протяжении 2014 г. в рамках модельных расчетов не обнаружено. Текущие оценки предполагают рост потребительской инфляции в среднем на 0,13 п.п. вследствие 1%-ного ослабления номинального эффективного курса рубля к иностранным валютам.

По расчетам, влияние валютного курса на инфляцию при этом исчерпывается спустя пять месяцев после шока. Пик отклика приходится в среднем на первый квартал (в большинстве случаев – на второй-третий месяц)

### О динамике тарифов на жилищные услуги в 2014 году

В первой половине 2014 г. наблюдался заметный рост тарифов на жилищные услуги<sup>1</sup> (без учета аренды квартиры у частных лиц, далее – ЖУ), происходивший на фоне практически неизменных тарифов на коммунальные услуги<sup>2</sup>. Ранее основное повышение указанных тарифов происходило одновременно (начиная с 2012 г. – с 1 июля). В первой половине 2014 г. пик прироста тарифов на ЖУ пришелся на май – 2,9%, за полугодие они выросли на 5,5%. В июне 2014 г. жилищные услуги (без учета аренды квартиры у частных лиц) были на 10,0% дороже, чем в сопоставимом месяце предыдущего года, а вклад прироста тарифов на них в инфляцию составил 0,2 процентного пункта. В декабре 2013 г. соответствующие показатели составили 5,4% и 0,1 процентного пункта. После сезонного повышения в июле рост тарифов на жилищные услуги продолжился и в августе.

Фактором повышения тарифов на ЖУ (как для собственников жилья, так и в домах государственного и муниципального жилищных фондов) стал запуск нового механизма организации проведения капитального ремонта общего имущества в многоквартирных жилых домах<sup>3</sup>. Стала обязательной оплата ежемесячного взноса на капитальный ремонт, причем субъектами Российской Федерации задается его минимальный размер (устанавливается в рублях с одного квадратного метра на единицу общей площади помещения в многоквартирном доме, принадлежащем собственнику). Обязанность по уплате взноса возникает по истечении 8 месяцев после официального опубликования утвержденной региональной программы капитального ремонта общего имущества в многоквартирных домах.

<sup>1</sup> К жилищным услугам относятся: аренда квартиры у частных лиц, оплата жилья в домах государственного и муниципального жилищных фондов, услуги по содержанию и ремонту жилья, по организации и выполнению работ по эксплуатации домов.

<sup>2</sup> К коммунальным относятся услуги по отоплению, холодному и горячему водоснабжению, водоотведению, газоснабжению, снабжению электроэнергией.

<sup>3</sup> Соответствующие поправки к Жилищному кодексу Российской Федерации были приняты федеральными законами Российской Федерации от 25.12.2012 № 271-ФЗ, от 28.12.2013 № 417-ФЗ.

**Динамика цен на жилищные и коммунальные услуги  
(месяц к предыдущему месяцу, %)**



Источник: Росстат.

Учитывая различную скорость реализации нововведений в регионах (в частности, в некоторых из них программы капитального ремонта принимались в марте-апреле 2014 г.), можно ожидать, что повышение ставок отчислений на капитальный ремонт продолжится до конца текущего года. В целом по итогам 2014 г. увеличение инфляции в результате повышения тарифов на ЖУ, связанного с введением нового механизма финансирования капитального ремонта, может составить до 0,2 процентного пункта. В отличие от предыдущих лет удорожание жилищных услуг может превысить рост тарифов на коммунальные услуги.

## Инфляционные ожидания

### Население

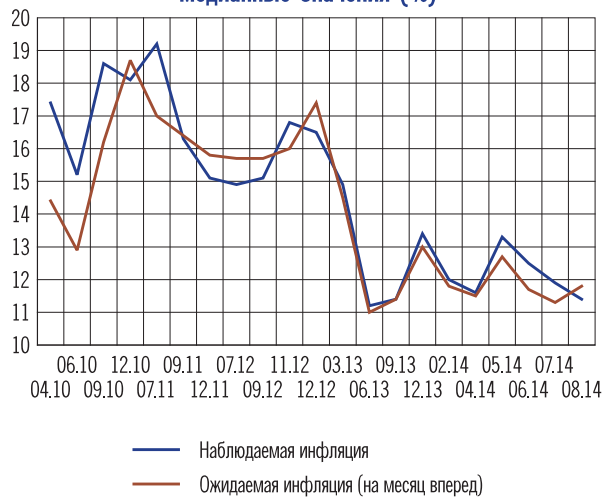
В августе оценки наблюдаемой годовой инфляции продолжили траекторию снижения, в то время как инфляционные ожидания на год вперед заметно повысились. На месячном горизонте отмечаются противоположные результаты: оценки текущей инфляции возросли, при этом ожидания роста цен в следующем месяце продолжали снижаться и оказались самыми низкими в текущем году. Вероятно, снижение инфляционных ожиданий на месяц вперед обусловлено тем, что население воспринимает рост цен на некоторые товары как временный или считает, что запрет на импорт отдельных видов продовольствия не отразится на повышении стоимости личной потребительской корзины. С другой стороны, усиление экономической неопределенности может негативно сказаться на ценовой динамике в перспективе.

Согласно результатам опроса населения, проведенного Фондом «Общественное мнение» по заказу Банка России, в августе 2014 г. медианные оценки наблюдаемой инфляции продолжили снижаться третий месяц подряд. При этом оценки ожидаемой инфляции заметно повысились.

Результаты качественного анализа августовского опроса указывают на сокращение доли респондентов, которые наблюдали ускорение роста цен, что соответствует сезонной динамике цен. Обычно в летние месяцы рост потребительских цен замедляется. Вместе с тем повысилась доля тех, кто ожидает ускорение годовой инфляции в дальнейшем при снижении доли ответивших, что рост цен замедлится или прекратится. Большая часть населения (60%) полагает, что в ближайшие 12 месяцев цены будут расти так же, как и сейчас, что свидетельствует об инерционности инфляционных ожиданий.

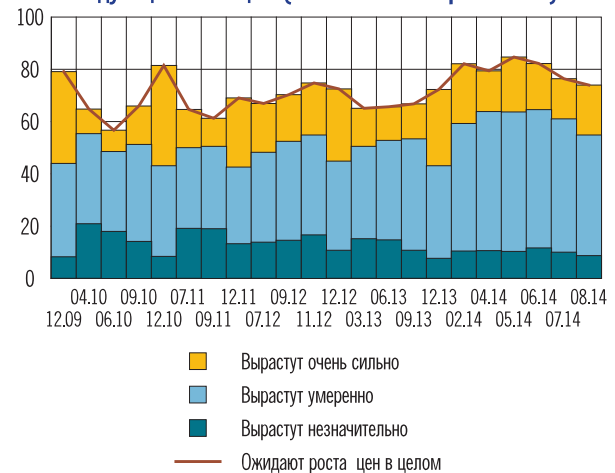
На месячном горизонте в августе текущего года динамику текущей и ожидаемой инфляции население воспринимало по-разному. Доля опрошенных, отмечающих рост цен в прошедшем месяце, возросла с 87 до 90%, в основном за счет тех, кто указал на незначительный рост цен. Доля опрошенных, ожидающих повышения цен в следующем месяце, снизилась по сравнению с предыдущим наблюдением с 76 до 74%. При этом, доля ожидающих, что цены вырастут очень сильно, возросла: с 15% в июле до 19% в августе.

Прямые оценки инфляции:  
медианные значения (%)



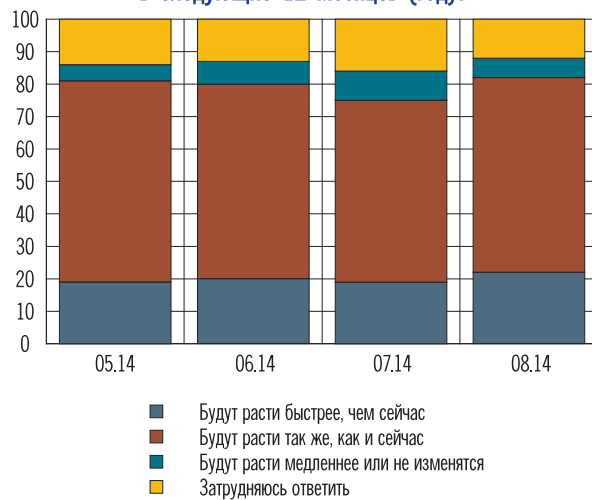
Источник: данные опроса ФОМ.

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



Источник: данные опроса ФОМ.

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



Источник: данные опроса ФОМ.

Доля респондентов, ожидающих умеренный рост цен, сократилась с 51 до 46%.

В августе возросла обеспокоенность населения ростом цен на мясо и птицу, сыр, колбасы, рыбу и морепродукты. Вместе с тем по сравнению с июлем уменьшилось беспокойство населения относительно повышения цен на услуги ЖКХ. В августе, как и в предыдущие несколько опросов подряд, сократилась доля респондентов, отметивших высокий рост цен на молоко и молочную продукцию.

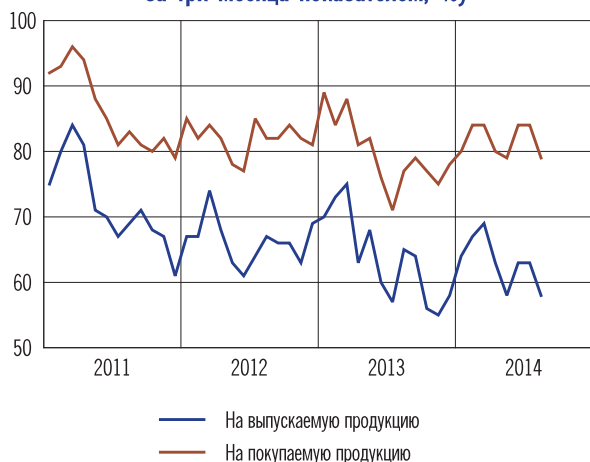
## Предприятия

Оценки перспектив изменения цен на выпускаемую продукцию в III квартале 2014 г., согласно опросам предприятий в различных сегментах экономической деятельности, в целом указывают на замедление ценовой динамики, что, вероятно, является следствием спросовых ограничений.

Согласно опросам Российского экономического барометра (РЭБ), в июне 2014 г. руководители предприятий оценивали ценовую динамику на выпускаемую и покупаемую продукцию как стабильную, и в ближайшие три месяца ожидали умеренного замедления темпов роста цен. Вместе с тем по сравнению с наблюдениями в 2013 г. отмечается увеличение разрыва между индексами изменения цен на покупаемую и выпускаемую продукцию, что является косвенным свидетельством негативных ожиданий предприятий относительно их финансового положения.

По результатам опросов, проведенных Банком России в июле, среди респондентов сохранялось преобладание ожиданий увеличения цен, несмотря на снижение этих ожиданий по сравнению с предыдущим месяцем, что является характерным для летних месяцев года. Наибольший рост доли ре-

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



Источник: данные опроса РЭБ.

спондентов, предполагающих в ближайшие три месяца снизить цены на готовую продукцию (услуги), отмечался среди предприятий, осуществляющих деятельность в химическом и металлургическом производстве, а также в производстве изделий из бетона, гипса и цемента.

По опросам Росстата, в III квартале в розничной торговле и сфере услуг предприятия ожидают замедления роста цен, что, вероятно, связано с сезонной динамикой.

### Профессиональные аналитики

Прогнозы профессиональных аналитиков относительно инфляции на конец 2014 г. в августе заметно ухудшились.

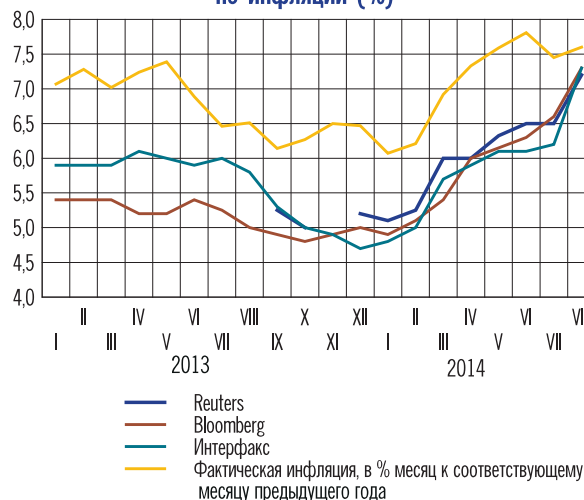
В августе текущего года профессиональные аналитики продолжили пересматривать свои прогнозы на 2014 г. в сторону повышения. Значения августовских консенсус-прогнозов на 2014 г. находились в диапазоне 7,2–7,3%. Ухудшение ожиданий экспертов обусловлено в первую очередь введением запретов и ограничений на импорт отдельных продуктов питания. Количественные оценки различных экспертов о возможном влиянии данного фактора на рост потреби-

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



Источник: Банк России.

### Прогнозы профессиональных аналитиков по инфляции (%)



Источники: Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Reuters.

тельских цен до конца 2014 г. находятся в интервале 0,4–2 процентного пункта.

Медианное значение ожидаемой инфляции в конце 2014 г., рассчитанное с учетом точности прогнозов участников опроса Bloomberg, составило 7%.

Краткосрочные инфляционные ожидания, рассчитанные по данным финансового рынка, указывали на повышение во II квартале 2014 г. инфляционных ожиданий на один квартал вперед.



### Квантификация инфляционных ожиданий

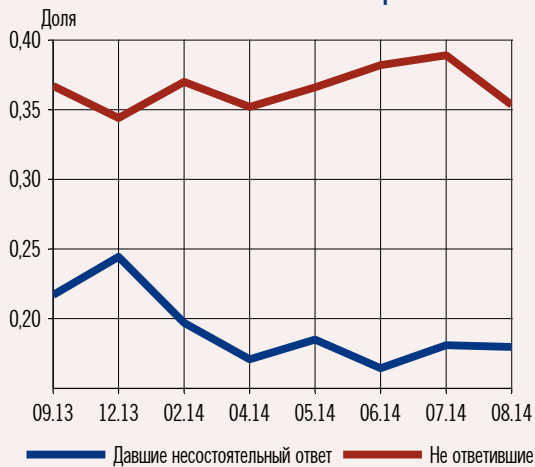
Инфляционные ожидания занимают важное место в макроэкономических моделях, оказывая влияние на принятие решений в области денежно-кредитной политики (Cagan, 1956<sup>1</sup>, Friedman, 1968<sup>2</sup>, Lucas, Rapping, 1970<sup>3</sup>). В связи с этим крайне важной является возможность сопоставления инфляционных ожиданий, рассчитанных в модели, и ожиданий экономических агентов, наблюдаемых в реальности. Для измерения последних используется ряд подходов: оценка ожиданий участников финансовых рынков (Hamilton, 1985<sup>4</sup>), оценки, основанные на прогнозах рыночных аналитиков (Granger, Ramanathan, 1984<sup>5</sup>). В данном разделе рассматривается метод оценки инфляционных ожиданий домохозяйств на основании опросов населения, которые проводятся ООО «инФОМ» по заказу Банка России.

Инфляционные ожидания потребителей на 12 месяцев вперед можно вычислить, используя два разных пункта опроса. В первом из них респондентов просят ответить, в каком интервале будет находиться инфляция (интервальная оценка), во втором – как изменится уровень цен по сравнению с текущим (точечная оценка). Была проведена оценка релевантности ответов респондентов на первый тип вопросов, для чего была вычислена доля людей, чья интервальная оценка не согласовывалась с точечной (например, респонденты говорили, что уровень инфляции возрастет, а затем называли более низкий интервал), а также доля респондентов, не давших интервальную оценку вообще. В сумме эти две категории составляют более 50% респондентов, в связи с чем вычисление интервальной оценки представляется нецелесообразным, особенно в совокупности с тем, что интервальная оценка в каждый период составляла не менее 10 процентных пунктов. Вместо

этого был применен вероятностный подход к численной оценке ожидаемой инфляции (Carlson, Parkin, 1975<sup>6</sup>, Berk, 1999<sup>7</sup>, Lyziak, 2012<sup>8</sup>), основанный на точечных ответах респондентов.

Суть вероятностного подхода состоит в предположении о том, что представления агентов о будущем уровне инфляции  $x$  – это случайная величина, распределенная согласно определенному закону, для которой существует математическое ожидание (ожидаемый уровень инфляции). Область значений случайной величины, по предположению, поделена на несколько участков. На участках  $(-\varepsilon, \varepsilon)$  и  $(\pi_0 - \delta; \pi_0 + \delta)$  респондент не отличает инфляцию от нулевой и текущей соответственно ( $\pi_0$  – текущая инфляция,  $\delta, \varepsilon > 0$  – параметры чувствительности). На остальных интерва-

Доли респондентов, давших несостоятельный ответ и не ответивших на вопрос



Источники: расчеты Банка России, ФОМ.

<sup>1</sup> Cagan, Ph., 1956. The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In Friedman, Milton (ed.). // Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago: University of Chicago Press.

<sup>2</sup> Friedman M., 1968. The role of monetary policy. // The American Economic Review, Volume LVIII, March 1968 number 1.

<sup>3</sup> Lucas R, Jr. and Rapping L. A., 1970. Price Expectations and the Phillips Curve. // The American Economic Review, Vol. 59, No. 3 (Jun., 1969).

<sup>4</sup> Hamilton, J. D., 1985. Uncovering Financial Market Expectations of Inflation. // Journal of Political Economy, Vol. 93, No. 6 (Dec., 1985).

<sup>5</sup> Granger C., Ramanathan, R., 1984. Improved methods of combining forecasts. // Journal of Forecasting. Volume 3, Issue 2, April/June 1984.

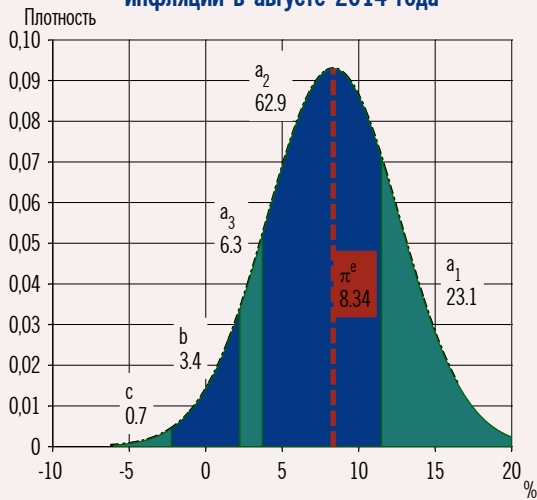
<sup>6</sup> Carlson, J. A. and Parkin M., 1975. Inflation Expectations. // Economica, Vol: 42.

<sup>7</sup> Berk J. M., 1999. Measuring inflation expectations: a survey data approach. // Applied Economics, 1999, 31.

<sup>8</sup> Lyziak T., 2012. Inflation expectations in Poland. // National Bank of Poland working paper No. 115.



**Распределение представлений о будущем уровне инфляции в августе 2014 года**



Источники: расчеты Банка России, ФОМ.

**Инфляционные ожидания при разных спецификациях распределения**



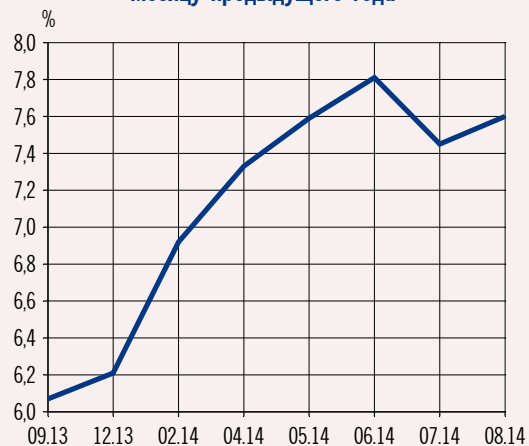
Источники: расчеты Банка России, ФОМ.

**Представления респондентов о будущем уровне инфляции при разных спецификациях распределения в августе 2014 года**



Источники: расчеты Банка России, ФОМ.

**Фактическая инфляция, месяц к соответствующему месяцу предыдущего года**



Источник: Росстат.

лах респондент отвечает, что уровень цен упадет, вырастет меньше, чем сейчас, или больше, чем сейчас (Berk, 1999). Делается предположение относительно распределения  $x-F(\theta)$ , оцениваются его параметры  $\theta$  и параметры чувствительности  $\delta, \varepsilon$  с помощью системы уравнений:  $1 - F(\pi_0 + \delta) = a_1$ ;  $F(\pi_0 + \delta) - F(\pi_0 - \delta) = a_2, \dots$ , где  $a_1, a_2$  – доли респондентов, считающих, что инфляция будет выше, чем сейчас, и такой же, как сейчас, соответственно.

Изначально невозможно сделать какие-либо строгие предположения о виде распределений, основываясь на гистограмме, поскольку возможный вид распределения сильно зависит от параметров чувствительности. Поэтому ожидания в данном разделе оцениваются, основываясь на трех распределениях, часто встречающихся в литературе (Berk, 1999, Oral, 2013<sup>9</sup>): нормальном, равномерном и нецентрированном  $t$  распределении. Последнее является несимметричным с толстыми хвостами, а в равномерном распределении предполагается ограниченная область значений случайной величины, то есть респондент не может ожидать бесконечно высокий уровень роста или падения цен. Следует отметить, что при количестве степеней свободы, стремящемся к бесконечно-

<sup>9</sup> Oral E., 2013. Consumer Inflation Expectations in Turkey. // Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics publication. Bank for international settlements.

сти,  $t$  сходится к нормальному распределению. Однако, согласно оценкам Банка России, количество степеней свободы получается небольшим (между 2 и 3, используется дробное), что позволяет больше доверять оценке по  $t$  распределению.

В литературе подобные меры инфляционных ожиданий используются в качестве одной из переменных в структурных векторных авторегрессионных моделях (например, в работе Clark, Davig, 2008)<sup>10</sup>, после чего проводится анализ импульсных откликов. Однако, в России ежемесячные данные опросов «инФОМ», позволяющие провести квантификацию представленным методом, имеются только с апреля 2014 г., поэтому возможно провести лишь предварительный корреляционный анализ, который не позволяет сделать фундаментальных выводов о существующих зависимостях, но может являться ориентиром для будущего структурного анализа. Были сделаны два предположения относительно динамики инфляционных ожиданий. Во-первых, инфляционные ожидания могут зависеть от динамики валютного курса (рубль/доллар). Корреляционный анализ позволил выявить значимую на 10%-ном уровне положительную связь между логарифмическими разностями уровней этих показателей, однако, подсчет частных коэффициентов корреляции, контролируя на динамику текущей инфляции, показал, что данная связь является незначимой. Во-вторых, было сделано предположение, что ожидания являются адаптивными (инерционными). Была выявлена положительная значимая на 10%-ном уровне корреляция между текущим уровнем инфляции и оценкой ожиданий.

Ожидаемый уровень инфляции был оценен с использованием различных вероятностных распределений и был сопоставлен с имеющимися прогнозами моделей Банка России, представленными в июньском докладе о денежно-кредитной политике (до введения санкций). Ожидаемый уровень инфляции в сентябре 2014 г. практически совпадает для всех методов и находится очень близко к предыдущим прогнозам Банка России. В дальнейшем инфляционные ожидания демонстрируют восходящую динамику, в то время как согласно консенсус прогнозу экспертов и по расчетам моделей, используемых в Банке России, уровень инфляции в 2015 г. будет снижаться, что свидетельствует о том, что цель по инфляции пока не является ориентиром для формирования ожиданий населения.

<sup>10</sup> Clark T., Davig T. An empirical assessment of the relationships among inflation and short- and long-term expectations. // Research Working Paper, 2008, No. 5, Federal Reserve Bank of Kansas City.

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

*Сдерживающее влияние внешних условий на экономику России, вероятнее всего, сохранится в течение 2015 г. и начнет ослабевать в 2016–2017 гг., однако риски менее благоприятного развития событий за прошедшие месяцы возросли.*

*Ожидается сохранение низких темпов роста выпуска в 2015 г. и последующее восстановление деловой активности в 2016–2017 годах. В среднесрочной перспективе потенциальный рост экономики будет замедляться. Рост цен в 2015–2017 гг. будет сдерживаться низким уровнем деловой активности. При отсутствии дополнительных проинфляционных факторов и сохранении умеренно жесткой направленности денежно-кредитной политики ожидается выход инфляции на целевой уровень в 2015–2017 годах. Замедление инфляции будет способствовать снижению ставок по кредитным и депозитным операциям банков. При этом, по оценкам Банка России, ожидаемые в период с 2015 по 2017 г. темпы роста денежных и кредитных агрегатов представляются сбалансированными и не создадут рисков для достижения цели по инфляции.*

*К основным рискам прогноза в настоящее время можно отнести возможность продолжения снижения цен на нефть, усугубление негативных последствий ограничения внешнего финансирования, а также неопределенность по поводу дальнейшей динамики продовольственных цен. Баланс рисков для прогноза инфляции, как и ранее, смещен вверх, при этом за прошедший квартал риски превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе несколько увеличились.*

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

*В проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и на период 2016–2017 годов» изложены сценарии макроэкономического развития и характеристика денежно-кредитной политики на трехлетний период (I базовый и альтернативные сценарии II и III). В данном разделе Доклада описаны основные параметры базового сценария.*

Неопределенность относительно перспектив развития российской экономики за прошедшие месяцы возросла. Связана она как с внешними факторами (возможностью изменения геополитической ситуации, неопределенностью относительно продолжительности действия санкций и их влияния на российскую экономику), так и с внутрен-

ними факторами (в том числе обсуждаемыми в Правительстве Российской Федерации мерами бюджетной политики).

Ожидается, что темпы роста мировой экономики в предстоящие годы будут повышаться. Вместе с тем перспективы экономического роста в ряде стран – торговых партнеров России за прошедшие месяцы ухудшились в связи с наблюдаемым снижением активности в европейском регионе и странах СНГ. Ожидается, что темпы роста внешнего спроса в ближайшие годы останутся недостаточно высокими для того, чтобы оказать стимулирующее воздействие на экономический рост России.

Центральные банки развитых стран по мере восстановления мировой экономи-

Прогноз Всемирного банка темпов роста мирового ВВП  
(в % к предыдущему году)

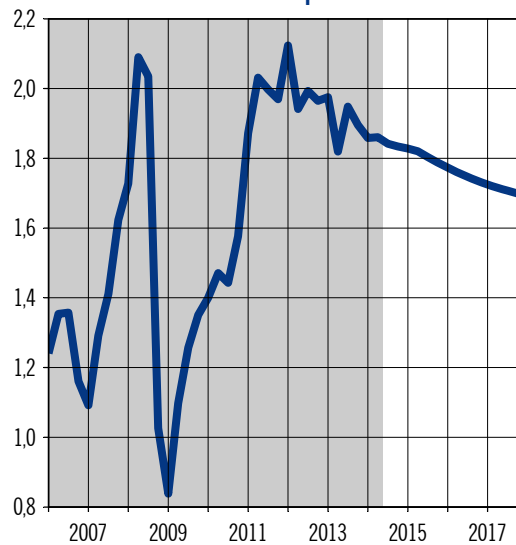


Источник: Всемирный банк.

ки в ближайшие годы перейдут к последовательной нормализации денежно-кредитной политики (в США – уже в середине 2015 г.), что приведет к постепенному повышению процентных ставок на внешних рынках. Для стран с формирующимися рынками ужесточение условий внешнего финансирования вследствие повышения ставок будет отчасти компенсироваться готовностью внешних кредиторов предоставлять большой объем финансирования по мере восстановления мировых финансовых рынков и роста оптимизма инвесторов. Тем не менее, в 2015 г. стоимость заимствования на внешнем рынке для российских компаний будет выше, а объемы предоставленных займов меньше, чем предполагалось ранее, из-за негативного влияния введенных в отношении России финансовых ограничений. В дальнейшем ожидается постепенная нормализация ситуации.

Прогнозируется сохранение тенденции к ухудшению условий торговли для России. Банк России ожидает снижения мировой цены на нефть марки «Юралс» со 106,5 долл. США за баррель в среднем за период с начала 2014 г. до 102,0–103,0 долл. США за баррель в 2016–2017 гг. в условиях сдержанного роста спроса и быстро расширяющегося предложения. Увеличение спроса будет сдерживаться замедлением экономи-

Условия торговли

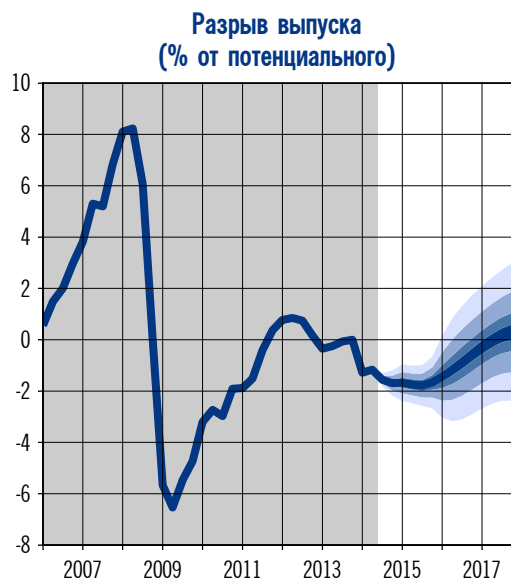


Источник: расчеты Банка России.

ческого роста в странах – крупнейших импортерах нефти (Китае, странах еврозоны), внедрением энергосберегающих технологий и переориентацией на другие виды энергии. Расширение мирового предложения будет обусловлено увеличением добычи и экспорта нефти из Северной и Латинской Америки и стран Ближнего Востока. В то же время возможны серьезные перебои с поставками нефти. Ирак, который, по прогнозу Международного энергетического агентства, обеспечит 60% прироста добывающих мощностей ОПЕК в среднесрочной перспективе, из-за эскалации конфликта может привлечь недостаточно инвестиций для освоения месторождений. Также возможны перебои поставок из Ливии в связи с сохраняющимися конфликтами в данной стране.

Снижение цен на нефть и ожидаемое отсутствие роста цен на другие значимые сырьевые товары экспорта России в сочетании с продолжением роста цен российского импорта обусловят ухудшение условий торговли в среднесрочном периоде. Это станет дополнительным фактором, ограничивающим темпы роста потенциального выпуска и в конечном счете экономическую динамику в России.

Ухудшение условий торговли при постепенном восстановлении внутреннего спро-



Источник: расчеты Банка России.



Источник: расчеты Банка России.

са и, как следствие, рост импорта приведут к сокращению положительного сальдо текущего счета платежного баланса России с более 2% к ВВП в 2014 г. до около 1% ВВП в 2015–2017 годах. В отсутствие операций Банка России на внутреннем валютном рынке в условиях плавающего обменного курса в рассматриваемый период отрицательное сальдо финансового счета будет сокращаться пропорционально изменению текущего счета. Происходить это будет в основном за счет снижения спроса резидентов на иностранные активы.

В этих условиях ожидается сохранение в 2015 г. относительно низких темпов роста российской экономики – на уровне 0,9–1,1%. В дальнейшем после ожидаемой в конце 2015 г. отмены обоюдных санкций и ограничений и восстановления доступа для российских компаний финансового и нефинансового секторов на мировые рынки капитала прогнозируется постепенное оживление экономической активности. Рост ВВП, по оценкам, увеличится до 1,8–2,0% в 2016 г. и 2,2–2,5% в 2017 г. соответственно.

Внутренний спрос в 2015–2017 гг. по-прежнему будет вносить основной вклад в рост ВВП. Ожидается, что уже в 2015 г. темпы роста инвестиций в основной капитал бу-

дут находиться в положительной области. В 2016–2017 гг. прогнозируется дальнейшее восстановление инвестиционной активности на фоне постепенного снижения экономической неопределенности, смягчения внешних и внутренних финансовых условий и улучшения ожиданий экономических агентов. Поддержку инвестициям в 2015–2017 гг. также должны оказать планируемые меры по финансированию инфраструктурных проектов, расширение специальных программ рефинансирования Банка России, направленных в том числе на стимулирование кредитования долгосрочных инвестиционных проектов, а также начало реализации крупного инвестиционного проекта в рамках долгосрочного сотрудничества с Китаем по расширению газового экспорта. Ожидается, что рост инвестиций в основной капитал составит 1,4–1,6% в 2015 г. и 2,5–3,5% в 2016–2017 годах.

Рост потребительского спроса, как ожидается, в 2015 г. существенно замедлится по сравнению с уровнем предыдущих лет в условиях снижения темпов прироста заработной платы на фоне достаточно слабой экономической активности. Сдерживающее влияние на потребительский спрос также будет оказывать динамика розничного кредитования. В 2016–2017 гг. в усло-

виях постепенного увеличения деловой активности прогнозируется повышение роста трудовых компенсаций, что обусловит некоторое восстановление темпов роста потребительского спроса. Таким образом, темпы роста потребительского спроса будут составлять 0,7–0,9% в 2015 г. и 1,6–2,6% в 2016 и 2017 годах.

Бюджетная политика, действующая в рамках бюджетных правил, будет вносить небольшой положительный вклад в динамику совокупного спроса, частично компенсируя сдерживающее влияние внешних условий на экономику и сохраняя, таким образом, контрциклический характер.

С учетом дефицита трудовых ресурсов и структурных особенностей российского рынка труда ожидается, что его адаптация к изменениям экономической активности будет происходить в первую очередь за счет изменения динамики заработных плат при сохранении низкого уровня безработицы (4,5–5,0%) на протяжении всего прогнозного периода.

В 2015 г. чистый экспорт будет вносить околонулевой вклад в рост ВВП при низких темпах роста импорта в условиях сравнительно слабого как потребительского, так и инвестиционного спроса. Кроме того, введенные в августе 2014 г. ограничения на ввоз отдельных видов продовольственной продукции, сопровождающиеся ростом цен на соответствующих сегментах продовольственного рынка, создадут условия для импортозамещения, в результате чего большая, чем ранее, доля потребительского спроса на продукты питания может быть удовлетворена за счет внутреннего производства. В 2016–2017 гг. восстановление инвестиционного и потребительского спроса приведет к повышению темпов роста импорта, что при ограниченном потенциале для роста экспорта обусловит небольшой отрицательный вклад чистого экспорта в рост ВВП. В 2015–2017 гг. годовые темпы прироста экспорта и импорта составят около 0,8–1,6 и 1,0–3,6% соответственно.

В базовом сценарии прогнозируется, что сформировавшийся в 2014 г. отрицательный разрыв выпуска закроется к концу 2017 года. При этом в среднесрочной перспективе ожидается снижение потенциального роста экономики на фоне неблагоприятных демографических тенденций, долгосрочного ухудшения условий торговли и снижения темпов роста потенциального выпуска экономик стран – торговых партнеров. За прошедший квартал прогноз потенциального роста экономики России на период 2015–2017 гг. был незначительно пересмотрен вниз.

Перспективы экономического роста в среднесрочном периоде будут определяться скоростью и последовательностью необходимых структурных преобразований и способностью экономики к преодолению внутренних инфраструктурных и ресурсных ограничений, связанных в том числе с неблагоприятными демографическими тенденциями. В этих условиях возможности стимулирования экономической активности мерами денежно-кредитной политики без существенного ускорения инфляции могут быть ограничены.

В 2015–2017 гг. рост цен будет замедляться. Ожидается, что эффект от введения санкций и ограничений на ввоз ряда продовольственных товаров будет кратковременным и начнет исчерпываться со II квартала 2015 г. под воздействием активизации процессов импортозамещения и переориентации на поставки продовольственных товаров из стран, не попавших под санкции. В этих условиях темпы роста цен на продовольственные товары вернутся к нормальным уровням уже во II квартале 2015 года. При этом в августе-сентябре 2015 г. после ожидаемой отмены торговых ограничений прогнозируется возвращение на российский рынок поставщиков из стран Евросоюза, что обусловит дополнительное снижение цен на продовольственные товары в III–IV кварталах 2015 года.

С учетом исчерпания действия указанного шока прогнозируемый сдержанный рост



потребительского спроса, стабильная динамика валютного курса и предполагаемое снижение инфляционных ожиданий при сохранении умеренно жестких денежно-кредитных условий и распределенном влиянии уже произошедшего в 2014 г. замедления роста денежных и кредитных агрегатов будут обеспечивать условия для последовательного замедления инфляции. При этом в базовом сценарии предполагается, что экономические агенты будут воспринимать ускорение роста цен продовольственных товаров в III квартале 2014 – I квартале 2015 г. как временное явление, что ограничит повышение инфляционных ожиданий. В этих условиях прогнозируется, что инфляция в конце 2015 г. будет близка к целевому уровню 4,5% и снизится до 4% уже к середине 2016 года.

По мере выхода инфляции на целевую траекторию Банк России будет рассматривать возможность смягчения денежно-кредитной политики, опираясь при этом на оценку и прогноз таких показателей, как разрыв выпуска, характеризующий наличие инфляционного давления в экономике, различные показатели базовой инфляции, очищенные от влияния кратковременных факторов

со стороны предложения, а также индикаторы инфляционных ожиданий.

В 2015–2017 гг. замедление инфляции будет способствовать снижению ставок по кредитным и депозитным операциям банков. Дополнительным фактором снижения средних ставок на розничном сегменте кредитного рынка может стать продолжающийся рост доли ипотечных кредитов в общем объеме кредитования населения. При этом исходя из предположения о том, что роль транзакций с внешним сектором в формировании широких денежных агрегатов будет снижаться, кредитование по-прежнему будет основным источником их роста.

При отсутствии существенных неожиданных колебаний на валютном рынке можно ожидать стабилизации валютной структуры банковских депозитов. По оценкам Банка России, годовые темпы прироста денежной массы (денежного агрегата M2) и кредита экономике в период с 2015 по 2017 г. составят 9–13%. Такие темпы роста представляются сбалансированными с точки зрения развития финансового сектора, соответствующим ожидаемым транзакционным потребностям экономики и позволят достичь целей по снижению инфляции.

## II.2. Оценка рисков

В соответствии с базовым сценарием инфляция выйдет на целевую траекторию в конце 2015 г. и достигнет среднесрочной цели 4% уже к середине 2016 года. Баланс рисков для прогноза инфляции, как и ранее, смещен вверх, при этом за прошедший квартал риски превышения инфляцией цели в среднесрочной перспективе несколько увеличились.

К основным рискам прогноза в настоящее время можно отнести возможность продолжения снижения цен на нефть, более длительное действие финансовых санкций, а также неопределенность по поводу дальнейшей динамики продовольственных цен, в том числе из-за более продолжительного, чем предполагается в базовом сценарии, сохранения ограничений на импорт продовольственных товаров.

В случае значительного и продолжительного снижения цен на нефть вероятно, с одной стороны, ускорение темпов ослабления рубля, а с другой стороны – существенное замедление темпов экономического роста. Реакция Банка России в такой ситуации будет направлена на поддержание ценовой стабильности и будет определяться исходя из ожидаемого влияния указанных факторов на темпы роста цен. В случае, если сформируется долгосрочная тенденция к снижению цен на нефть, замедление роста отечественной экономики будет носить в том числе и структурный характер. В этих условиях стимулирование экономической активности мерами денежно-кредитной политики может оказаться непродуктивным. Определение направленности денежно-кредитной политики будет основано на анализе характера замедления роста экономики, ожидаемого эффекта переноса динамики валютного курса и влияния снижения деловой активности на динамику потребительских цен. При этом важным фактором будет являться изменение

инфляционных ожиданий. Если следование политике инфляционного таргетирования повысит доверие к способности Банка России обеспечивать достижение целевых ориентиров, при прочих равных условиях будет возможным поддержание более мягкой направленности денежно-кредитной политики.

Снижение доступности внешних заимствований, ставшее заметным в последнее время на фоне расширения санкций США и стран еврозоны в отношении России, может привести к тому, что в 2015 г. динамика обменного курса рубля будет характеризоваться снижением чувствительности к изменениям внутренних процентных ставок, в том числе ключевой ставки Банка России, и его уровень окажется ниже, чем в базовом сценарии. Такая курсовая динамика может иметь стимулирующее действие на экономику, однако в краткосрочном периоде действенность денежно-кредитной политики может снизиться, что будет препятствовать достижению целей по инфляции.

Динамика продовольственных цен в настоящее время является одним из главных факторов неопределенности среднесрочных прогнозов, так как эффект от введения санкций, а также продолжительность их действия оценить достаточно сложно. Если действие импортных ограничений продлится и после III квартала 2015 г., а также в случае более длительного периода восстановления торговых связей со странами еврозоны после снятия импортных ограничений темпы роста продовольственных цен могут сохраниться на повышенном уровне значительно дольше, чем предполагается в базовом сценарии. Существует риск того, что длительное ускорение роста цен на продовольствие транслируется в повышение инфляционных ожиданий в силу адаптивного характера их формирования. В этих условиях снижение инфляции

к среднесрочному целевому уровню займет более продолжительный период, чем в базовом сценарии. Учитывая, что причины повышения инфляции имеют немонетарный характер, Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику только в случае возникновения вторичных эффектов, прежде всего роста инфляционных ожиданий, во избежание длительного превышения инфляцией целевого уровня.

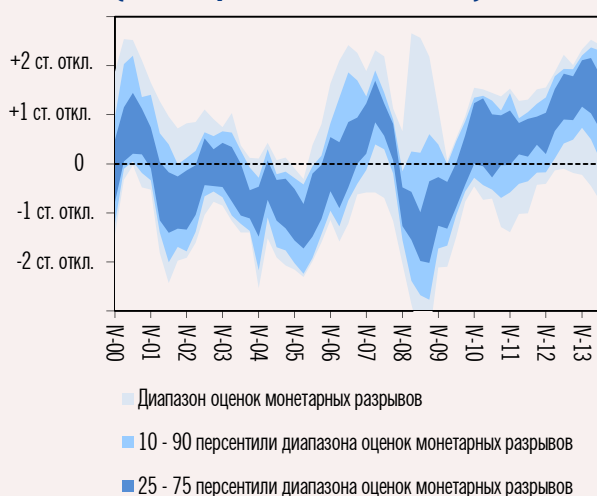
Дополнительные риски для инфляции также формируют обсуждаемые изменения налоговой политики. Реализация ука-

занных мер приведет к разовому ускорению инфляции, что также может отразиться на инфляционных ожиданиях. В этих условиях инфляция с высокой вероятностью будет сохраняться выше целевой траектории в течение 2015–2016 годов. С учетом характера действия данного фактора политика Банка России будет направлена на обеспечение постепенного снижения инфляции, без создания рисков чрезмерного торможения экономической активности, и достижение среднесрочной цели по инфляции в 4%.

### Монетарный анализ инфляционных рисков

Изменение количества денег в экономике содержит информацию, необходимую для эффективной реализации денежно-кредитной политики. Однако для содержательной интерпретации этого показателя необходимо использовать определенные критерии для диагностирования того, насколько быстро или медленно относительно динамики фундаментальных факторов растет денежная масса. Одним из наиболее распространенных подходов к такого рода анализу является оценка функции спроса на деньги, представляющей собой соотношение между денежной массой и факторами, определяющими потребность экономики в деньгах. На основе функции спроса на деньги может быть рассчитан показатель монетарного разрыва как отклонение фактического значения денежного агрегата от расчетного уровня, соответствующего текущим значениям основных макроэкономических индикаторов. На рисунке представлен диапазон значений монетарных разрывов, рассчитанных для российской экономики<sup>1</sup>.

#### Монетарные разрывы (стандартные отклонения)



Увеличение монетарных разрывов в 2013 и начале 2014 г. может свидетельствовать о том, что, несмотря на достаточно низкий уровень, темпы роста денежных агрегатов были, тем не менее, выше фундаментально обоснованных. В результате в экономике мог сформироваться избыток денежной массы. Резкое снижение разрывов указывает на то, что прирост денежных агрегатов во II квартале 2014 г. впервые за несколько лет был существенно меньше равновесного темпа прироста. В целом такая динамика монетарных разрывов является естественной и ожидаемой и отражает возвращение соотношения между денежной массой и другими макроэкономическими показателями к равновесию. Тем не менее, этот эпизод может рассматриваться как поворотная точка в динамике де-

<sup>1</sup> Методологию расчета подробнее см. в статье Krupkina, A., Ponomarenko, A. (2013). «Money demand models for Russia: A sectoral approach.» Bank of Finland, BOFIT Discussions Papers 31.

нежно-кредитных показателей и дает основания ожидать сдерживающего влияния на инфляцию в среднесрочной перспективе.

Учитывая, что альтернативные модели для оценки инфляционных рисков на основе методов монетарного анализа<sup>2</sup> свидетельствуют о сокращении вклада монетарных факторов в инфляцию на протяжении последних полутора лет, а также исходя из текущей динамики денежных показателей и определенной ограниченности источников их роста в будущем, можно предположить, что в среднесрочной перспективе сдерживающее влияние на инфляцию со стороны монетарных факторов сохранится или увеличится.

<sup>2</sup> См., например, статью Deryugina E., Ponomarenko A. (2013). "Money-based inflation risk indicator for Russia: A structural dynamic factor model approach." Bank of England, CCBS Joint Research Paper No. 3.

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

Система инструментов Банка России выстроена в первую очередь в целях создания условий для эффективного управления процентными ставками денежного рынка, что подразумевает обеспечение их нахождения в границах процентного коридора Банка России вблизи ключевой ставки. Вместе с тем Банк России прибегает к использованию отдельных инструментов предоставления ликвидности банковскому сектору для решения других задач, в том числе не связанных напрямую с реализацией денежно-кредитной политики.

В настоящее время значительная величина дефицита ликвидности банковского сектора обуславливает относительно высокую долю требований Банка России в пассивах кредитных организаций: ее величина выросла с начала 2013 г. более чем на 3 процентных пункта, до примерно 9% в конце первого полугодия 2014 года. В рамках основных операций Банк России предоставляет средства преимущественно на срок 1 неделя, вследствие чего может происходить снижение срочности пассивов кредитных организаций. Для смягчения данного влияния Банк России использует и развивает не традиционные для денежно-кредитной политики операции на более длительные сроки. Так, 30 июня 2014 г. Банк России увеличил максимальные сроки операций постоянного действия по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами, и кредитов, обеспеченных золотом, с 365 до 549 дней. В результате изменения максимальных сроков предоставления средств по указанным кредитам Банк России создал условия для повышения гибкости управления кредитными организациями ликвидностью. Предоставление кредитов на срок от 2 до 90 дней продолжается

по фиксированной процентной ставке, кредиты на срок от 91 до 549 дней с указанной даты предоставляются по плавающей процентной ставке для усиления воздействия решений Банка России по денежно-кредитной политике на рыночные процентные ставки. Указанные операции не относятся к числу основных инструментов предоставления ликвидности Банком России, и их применение кредитными организациями носит вспомогательный характер.

За рассматриваемый период Банк России также скорректировал параметры ряда специализированных инструментов, применяемых для стимулирования определенных сегментов кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами. Одновременно с повышением ключевой ставки с 28 июля 2014 г. Банк России повысил на 0,5 процентного пункта, до 7,00% годовых (соответствует уровню ключевой ставки Банка России, уменьшенной на 1 процентный пункт), процентные ставки по отдельным операциям. Изменение коснулось процентных ставок по кредитам, обеспеченным залогом прав требования по кредитам на финансирование инвестиционных проектов; кредитам, обеспеченным залогом облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов; кредитам, обеспеченным залогом прав требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования ОАО «Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций». Процентная ставка по кредитам, обеспеченным залогом прав требования по межбанковским кредитным договорам, заключенным ОАО «МСП Банк» с банками – партнерами в рамках Программы финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства, осталась неизменной.

### Решения в области политики валютного курса

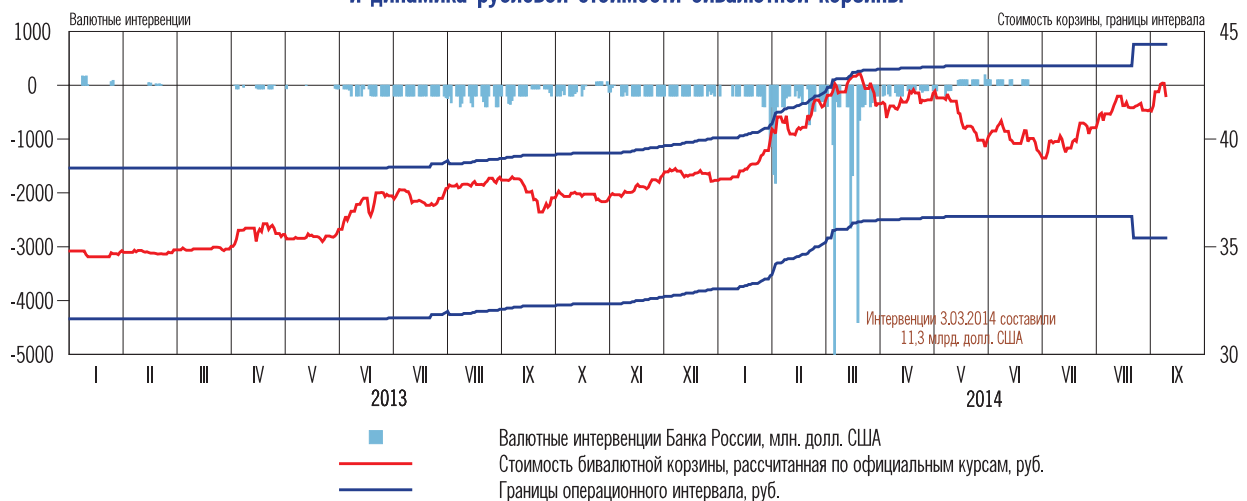
Банк России в июле-августе 2014 г. проводил курсовую политику в условиях достаточно благоприятной конъюнктуры на внутреннем валютном рынке. Стабилизация ситуации позволила Банку России продолжить повышение гибкости курсообразования национальной валюты в рамках действующего механизма курсовой политики. В этих условиях, несмотря на некоторое ослабление рубля к основным мировым валютам, на протяжении указанного периода Банк России не осуществлял валютные интервенции, направленные на сглаживание колебаний курса рубля.

Кроме того, с 20 июня 2014 г. Банком России было завершено отражение на внутреннем валютном рынке покупок Министерством финансов Российской Федерации и Федеральным казначейством иностранных валют для пополнения Резервного фонда по итогам 2013 года. Таким образом, с 23 июня 2014 г. до конца рассматриваемого периода Банк России не осуществлял операции на внутреннем валютном рынке.

С 17 июня 2014 г. Банк России снизил величину накопленных валютных интервенций, достижение которой приводит к сдвигу границ плавающего операционного ин-

тервала на 5 коп., с 1 500 млн. долл. США до 1 000 млн. долл. США, и уменьшил объем интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса рубля, во внутренних диапазонах на 100 млн. долл. США. Данным изменением параметров курсовой политики Банк России увеличил ширину диапазона, в котором не осуществляются валютные интервенции, направленные на сглаживание колебаний курса национальной валюты, с 3,1 до 5,1 руб. (включая «технический» диапазон). В результате во всех диапазонах операционного интервала, кроме примыкающих к границам, были установлены нулевые объемы валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса рубля. С 18 августа 2014 г. Банк России произвел расширение операционного интервала с 7 до 9 руб., установил объемы валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса рубля, во всех диапазонах операционного интервала равными нулю и снизил объем накопленных валютных интервенций до 350 млн. долл. США. В результате произведенных корректировок Банк России отказался от использования валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса национальной валюты, при нахождении стоимости бивалютной корзины внутри операционного интервала.

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



Источник: Банк России.



Как и до этого, при достижении стоимостью бивалютной корзины границ операционного интервала Банк России будет проводить интервенции без ограничения по объему до тех пор, пока стоимость бивалютной корзины не окажется внутри плавающего операционного интервала в результате изменения курсов рубля к доллару США и евро или сдвига границ операционного интервала согласно правилу.

### Изменение параметров механизма курсовой политики Банка России в 2014 году

Параметры механизма курсовой политики Банка России

Объем интервенций, направленных на сглаживание волатильности курса рубля\*, млн. долл. США в день

На 1.01.2014

-400	0,95 руб.	Верхняя граница коридора 40,05
-200	1 руб.	
0	0,1 руб.	«Технический» диапазон
0	3 руб.	«Нейтральный» диапазон
200	1 руб.	
400	0,95 руб.	Нижняя граница коридора 33,05

Объем накопленных интервенций – 350 млн. долл. США.

На 3.03.2014

-400	0,95 руб.	Верхняя граница коридора 42,40
-200	1 руб.	
0	0,1 руб.	«Технический» диапазон
0	3 руб.	«Нейтральный» диапазон
200	1 руб.	
400	0,95 руб.	Нижняя граница коридора 35,40

Объем накопленных интервенций – 1,5 млрд. долл. США.

На 22.05.2014

-300	0,95 руб.	Верхняя граница коридора 43,40
-100	1 руб.	
0	0,1 руб.	«Технический» диапазон
0	3 руб.	«Нейтральный» диапазон
100	1 руб.	
300	0,95 руб.	Нижняя граница коридора 36,40

Объем накопленных интервенций – 1,5 млрд. долл. США.

На 17.06.2014

-200	0,95 руб.	Верхняя граница коридора 43,40
0	1 руб.	«Технический» диапазон
0	0,1 руб.	
0	3 руб.	«Нейтральный» диапазон
0	1 руб.	
200	0,95 руб.	Нижняя граница коридора 36,40

Объем накопленных интервенций – 1 млрд. долл. США.

На 18.08.2014

0	0,95 руб.	Верхняя граница коридора 44,40
0	1 руб.	«Технический» диапазон
0	0,1 руб.	
0	5 руб.	«Нейтральный» диапазон
0	1 руб.	
0	0,95 руб.	Нижняя граница коридора 35,40

Объем накопленных интервенций – 350 млн. долл. США.

\* «+» – покупка валюты Банком России, «-» – продажа валюты Банком России.

\*\* Объем указанных операций не зависит от положения рублевой стоимости бивалютной корзины внутри операционного интервала. Исключение составляет «технический» диапазон, в котором Банк России не совершает никаких операций.

Объем операций, связанных с пополнением + (расходованием) суверенных фондов\*\*, млн. долл. США в день

## Глоссарий

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

Факторы изменения статей баланса центрального банка, оказывающие влияние на ликвидность банковского сектора, но не являющиеся результатом операций центрального банка по управлению ликвидностью. К автономным факторам относятся факторы изменения объема наличных денег в обращении и остатков на счетах расширенного правительства в Банке России, операции Банка России на внутреннем валютном рынке (кроме операций, направленных на регулирование ликвидности банковского сектора), а также изменение объема обязательных резервов, 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 евро-центов 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**

Включает кредиты, предоставленные Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операции РЕПО, а также сделки «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 процентах) – 0,5 x (доля банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования, в про-

центах) – (доля банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования, в процентах). Измеряется в процентных пунктах.

### **Индекс RГBEY**

Индекс RГBEY (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**

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

### **Режим таргетирования инфляции**

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности. В рамках данного режима устанавливается и объявляется количественная цель по инфляции, за достижение кото-



рой 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.

### **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, равной коэффициенту усреднения, на корреспондентском счете в Банке России в среднем в течение установленного периода.

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

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

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

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

### **Широкая денежная масса (денежный агрегат 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

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

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

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 2

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

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

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 3

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

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

<sup>1</sup> Оценка Росстата.

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

<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 4

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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 5

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

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

Источник: Банк России.



## Перечень врезок

О влиянии внешних условий на экономику России .....	8
Признаки наличия пузырей на мировых фондовых рынках и обусловленные ими риски для России .....	12
Роль структурных сдвигов в динамике уровня безработицы в 2008-2014 годах .....	38
Об изменении эффекта переноса валютного курса во времени .....	43
О динамике тарифов на жилищные услуги в 2014 году.....	44
Квантификация инфляционных ожиданий.....	48
Монетарный анализ инфляционных рисков .....	57