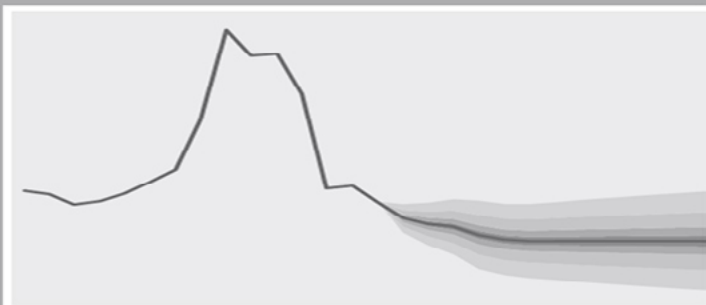




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 4
ДЕКАБРЬ 2016

ДОКЛАД
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ
ПОЛИТИКЕ

МОСКВА

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по статистическим данным на 13.12.2016.
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 13.12.2016.

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

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

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ	5
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	24
ПРИЛОЖЕНИЕ	32
Динамика основных статей платежного баланса России в III квартале 2016 года	32
Прогноз платежного баланса на 2016–2019 годы.....	34
Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов России	38
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России.....	40
Статистические таблицы	42
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	52
ГЛОССАРИЙ	53
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	61

РЕЗЮМЕ

В сентябре-ноябре ситуация в российской экономике в целом развивалась в соответствии с базовым прогнозом Банка России, представленным в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике. Продолжилось снижение инфляции, экономика постепенно переходит к фазе восстановительного роста, хотя динамика производственной активности остается неоднородной. Скорость замедления инфляции соответствовала ожиданиям Банка России, а инфляционные риски несколько уменьшились. Помесечные темпы прироста цен с учетом коррекции на сезонность в сентябре-ноябре снизились по сравнению с июлем-августом. Дезинфляционные тенденции стали более однородными по различным группам товаров и услуг. Замедлению инфляции отчасти продолжают способствовать такие временные факторы, как укрепление рубля и благоприятная конъюнктура аграрного рынка в России. Сдерживающее влияние со стороны спроса сохранилось, хотя продолжают наблюдаться признаки его снижения на фоне положительных годовых темпов прироста реальной заработной платы. Замедлению темпов роста потребительских цен также способствовала динамика цен производителей в условиях сохранения относительно низких цен на сырьевых рынках, а также умеренных темпов индексации тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний. В то же время, несмотря на продолжающееся замедление фактической инфляции, снижение инфляционных ожиданий оставалось неустойчивым, а их уровень – повышенным. В этих условиях Банк России принял решение о сохранении ключевой ставки на уровне 10,00% годовых в октябре и декабре.

Достижение договоренности об ограничении добычи странами – поставщиками нефти оказало влияние на конъюнктуру мировых сырьевых рынков, и вероятность реализации сценария с более высокими мировыми ценами на нефть, чем в базовом сценарии, несколько повысилась, особенно в краткосрочной перспективе, тогда как вероятность реализации рискованного сценария несколько снизилась. Однако говорить о том, что на рынке произошли фундаментальные изменения, пока следует с большой осторожностью. Сохраняются факторы, которые могут определять формирование избытка предложения на нефтяном рынке: повысившаяся гибкость предложения нефти, в том числе из нетрадиционных источников, высокий уровень накопленных запасов нефти, медленный рост мировой экономики. С учетом этого Банк России сохраняет консервативный подход к формированию предпосылок базового сценария макроэкономического прогноза, который по-прежнему предполагает сохранение цен на нефть на уровне \$40 за баррель на протяжении всего прогнозного периода. Видение Банком России основных внутренних факторов и тенденций развития российской экономики на прогнозном горизонте в целом остается неизменным.

Годовые темпы прироста ВВП выйдут в положительную область уже в I квартале 2017 года. Восстановление экономической активности будет происходить постепенно и относительно равномерно. Рост потребительского спроса окажется умеренным в условиях сохранения высокой нормы сбережений на фоне положительных реальных процентных ставок, способствующих поддержанию привлекательности сбережений. Инвестиционная активность будет восстанавливаться вслед за улучшением ожиданий относительно перспектив российской экономики, постепенным смягчением условий кредитования и снижением долговой нагрузки. Процессы импортозамещения и развития несырьевого экспорта продолжатся, но, как и в 2016 г., будут умеренными.

При реализации базового сценария темп прироста ВВП в 2017 г. будет невысоким и составит 0,5–1,0%. В 2018–2019 гг. ожидается более быстрый восстановительный рост экономики (1,5–2,0% в год). В случае повышения цен на нефть рост доходов от внешнеэкономической деятельности, а также пересмотр ожиданий субъектов экономики и внешних инвесторов относительно перспек-

тив российской экономики приведут к более уверенному, чем в базовом сценарии, восстановлению экономической активности. При таком сценарии темп прироста ВВП в 2017 г. может составить более 1%, в 2018–2019 гг. – ускориться до 2,0–2,5%. Тем не менее в дальнейшем рост выпуска, независимо от развития внешних условий, будут ограничивать внутренние структурные факторы, в том числе связанные с демографической ситуацией, инфраструктурными и институциональными характеристиками экономики. Темпы экономического роста замедлятся до 1,0–1,5%, что соответствует оценкам среднесрочного потенциала российской экономики. При этом в случае реализации структурных преобразований темпы роста экономики могут быть более высокими.

Сдерживающее влияние внутреннего спроса, умеренный рост цен производителей и относительно стабильная курсовая динамика будут способствовать тому, что инфляция замедлится до целевого уровня 4% в конце 2017 года. Важным фактором стабилизации инфляции на уровне 4% в среднесрочном периоде также станет ожидаемое постепенное снижение инфляционных ожиданий. Однако их сохранение на повышенном уровне вследствие высокой инерционности является основным риском, который может повлиять на скорость замедления инфляции. Неопределенность со стороны бюджетной политики снизилась. Реализация утвержденных планов бюджетной консолидации и умеренной индексации регулируемых тарифов и социальных выплат будет способствовать снижению инфляции. В то же время инфляционные риски могут усилиться, если расходы бюджета превысят запланированные уровни. Дополнительные риски по-прежнему связаны с возможным преждевременным изменением сберегательного поведения населения, а также с действием изменчивых внешних факторов, которые оказывают влияние на внутренние цены через динамику курса рубля и ожиданий. В рассмотренном Банком России рисковом сценарии развития внешних условий, предполагающем снижение цен на нефть и их дальнейшее сохранение на более низком уровне, инфляция будет снижаться медленнее, чем в базовом сценарии, и выйдет на целевой уровень только в первой половине 2019 года. В случае реализации рисков сценария или каких-либо из указанных инфляционных рисков Банк России будет вынужден проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии.

В то же время в базовом сценарии по мере закрепления тенденции к устойчивому снижению темпов роста потребительских цен Банк России рассмотрит возможность снижения ключевой ставки в первом полугодии 2017 года. Денежно-кредитные условия при этом останутся умеренно жесткими в течение достаточно длительного времени, создавая предпосылки для сохранения взвешенного подхода субъектов экономики к заимствованию и потреблению и способствуя дальнейшему замедлению инфляции и снижению инфляционных ожиданий. При принятии решений Банк России будет оценивать соответствие ключевых экономических показателей, в том числе инфляции, обновленному прогнозу, а также оценивать инфляционные риски.

1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Экономические условия в России в сентябре-ноябре 2016 г. в целом соответствовали прогнозу, представленному в предыдущем выпуске Доклада о денежно-кредитной политике¹ (далее – Доклад).

Повышение волатильности на мировых сырьевых и финансовых рынках не оказало существенного влияния на внутренние условия в российской экономике. Замедление темпов снижения ВВП в годовом выражении продолжалось, сопровождаясь появлением признаков восстановления экономической активности, в том числе в отдельных отраслях и регионах. Инфляция замедлялась в соответствии с ожиданиями Банка России, инфляционные риски несколько снизились. Вместе с тем значимый вклад продолжали вносить такие временные факторы, как произошедшее укрепление рубля и высокий урожай, в то время как снижение инфляционных ожиданий оставалось неустойчивым. В этих условиях умеренно жесткая денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, была направлена на поддержание стимулов к сбережениям у субъектов экономики, тем самым способствуя дальнейшему замедлению инфляции, ее выходу на целевой уровень 4% в 2017 г. и одновременно – поддержанию финансовой стабильности.

Внешние условия

Ключевыми событиями, оказавшими влияние на формирование внешних экономических условий для России в сентябре-ноябре, были серии переговоров об ограничении добычи странами – поставщиками нефти, а также избрание в начале ноября президентом США кандидата от Республиканской партии Д. Трампа, одним из основных положений экономической программы которого было значимое смягчение бюджетной политики США. Первое из указан-

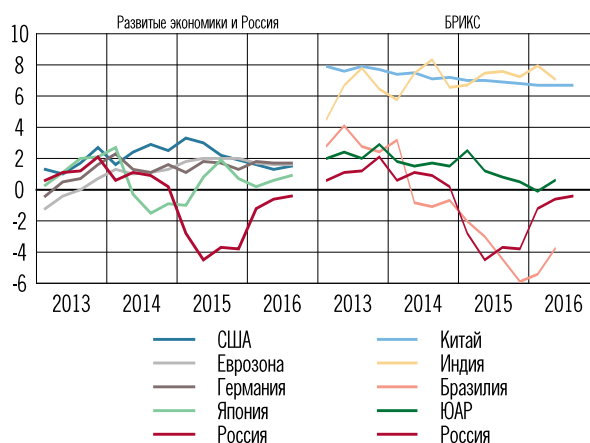
ных событий воздействовало на конъюнктуру сырьевых рынков и динамику цен на углеводороды на протяжении всего периода. Второе оказалось неожиданным для участников рынка и в первую очередь повлияло на динамику мировых фондовых индексов в ноябре, ожидания нормализации денежно-кредитной политики США, а также создало некоторую неопределенность на будущее.

Вместе с тем, несмотря на неустойчивость тенденций на мировых сырьевых и финансовых рынках и сохранение значительного уровня неопределенности в формировании стратегии экономического развития и денежно-кредитной политики США, мировая экономика в осенние месяцы 2016 г. развивалась преимущественно в рамках ранее сложившихся трендов (рис. 1.1). Поддержку глобальному спросу оказало продолжающееся восстановление экономики США, а также некоторая стабилизация темпов роста китайской экономики. Вместе с тем разнородность ситуации в странах с развитыми и развивающимися рынками сохранялась: достаточно устойчивой оставалась динамика деловой активности в развитых странах и заметно большая волатильность наблюда-

Рисунок 1.1

Темпы прироста ВВП в ключевых развитых экономиках и СФР

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

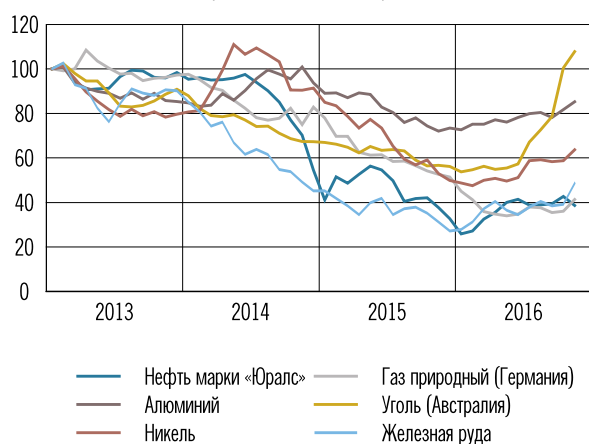


Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

¹ Доклад о денежно-кредитной политике, № 3 (15), сентябрь 2016 года.

Рисунок 1.2

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



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

лась в СФР². С учетом указанных факторов Банк России сохранил консервативный прогноз роста экономик стран – торговых партнеров России на уровне около 2% в год.

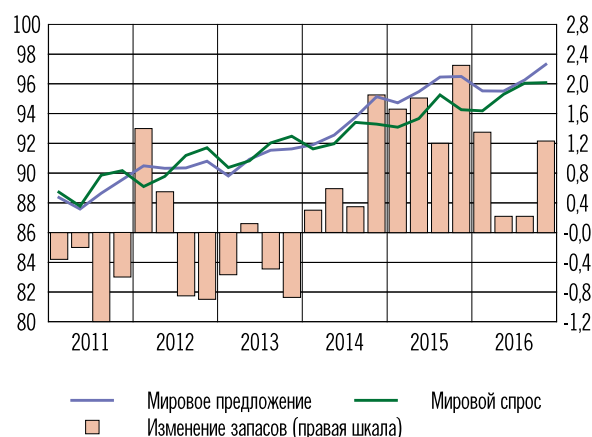
С учетом медленного восстановления глобального спроса и при сохранении относительно высокого уровня предложения и запасов мировые цены на сырье в целом оставались на низких уровнях (рис. 1.2).

При этом на рынках энергоносителей по-прежнему наблюдалась заметная волатильность, значимым фактором которой была неопределенность относительно решения об ограничении добычи странами – поставщиками нефти ОПЕК и вне ОПЕК. С одной стороны, на цены в августе-октябре оказывали значимое повышательное давление ожидания результатов переговоров между указанными группами стран по вопросу сокращения добычи нефти, а также достижение соответствующей предварительной договоренности между странами – членами ОПЕК на встрече 28 сентября. С другой стороны, отсутствие полного консенсуса между ее участниками и отсрочка выработки дорожной карты по ограничению объемов добычи, а также существенный рост добычи нефти в странах ОПЕК и достижение им рекордного уровня в октябре стали факторами коррекции цен в ноябре. Окончательное соглашение об определении индивидуальных квот стран – членов ОПЕК для сокращения сово-

² См. Список сокращений.

Рисунок 1.3

Баланс мирового спроса и предложения нефти и другого жидкого топлива (млн б/д)



Источники: Министерство энергетики США.

купной добычи было заключено 30 ноября³, что привело к новому повышению котировок на нефтяном рынке. С учетом того, что соглашение ОПЕК о сокращении добычи, скорее всего, не приведет к устойчивому росту цен (поскольку может быть компенсировано более ранним, чем предполагалось, восстановлением добычи в США), Банк России в рамках базового прогноза сохранил консервативные предпосылки относительно цен на нефть марки «Юралс» до конца 2016 г. на уровне \$40 за баррель (рис. 1.3).

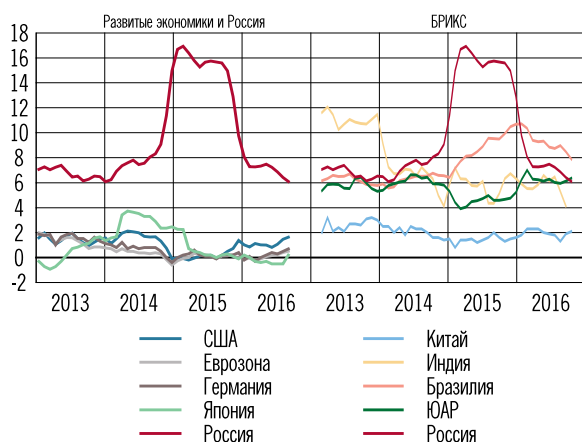
В сентябре-октябре в условиях повышения цен на нефть происходило укрепление рубля. В ноябре на фоне неустойчивых ожиданий относительно дальнейшего развития ситуации на мировых рынках рубль начал ослабляться. Несмотря на повышение волатильности курса и разворот его траектории в ноябре, в целом за осенние месяцы рубль укрепился, что будет способствовать замедлению инфляции в ближайшей перспективе.

Положительная динамика цен на энергоносители в сентябре-октябре, а также ожидания сокращения предложения на отдельных товарных рынках (сахар, молоко) способствовали продолжению восстановительного роста мировых цен на продовольствие, однако произошедшее за осенние месяцы повышение курса рубля сдерживало его влияние на внутренние цены в России.

³ 10 декабря оно было дополнено соглашением об ограничении добычи нефти между странами ОПЕК и 11 странами, не входящими в картель (в том числе Россией).

Рисунок 1.4

Инфляция в ключевых развитых и развивающихся экономиках (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

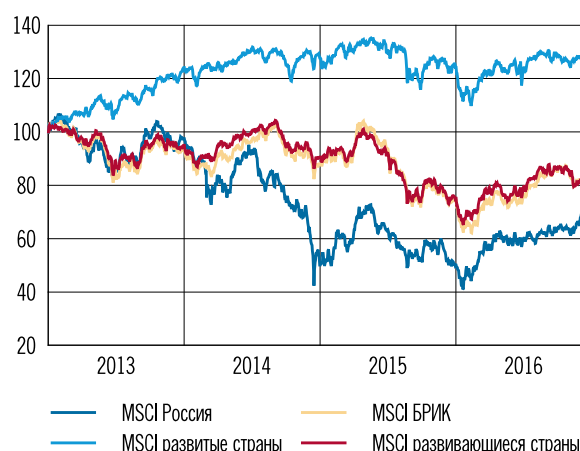
Инфляция в странах – торговых партнерах России в целом в осенние месяцы оставалась достаточно низкой (рис. 1.4). Этому способствовали, с одной стороны, сдержанная динамика деловой активности в мировой экономике и, с другой стороны, сохранение цен на энергоносители в целом на относительно низких уровнях.

В то же время в таких крупнейших экономиках, как США и еврозона, в осенние месяцы 2016 г. наблюдалось некоторое ускорение инфляции, в том числе на фоне сохранения относительно мягкой денежно-кредитной политики центральных банков (врезка «Итоги выборов в США»; Приложение, табл. «Ставки денежно-кредитной политики разных стран»). В США это сопровождалось также повышением инфляционных ожиданий в связи с увеличением вероятности заметного смягчения бюджетной политики в ближайшей перспективе. В этих условиях прогнозы участников рынка заметно сместились в сторону повышения оценки вероятности скорой нормализации денежно-кредитной политики ФРС США. Решение о повышении ставки ФРС на 25 б.п., до 0,5–0,75%, было принято на заседании 14 декабря. Ожидается, что в 2017 г. произойдут два-три повышения ставки.

Упомянутые выше события способствовали повышению доходностей финансовых активов развитых стран и оказали влияние на динамику мировых финансовых рынков в целом (рис. 1.5, 1.6).

Рисунок 1.5

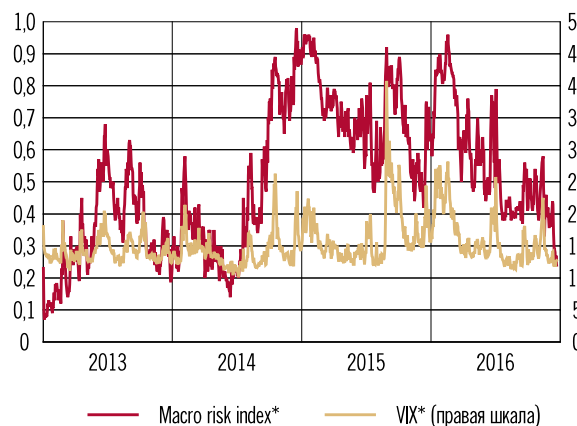
Мировые фондовые индексы (январь 2013 г. = 100%)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.6

Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках (пунктов)



* См. Глоссарий.
Источник: Bloomberg.

Коррекция фондовых индексов в ноябре и повышение волатильности на рынке сопровождались ослаблением склонности инвесторов к риску. В связи с этим спрос глобальных инвесторов на рискованные активы, сохранявшийся в сентябре-октябре, начал сокращаться, что привело к возобновлению в ноябре оттока капитала из СФР, в том числе из России, и некоторому увеличению страновой премии за риск (рис. 1.7, 1.8). Повышение премии за риск для России происходило и в сентябре-октябре, несколько опережая динамику премии за риск для других стран с формирующимися рынками, на фоне развития ситуации в Сирии и ожиданий возможного расширения санкций со стороны ЕС в отношении России. Однако уже с сере-

Итоги выборов в США

На президентских выборах в США 8 ноября 2016 г. победу одержал кандидат от Республиканской партии Дональд Трамп, партия республиканцев получила большинство в обеих палатах парламента. Такие итоги выборов стали неожиданными для большинства участников рынка и причиной ощутимого всплеска волатильности на мировых финансовых рынках.

Одним из ключевых пунктов предвыборной программы Д. Трампа было смягчение государственной бюджетной политики, а также реализация ряда протекционистских мер в области торговой политики.

Заявленные в программе Д. Трампа увеличение расходов и снижение налогов в случае реализации будут способствовать ускорению инфляции в США и, следовательно, более раннему и быстрому повышению ставки ФРС США. Это обстоятельство обусловило резкое смещение ожиданий участников рынка в сторону увеличения вероятности форсированной нормализации денежно-кредитной политики США, а также обусловило заметный рост доходностей десятилетних казначейских облигаций США, а затем и ряда других развитых и развивающихся стран.

По оценкам ОЭСР, наиболее вероятный сценарий развития событий предполагает постепенное повышение ставки по федеральным фондам в США до 2% в декабре 2018 г. с текущего уровня 0,5%. Ставка LIBOR на 3 месяца в долларах США для нерезидентов, согласно различным прогнозам, может достигнуть 1,5% в 2017 году.

Стоимость заимствований в долларах для СФР заметно увеличилась сразу после выборов (на 47 б.п., до 5,2%) и сохраняется на относительно высоком уровне. Ухудшение условий внешнего финансирования также проявилось в оттоке портфельных инвестиций из СФР (в том числе из России), возобновившемся в связи с уменьшением склонности инвесторов к риску на фоне неопределенности в отношении экономической политики администрации Д. Трампа.

Вместе с тем влияние итогов выборов на экономику США и мировую экономику будет во многом зависеть от степени реализации предвыборных инициатив Д. Трампа.

С одной стороны, по оценкам ОЭСР, мягкая налогово-бюджетная политика приведет к дополнительному повышению темпов роста ВВП США приблизительно на 0,4 п.п. в 2017 г. и на 0,8 п.п. в 2018 году. Более быстрый экономический рост США окажет положительное влияние и на мировую экономику за счет расширения спроса США на импортные товары и услуги. В ОЭСР ожидают, что стимулирующие меры налогово-бюджетной политики США обеспечат дополнительный прирост мирового ВВП на 0,1 п.п. в 2017 г. и 0,3 п.п. в 2018 году.

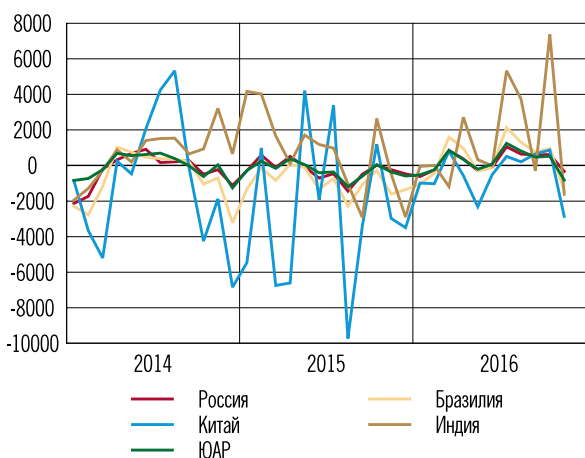
С другой стороны, положительный эффект от налогово-бюджетного стимулирования может быть нивелирован негативным влиянием ужесточения внешнеторговой политики США. Протекционистские меры новой администрации в отношении Китая и Мексики могут вызвать ответные действия их торговых партнеров, что, по оценкам экспертов, в случае полномасштабной торговой войны может привести к замедлению экономического роста в США. Увеличение внешнеторговых барьеров также будет сдерживать развитие международной торговли и мировой экономики и в итоге может негативно сказаться на внешнем спросе на российские товары и услуги.

Неопределенность остается и в отношении воздействия новой экономической политики США на конъюнктуру сырьевых рынков. С одной стороны, реализация предвыборного обещания в части снятия ограничений с производства энергоносителей может способствовать расширению внутренней добычи в США и соответствующему сокращению импорта, что в сочетании с укреплением доллара усилит понижающее давление на цены на нефть и, таким образом, на курс рубля. С другой стороны, заявленный Д. Трампом отказ США от Парижского соглашения¹ о сокращении выбросов может поддержать спрос и цены на нефтяном рынке.

¹ Парижское соглашение было принято сторонами Рамочной конвенции ООН об изменении климата и подписано 22 апреля 2016 г. представителями 175 стран, в том числе США. Представляет собой «дорожную карту» мер, которые позволят сократить выбросы и укрепить устойчивость к изменению климата. Стороны соглашения обязуются принять меры по ограничению повышения общемировой температуры до 1,5 градуса.

**Динамика потоков капитала
в страны БРИКС**
(млн долл. США)

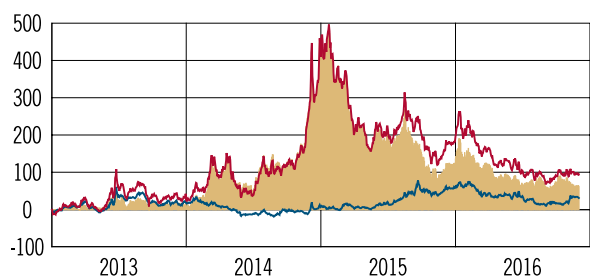
Рисунок 1.7



Источник: EPFR Global.

**Изменение премии за риск в России
и в странах с формирующимися рынками***
(б.п.)

Рисунок 1.8



— Среднее изменение CDS-спреда по странам с формирующимися рынками
— Изменение CDS на Россию
■ Разница между изменением CDS на Россию и другие страны

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

дины октября темпы роста премии за риск для России замедлились и приблизились к аналогичному показателю по другим развивающимся странам.

Внутренние финансовые условия

Возросшая в ноябре волатильность на мировых финансовых рынках отражалась на российском валютном и фондовом рынках лишь эпизодически и в целом не оказывала существенного влияния на внутренние финансовые условия для России в сентябре-ноябре. Одним из ключевых факторов, оказывавших влияние на их формирование в осенние месяцы, по-прежнему оста-

валась умеренно жесткая денежно-кредитная политика, направленная на снижение инфляции и обеспечение устойчивости финансовой системы. По итогам сентябрьского заседания Совета директоров Банка России ключевая ставка была снижена с 10,5 до 10% годовых. Данное решение сопровождалось сигналом о возможности следующего снижения ключевой ставки не ранее I–II кварталов 2017 года.

Краткосрочные ставки МБК преимущественно оставались вблизи ключевой ставки Банка России (рис. 1.9). В I квартале 2017 г. в условиях перехода банковского сектора к структурному профициту ликвидности использование инструментов абсорбирования ликвидности по-

**Ключевая ставка
и ставка МИАКР**
(% годовых)

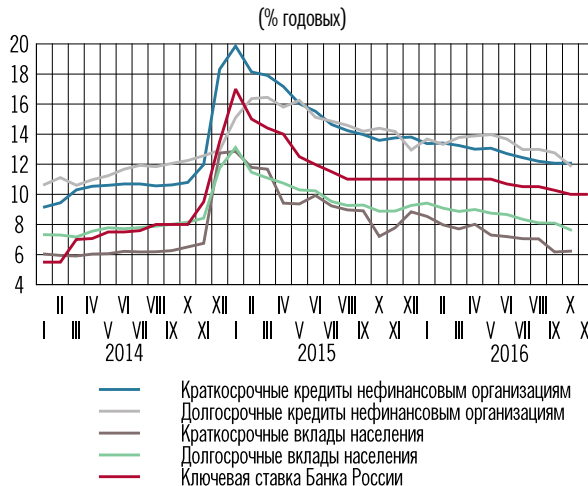
Рисунок 1.9



Источники: ФБ ММВБ, Банк России.

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

Рисунок 1.10



Источник: Банк России.

зволит Банку России продолжать эффективно управлять ставками МБК.

Процентные ставки по операциям банков в номинальном выражении в августе-октябре уменьшились (рис. 1.10), отражая снижение ключевой ставки в июне и сентябре 2016 г. в совокупности на 1 процентный пункт. Вместе с тем наблюдаемое снижение ставок было в целом довольно медленным в результате воздействия на рынок сигнала Банка России в отношении перспектив дальнейшего снижения ключевой ставки.

Жесткая риторика Банка России привела к коррекции вверх ожиданий участников рынка относительно будущей динамики рыночных ставок. При этом инфляционные ожидания снижались соразмерно номинальным процентным ставкам. Процентные ставки в реальном выражении оставались высокими, способствуя сохранению взвешенного подхода субъектов экономики к потреблению и кредитованию, а также поддержанию финансовой стабильности.

Наряду с постепенным снижением ставок, банки умеренно смягчали неценовые условия банковского кредитования⁴ в III квартале 2016 г. (рис. 1.11), главным образом в части размера, срока кредитования и расширения спектра его направлений. Условия для этого формировала постепенная стабилизация качества кредитных и облигационных портфелей банков на фоне признаков улучшения ситуации в отдельных секторах.

Вместе с тем политика банков в целом была по-прежнему консервативной: требования к обеспечению и финансовому положению заемщиков оставались высокими. Наметившийся в III квартале 2016 г. небольшой рост потребительского кредитования пока остается неустойчивым, обеспечивается небольшим числом крупных банков и может быть связан главным образом с рефинансированием ранее взятых кредитов. По оценкам, с учетом в целом слабой динамики потребительского кредитования в последние годы произошедшее оживление на рынке потребительских кредитов в текущих

⁴ Неценовые условия банковского кредитования включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, спектр направлений кредитования.

Рисунок 1.11

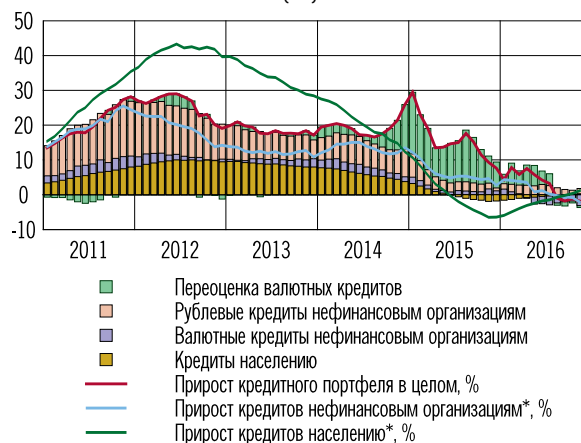
Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (п.п.)



Источник: Банк России.

Рисунок 1.12

Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (п.п.)



* С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

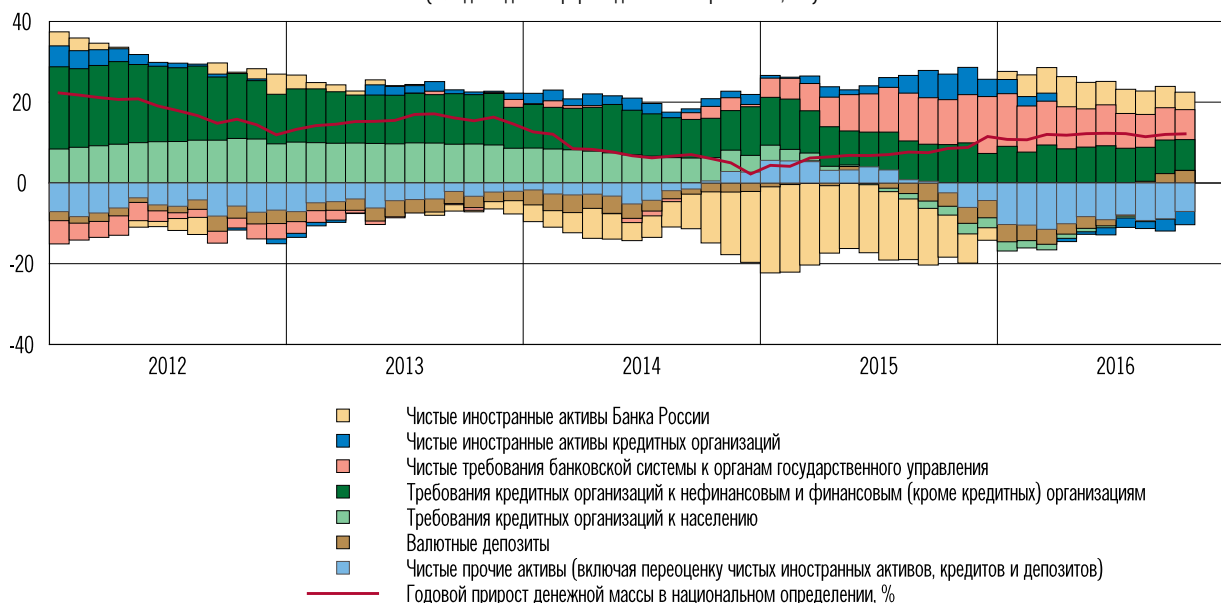
масштабах не несет значимых рисков для инфляции и финансовой стабильности.

Сохранение невысокой склонности к риску участников финансового рынка в условиях неустойчивости экономической динамики, а также высокий накопленный уровень долговой нагрузки в ряде отраслей реального сектора сдерживали рост кредитной активности в экономике: в августе-ноябре годовой прирост кредитного портфеля банков замедлился до близкого к нулю уровня (рис. 1.12). С учетом наблюдаемой в последние месяцы динамики кредитования, более слабой, чем ожидалось ранее, темп при-

Рисунок 1.13

Динамика источников формирования денежной массы в национальном определении*

(вклад в годовой прирост денежного агрегата M2, п.п.)



Источник: Банк России.

роста кредита экономике⁵ со стороны банковского сектора по итогам 2016 г. оценивается на уровне 0–3%, что ниже прогноза, представленного в предыдущем выпуске Доклада (4–6%).

На фоне слабой динамики спроса на кредит при сохранении значимого положительного вклада в рост денежной массы увеличения чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы прогноз Банка России по годовому темпу прироста денежной массы (в национальном определении) на конец 2016 г. был пересмотрен в сторону понижения, составив 8–11% по сравнению с 9–12% в предыдущем выпуске Доклада (рис. 1.13, врезка «Бюджетная политика»).

Экономические условия

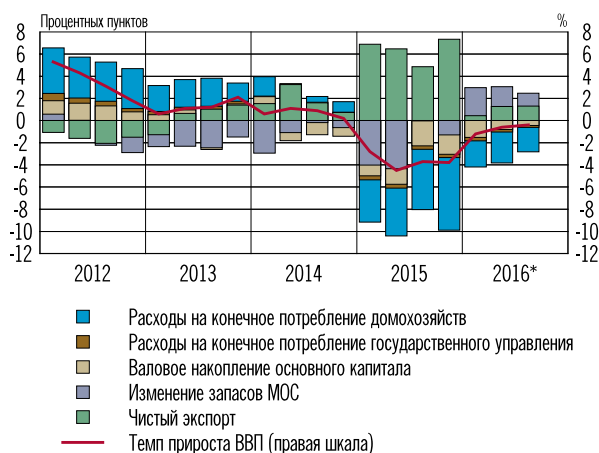
В условиях сдержанного роста мировой экономики и сохранения относительно стабильных внутренних финансовых условий продолжалось замедление спада российской экономики.

⁵ Оценки темпа прироста кредита экономике, приведенные здесь, а также в разделе 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке», представляют собой оценки темпов прироста требований банковского сектора к нефинансовым организациям и населению, что несколько шире, чем кредитный портфель банков, поскольку включает также облигации, векселя, акции, требования, связанные с проведением банковских расчетов, и так далее.

По данным Росстата, в III квартале 2016 г. темп снижения ВВП в годовом выражении составил 0,4% (после 0,6% кварталом ранее), что соответствует прогнозу, опубликованному в предыдущем выпуске Доклада (рис. 1.14). При этом квартальный темп прироста ВВП с учетом коррекции на сезонность, по оценке Банка России, вышел из отрицательной области, что указывает на наличие предпосылок для восстановления экономической активности в ближайшей перспективе. Формированию этих предпосылок способствовал в том числе умеренный оптимизм производителей, особенно в секторе

Рисунок 1.14

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



* III квартал 2016 г. — оценка Банка России.
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Бюджетная политика

По данным Федерального казначейства России, в январе-октябре 2016 г. дефицит бюджетной системы Российской Федерации составил $\text{₽}1,0$ трлн, или 1,5% ВВП¹, расширившись на $\text{₽}0,4$ трлн по сравнению с аналогичным периодом 2015 года. Дефицит федерального бюджета составил $\text{₽}1,5$ трлн (2,2% ВВП), увеличившись на $\text{₽}0,9$ трлн.

Доходы бюджетной системы за январь-октябрь 2016 г. снизились на 0,2% по отношению к аналогичному периоду 2015 г. и составили $\text{₽}21,9$ трлн (32,2% ВВП), доходы федерального бюджета снизились на 7,9% в годовом выражении, до $\text{₽}10,4$ трлн (15,4% ВВП). Основным фактором сокращения доходов было уменьшение нефтегазовых поступлений на 24,2% в годовом выражении на фоне снижения цен на нефть по сравнению с 2015 годом. В то же время ненефтегазовые доходы оставались на стабильном уровне, прежде всего за счет роста на 12,6% в годовом выражении поступлений по социальным страховым взносам и на 11,8% в годовом выражении поступлений по отдельным налогам на товары (НДС и акцизам) на фоне некоторого роста заработных плат и расходов населения в номинальном выражении. С 2017 г. Правительство Российской Федерации планирует сделать норму отчисления дивидендов госкомпаний и ФГУПов на уровне 50% от чистой прибыли, введенную в апреле 2016 г., бессрочной, что окажет поддержку ненефтегазовым доходам.

Расходы бюджетной системы выросли на 1,7% в годовом выражении и составили $\text{₽}22,9$ трлн (33,7% ВВП), расходы федерального бюджета снизились на 0,2% в годовом выражении и составили $\text{₽}12,0$ трлн (17,6% ВВП). На фоне сокращения расходов силового блока (национальная оборона и безопасность) увеличились расходы по социальным направлениям – на социальную политику и здравоохранение. Расходы федерального бюджета исполнены за январь-октябрь на 72,9% от плана. Исполнение оставшейся части ожидается до конца года: за ноябрь-декабрь ассигнования из федерального бюджета составят до $\text{₽}4,4$ трлн.

В сентябре-октябре 2016 г. средства Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета не использовались. Совокупное расходование фонда с начала года составляет $\text{₽}1,2$ трлн. Согласно проекту «Основных направлений бюджетной политики на 2017 год и плановый период 2018–2019 годы» (далее – ОНБП), Минфин России планирует использовать более $\text{₽}2,1$ трлн средств фонда в 2016 году.

В части финансирования дефицита за счет альтернативных источников правительство реализовало 50,1%-ный пакет акций ПАО «АНК «Башнефть» за $\text{₽}329,7$ млрд в октябре 2016 г., а также 19,5%-ный пакет акций ПАО «НК «Роснефть» за $\text{₽}710,8$ млрд в декабре 2016 года. В 2017 г. программа приватизации может быть продолжена – ожидается продажа пакетов акций ПАО «ВТБ» и ПАО «Совкомфлот» с доходом около $\text{₽}130–140$ млрд.

Согласно проекту ОНБП, в 2017 г. Резервный фонд будет исчерпан. В этом случае на финансирование дефицита бюджета могут быть направлены средства Фонда национального благосостояния. Таким образом, совокупное использование средств суверенных фондов в 2017 г. может составить $\text{₽}1,8$ трлн, в 2018 г. – $\text{₽}1,2$ трлн, в 2019 г. – около $\text{₽}0,1–0,2$ трлн.

Совокупный государственный долг на 1.11.2016 составил $\text{₽}13,2$ трлн, снизившись с начала года на $\text{₽}0,4$ трлн, главным образом за счет погашения внешнего долга и валютной переоценки.

В 2016 г. Минфином России была успешно выполнена программа размещения ОФЗ на сумму около $\text{₽}1$ трлн, а также произведено размещение еврооблигаций на сумму $\$3$ млрд. С середины ноября Минфин России проводит дополнительные размещения ОФЗ. До конца года их сумма составит до $\text{₽}200$ млрд. Также Минфин России планирует предоставить гарантии ВПК на сумму $\text{₽}0,9$ трлн. В 2017 г. запланировано размещение еврооблигаций на сумму $\$7$ млрд. Согласно проекту ОНБП, Минфин России планирует осуществить чистые размещения ОФЗ в 2017–2019 гг. в объеме $\text{₽}1,05$ трлн ежегодно.

По итогам 2016 г. дефицит федерального бюджета может составить более $\text{₽}3$ трлн (3,7% ВВП²). В 2017–2019 гг. планируется проведение фискальной консолидации со снижением дефицита бюджета с 3,2% ВВП в 2017 г. ежегодно на 1 п.п., до 1,2% ВВП в 2019 году. Следование данной стратегии, в том числе в слу-

¹ Здесь и далее во врезке используется ВВП по предварительной оценке Минфина России в методологии СНС-1993.

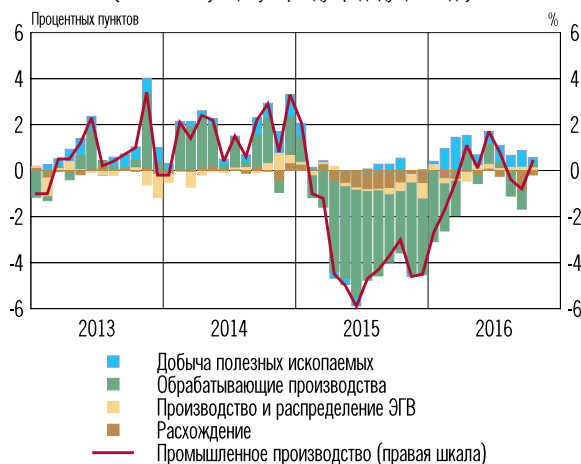
² Оценка Банка России, ВВП по методологии СНС-2008.

чае улучшения внешнеэкономической конъюнктуры, позволит заметно снизить риски для инфляции со стороны бюджетной политики, включая риски, связанные с индексацией оплаты труда³ и осуществлением дополнительной выплаты пенсионерам⁴. В этом случае, по оценкам Банка России, вклад бюджетной политики в динамику экономической активности, вероятнее всего, будет близок к нулю в 2016 г. и станет слабоотрицательным в 2017–2019 гг. на фоне сокращения дефицита бюджета. Рост государственных расходов и соответствующее расширение дефицита бюджета относительно утвержденных бюджетных параметров создадут дополнительные инфляционные риски.

³ Индексация оплаты труда отдельных категорий работников планируется в рамках исполнения Указа Президента Российской Федерации от 7.05.2012 № 597 «О мероприятиях по реализации государственной социальной политики».

⁴ В августе 2016 г. Правительство Российской Федерации приняло решение о единовременной выплате пенсионерам в размере Р5 тыс. в январе 2017 года. Это решение частично компенсирует снижение пенсий в реальном выражении в 2016 г., при этом несет меньшие инфляционные риски в среднесрочном периоде, чем проведение дополнительной индексации пенсий.

Рисунок 1.15
Вклады компонентов промышленного производства
(с поправкой на календарный фактор)
(к соответствующему периоду предыдущего года)



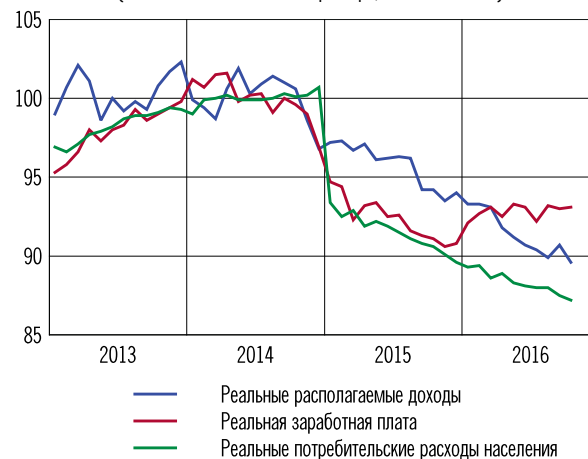
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

услуг, на что указывают данные опросов PMI. Вместе с тем это отразилось главным образом на сегменте услуг, оказываемых организациями, в то время как динамика услуг населению по-прежнему оставалась слабой.

Постепенная адаптация экономики к новым условиям просматривается и в региональном разрезе. В большинстве регионов России в осенние месяцы несколько улучшилась динамика основных макроэкономических показателей (Приложение «Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов России»).

Вместе с тем восстановление производственной активности остается неоднородным (рис. 1.15). Средний темп прироста промышленного производства в годовом выражении в августе-октябре был близок к нулю, хотя в от-

Рисунок 1.16
Заработная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении
(с исключением сезонного фактора, 2014 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

дельные месяцы наблюдался положительный прирост производства.

Вклад добывающих производств в прирост промышленного производства в целом сохранялся на уровне предыдущих месяцев (0,5–0,7 п.п.). В обрабатывающей промышленности в августе-октябре по-прежнему наблюдалось оживление в производстве отдельных видов инвестиционных товаров (металлические изделия, готовые деревянные конструкции), а также товаров потребительского назначения (бытовая техника, обувь, фармацевтическая продукция, мыло, офисное оборудование, мебель). Однако их положительный вклад в динамику промышленного производства в целом оставался небольшим. Поддержку выпуску непродовольственных потребительских товаров оказала частичная реализация отложенного

спроса населения на товары длительного пользования, потребление которых существенно сократилось в целом за предыдущий год в условиях понижающей динамики доходов.

Оживлению потребительского спроса на отдельные группы непродовольственных товаров способствовало прекращение падения реальной заработной платы и ее стабилизация на уровне II квартала 2016 года. В совокупности с устойчиво низким уровнем безработицы (5,5% с учетом коррекции на сезонность) это указывает на появление признаков некоторого оживления экономической активности (рис. 1.16, табл. 1.1).

Вместе с тем реальные располагаемые доходы населения в целом продолжали сокра-

щаться за счет других компонентов доходов (помимо заработной платы). В этих условиях слабая динамика кредитования и продолжение роста депозитов физических лиц в банках свидетельствуют о сохранении приверженности населения сберегательной модели поведения, что остается одним из основных факторов, оказывающих сдерживающее влияние на потребительский спрос, который в целом в осенние месяцы оставался слабым. В октябре снижение оборота розничной торговли после некоторого замедления в сентябре вновь ускорилось – с 3,6 до 4,4% к соответствующему месяцу предыдущего года (рис. 1.17). По оценкам Банка России, отрицательный вклад спроса в инфляцию сохранится до конца текущего

Таблица 1.1

Индикаторы рынка труда

Показатели	2014				2015				2016		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Занятость и безработица (с исключением сезонности)											
Уровень безработицы, %	5	5,2	5,2	5,2	5,2	5,7	5,6	5,7	5,4	5,8	5,7
Отношение численности занятых к безработным	18,6	18,3	18,3	18,3	17,9	16,5	16,9	16,6	17,4	16,2	16,9
Сводный индикатор занятости PMI, пункты	48,2	47,4	48,2	46,6	44,8	46	47,4	45,9	46,5	48,6	49,3
Заработные платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)											
Номинальная заработная плата	11,1	10,2	8,3	7,7	5,7	5,9	4,7	3,3	7,7	7,9	8,1
Реальная заработная плата	4,4	2,4	0,6	-1,7	-9	-8,5	-9,5	-9,8	-0,6	0,5	1,2
Просроченная задолженность по зарплате	6,2	5,7	-11,9	-10,2	7,9	22,6	38,6	55,9	45,4	24,5	6,2
Неполная занятость											
Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)											
Всего	-1,2	-0,1	2,2	0,1	1,1	2,6	0,2	1,2	0,6	0,1	0,4
Работали неполное рабочее время	7,8	-4,2	-3,4	4,6	11,9	2,7	-3,5	3,8	9,8	1,1	-11,5
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	13,7	-2,2	-5,7	10,6	17,1	22,1	-1	-8	-1,5	14,8	-17,1
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	5,5	-2,9	-1,7	2	9,5	1,4	-2	3,8	10,2	0,7	-9
Находились в простое	-0,1	-1,4	13,1	-11,3	10,2	-3,1	-3,1	1,5	-8	0,2	-3,9
Имели отпуска без сохранения заработной платы	1,5	-0,1	0,8	0,3	0,2	1,4	0,1	0,3	0,8	0,4	1
Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности											
Всего	9,0	9,5	10,4	10,3	9,4	10,4	11,0	11,0	10,0	10,7	11,4
Работали неполное рабочее время	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,5	2,8	2,8	2,5
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,2
Находились в простое	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9	0,7	0,6	0,5
Имели отпуска без сохранения заработной платы	6,1	6,8	7,8	7,3	6,2	7,2	8,1	7,6	6,5	7,3	8,4
Альтернативные индикаторы неполной занятости											
Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	-0,3
Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень = 100)	87,7	86,7	89	85,7	81,7	86,7	87,7	88	83,7	88,3	88

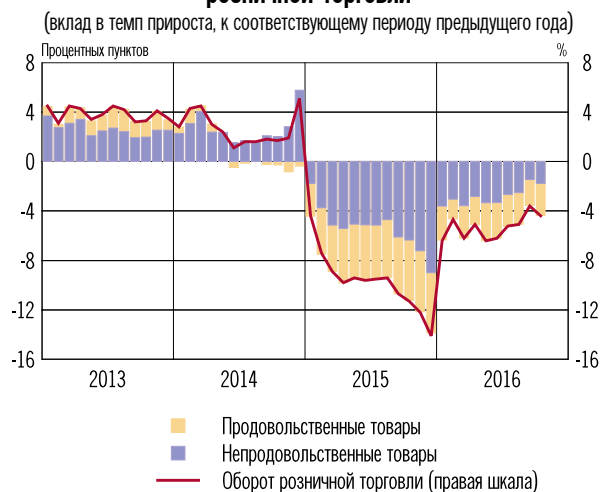
Изменение относительно предыдущих 12 месяцев:

- – улучшение ситуации (более 1 стандартного отклонения)
- – улучшение ситуации (менее 1 стандартного отклонения)
- – без изменений ($\pm 0,15$ стандартного отклонения)
- – ухудшение ситуации (менее 1 стандартного отклонения)
- – ухудшение ситуации (более 1 стандартного отклонения)

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

Рисунок 1.17

Структура прироста оборота розничной торговли



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.18

Инвестиции, строительство и производство инвестиционных товаров



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Факторы динамики негосударственных инвестиций в основной капитал организаций

Инвестиции в основной капитал включают широкий спектр направлений капиталовложений, среди которых есть как непосредственно относящиеся к процессам воспроизводства выпуска (машины, оборудование, производственные здания и сооружения и другие), так и иные (индивидуальное жилищное строительство и так далее). В связи с этим анализ факторов, влияющих на инвестиционный спрос в экономике, целесообразно проводить на основе данных о капиталовложениях организаций, исключая из них государственные¹ капиталовложения, динамика которых определяется в том числе административными решениями, социальными обязательствами, наличием средств в бюджете или внебюджетных фондах. Негосударственные инвестиции в основной капитал организаций покрывают большую часть капиталовложений в экономике: по оценкам, их объем составляет более двух третей от общего объема инвестиций в основной капитал.

Для оценки влияния различных факторов на динамику негосударственных капиталовложений была построена многофакторная линейная регрессия. В качестве зависимой переменной использован сезонно сглаженный квартальный темп прироста инвестиций в основной капитал крупных, средних и малых организаций за вычетом инвестиций, финансируемых из бюджета и внебюджетных фондов.

Экзогенными факторами выступали потребительская активность, наличие у организаций собственных финансовых ресурсов, условия привлечения заемных средств, доступность импортных инвестиционных товаров и уровень экономической неопределенности. В качестве показателя потребительской активности использовалась динамика реальных расходов домохозяйств на конечное потребление, представленная в форме квартальных темпов прироста с учетом коррекции на сезонность².

Индикатором финансовых возможностей организаций выступала прибыль, скорректированная на индекс цен инвестиционных товаров³. Для характеристики условий привлечения заемных средств использовалась номинальная ставка процента по кредитам нефинансовым организациям на срок более года. Доступность импортных инвестиционных товаров в модели отражалась динамикой номинального эффективного валютного курса рубля. Стоит

¹ Инвестиции в основной капитал, финансируемые из бюджета и внебюджетных фондов.

² В связи с тем, что за период исследования (2006-2016 гг.) был осуществлен переход сначала к методологии СНС-1993, а затем к СНС-2008, для обеспечения сопоставимости данных ряд расходов на конечное потребление был восстановлен исходя из индексов физического объема указанного показателя к соответствующему периоду предыдущего года.

³ Показатель реальной прибыли оказался единственным временным рядом, стационарным в уровнях, и был включен в модель в виде абсолютных отклонений от своего среднего значения.

отметить, что воздействие обменного курса на инвестиционную активность происходит не только через цены импортных инвестиционных товаров, но и через изменение объемов задолженности в иностранной валюте, что может приводить к корректировке отношения задолженности к активам и оказывать воздействие на инвестиционные расходы фирм⁴. Показатель неопределенности экономической ситуации рассчитывался на основе данных Росстата об обследовании промышленных предприятий⁵. Три последние переменные оказались нестационарными в уровнях и использовались в модели в виде приростов к предыдущему кварталу.

В зависимости от фазы экономического цикла некоторые из факторов могут воздействовать на инвестиционную активность с разной силой. Для проверки указанной гипотезы в модель были включены фиктивные переменные на коэффициенты регрессии⁶.

Согласно полученным результатам, важным фактором динамики инвестиционной активности вне зависимости от фазы экономического цикла является потребительская активность. Рост данного показателя на 1 п.п. транслируется в увеличение темпа прироста негосударственных капитальных инвестиций на 0,42 процентного пункта.

Реакция инвестиций на динамику валютного курса также имеет место вне зависимости от стадии экономического цикла. Она происходит с задержкой в один квартал, что может быть связано с наличием временного лага между заключением договора и реальной поставкой таких технически сложных товаров, как машины и оборудование. Данный результат согласуется с оценками экспертов других организаций⁷.

Показатель прибыли оказывает значимое положительное влияние на негосударственные инвестиции в основной капитал организаций, однако в условиях кризиса сила этого воздействия несколько уменьшается. Отсутствие или слабость реакции на факторы, имеющие отношение к источникам финансирования инвестиций, могут быть объяснены тем, что во время кризиса фирмы обычно лишены стимулов к обновлению основных фондов и расширению производства.

В кризисные периоды не было обнаружено значимого влияния ставки процента на инвестиционную активность. Вместе с тем в периоды стабильного экономического развития она является значимым фактором и воздействует на динамику капиталовложений с лагом в полгода. Столь длительный временной лаг может объясняться необходимостью проведения расчета окупаемости инвестиций с учетом новой стоимости заимствований, а также институциональными ограничениями, связанными непосредственно с процессом привлечения заемных средств.

Характерный для кризисов рост экономической неопределенности оказывает значимое негативное влияние на динамику капитальных инвестиций с лагом в полгода. В то же время снижение неопределенности во время стабильного экономического развития не является значимым фактором, стимулирующим инвестиционную деятельность.

В III квартале 2016 г. сезонно сглаженный квартальный темп прироста негосударственных инвестиций вышел в область положительных значений. Прозошедшее кварталом ранее укрепление рубля внес-

Рисунок 1.19



⁴ В рамках представленного исследования оценивается совокупное влияние валютного курса на инвестиционную активность (без разделения на отдельные каналы).

⁵ Индекс вычислялся исходя из оценок экономической неопределенности в добыче полезных ископаемых, обрабатывающих производствах и производстве ЭГВ, взвешенных в соответствии с долей, которую занимает соответствующий вид деятельности в объеме инвестиций промышленных предприятий.

⁶ Для кризисных периодов (III квартал 2008 – I квартал 2010 г. и IV квартал 2014 – III квартал 2016 г.) фиктивная переменная принимает значение 1, для всех остальных – 0.

⁷ Аналитический материал ЦМАКП «Об инвестиционной активности в экономике» за I квартал 2016 года.

ло позитивный вклад в динамику инвестиционной активности, став основным фактором ее роста (рис. 1.19). При этом вклад фактора прибыли, по оценкам, в III квартале снизился.

Одним из основных факторов, негативно влияющих на динамику негосударственных инвестиций, оставался слабый спрос. При этом влияние экономической неопределенности к 2016 г. существенно сократилось, что может свидетельствовать о некоторой адаптации организаций к функционированию в условиях повышенных экономических рисков.

В конце 2016 – начале 2017 г., по оценкам, динамика валютного курса продолжит положительно влиять на инвестиционный спрос. Улучшение финансового положения предприятий также окажет поддержку инвестиционной активности. Кроме того, ожидается небольшое снижение негативного вклада потребительской активности. В результате на горизонте следующих двух кварталов возможно сохранение положительной динамики сезонно сглаженного квартального темпа прироста негосударственных инвестиций в основной капитал организаций.

Финансовое положение организаций реального сектора в январе-сентябре 2016 года

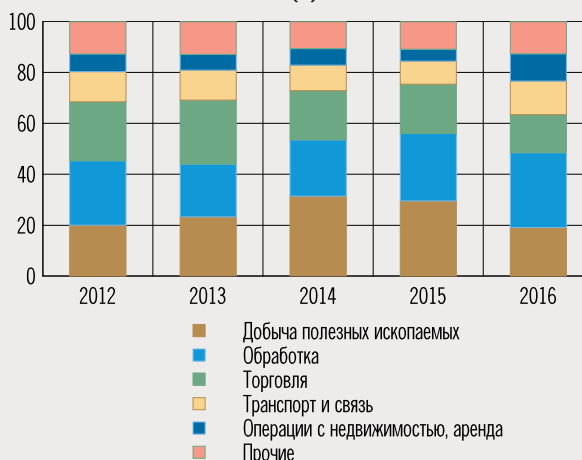
По итогам января-сентября 2016 г. финансовое положение российских предприятий улучшилось. Положительное сальдо прибылей и убытков, по предварительным данным Росстата, было на 20,6% выше, чем за аналогичный период предыдущего года. При этом наблюдался рост прибыли на 10,1% при сокращении убытков на 21,4%.

Наибольшие объемы сальдированной прибыли получены в обрабатывающей промышленности, причем с 2014 г. отмечается рост доли отрасли в общей величине финансового результата в экономике (рис.1.20). Улучшение финансового положения предприятий обработки происходило на фоне незначительного спроса и слабой производственной активности, что указывает на результативность мер по сокращению внереализационных убытков и оптимизации затрат (в том числе на оплату труда). Торможению роста издержек способствовали также умеренное повышение цен в сырьевом сегменте, достаточно низкие параметры индексации цен и тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний. В итоге увеличение прибыли, полученной успешными предприятиями обрабатывающей промышленности, на 17,2% сопровождалось заметным сокращением убытков в нерентабельных производствах (на 34,4%).

В добыче полезных ископаемых, напротив, сальдированная прибыль упала (на 21,7%) по сравнению с сопоставимым периодом 2015 г., несмотря на уменьшение размеров убытков. Это стало отражением ухудшения конъюнктуры мировых рынков сырья. Схожая динамика финансового результата сложилась и в торговле, где в условиях споровых ограничений даже значимое сокращение убытков не смогло компенсировать снижение прибыли.

Улучшение финансовых результатов деятельности в обрабатывающей промышленности – потенциальном локомотиве экономического роста – указывает на формирование предпосылок для позитивных структурных изменений в экономике.

Рисунок 1.20
Структура сальдо прибылей и убытков по видам деятельности в январе-сентябре (%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

года, однако влияние спросовых ограничений продолжит постепенно ослабевать. Устойчивое восстановление потребительского спроса начнется не ранее первого полугодия 2017 года.

Инвестиционный спрос, как и потребительский, оставался слабым (рис. 1.18). Динамика косвенных индикаторов инвестиционной активности (объем строительных работ, импорт и производство товаров инвестиционного назначения) в августе-октябре была неустойчивой и разнонаправленной. Наилучшую динамику демонстрировал импорт машин и оборудования. В результате инвестиции в основной капитал в III квартале 2016 г. выросли на 0,3% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года, что во многом было связано с эффектом низкой базы. Темп прироста инвестиций в основной капитал по сравнению со II кварталом 2016 г. с учетом коррекции на сезонность был слабоотрицательным.

Факторами, сдерживающими рост вложений в основной капитал, оставались консервативная инвестиционная политика компаний, относительно высокий уровень долговой нагрузки в ряде секторов, умеренно жесткие кредитные условия, а также неопределенность относительно будущей динамики спроса, вклад которой, однако, к концу 2016 г. постепенно снижался (врезка «Факторы динамики негосударственных инвестиций в основной капитал организаций»).

Поддержку инвестиционному спросу продолжало оказывать улучшение финансового положения предприятий обрабатывающей промышленности (врезка «Финансовое положение организаций реального сектора в январе-сентябре 2016 года»). Ожидается, что во второй половине года факторами улучшения динамики инвестиций будут рост прибыли нефинансовых организаций, а также наблюдаемое с марта 2016 г. укрепление рубля.

В условиях сохранения слабого потребительского и инвестиционного спроса значимый вклад в динамику ВВП продолжало вносить накопление запасов МОС⁶. Вместе с тем, по оценкам Банка России, существенных позитивных

сигналов со стороны изменения структуры запасов не наблюдается. Это указывает на неустойчивость улучшения их динамики и означает, что компании по-прежнему относительно пессимистично оценивают перспективы восстановления спроса. На протяжении последних кварталов оно было обусловлено не ожиданиями восстановления спроса, а преимущественно эффектом низкой базы, ожидаемым и фактически реализовавшимся хорошим урожаем и в целом более слабой динамикой спроса относительно производства. В связи с этим, по оценкам Банка России, положительное влияние изменения запасов на динамику ВВП сохранится до конца 2016 г., однако в дальнейшем будет несколько ослабевать.

Положительный вклад в ВВП также продолжал вносить рост чистого экспорта. На фоне относительно стабильного внешнего спроса годовой темп роста экспорта в реальном выражении в III квартале 2016 г., по оценкам, составил около 2,5%. В IV квартале 2016 г. вследствие эффекта высокой базы прошлого года ожидается слабоотрицательный темп прироста экспорта в реальном выражении.

В то же время на фоне происшедшего в сентябре-октябре укрепления рубля и появления признаков восстановления экономической активности наблюдалось замедление сокращения импорта в реальном выражении (по оценкам, до 3% к соответствующему периоду предыдущего года), значимый вклад в которое внес импорт инвестиционных товаров, в частности машин и оборудования.

В результате вклад чистого экспорта в годовой прирост ВВП в IV квартале 2016 г., по оценкам Банка России, составит около 0,2 процентного пункта.

Указанные факторы с учетом сохранения в целом неблагоприятной конъюнктуры цен на товары российского экспорта внесли значимый вклад в дальнейшее снижение в годовом выражении сальдо текущего счета платежного баланса России в III квартале 2016 года. При этом в условиях сохранения международных финансовых санкций частный сектор сокращал иностранные обязательства, что отразилось в дальнейшем оттоке капитала. При этом банки продолжили погашать задолженность по операциям Банка России по предоставлению ино-

⁶ Согласно индексу изменения структурных запасов МОС в постоянных ценах с устранением сезонного фактора. Подробнее о методологии его расчета – см. Доклад о денежно-кредитной политике, № 2 (14), июнь 2016 года.

странной валюты на возвратной основе (Приложение «Динамика основных статей платежного баланса России в III квартале 2016 года»).

С учетом обозначенных тенденций в части динамики потребления, инвестиций и чистого экспорта, по оценкам Банка России, в 2016 г. темп снижения ВВП составит 0,5–0,7%. При этом ожидается, что в I квартале 2017 г. годовой прирост ВВП может выйти в положительную область.

Инфляция

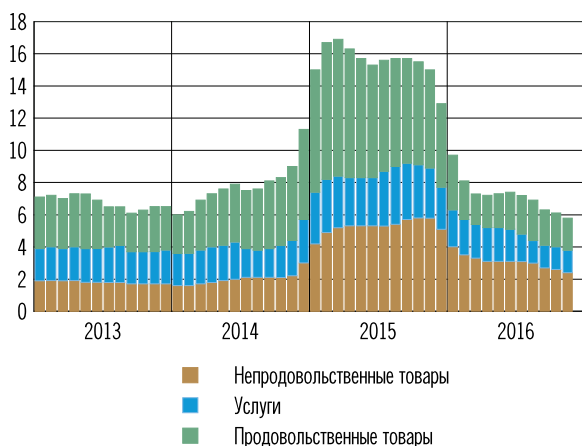
Указанные выше финансовые и экономические условия формировали предпосылки для дальнейшего замедления инфляции в соответствии с прогнозом Банка России. Помесячные

темпы прироста цен с учетом коррекции на сезонность в сентябре-ноябре снизились по сравнению с июлем-августом. В ноябре годовая инфляция составила 5,8% (рис. 1.21, 1.22). Деинфляционные тенденции сохранились и в регионах.

Снижение годового темпа роста цен отмечалось во всех основных группах товаров и услуг. При этом удорожание услуг было меньше, чем рост цен на товары (непродовольственные и продовольственные товары без учета плодоовощной продукции, отличающейся высокой ценовой волатильностью). Это является отражением происходящего с конца 2014 г. инерционного процесса изменения относительных цен в экономике как результата шока мировых цен на нефть, ослабления рубля, падения экономи-

Рисунок 1.21

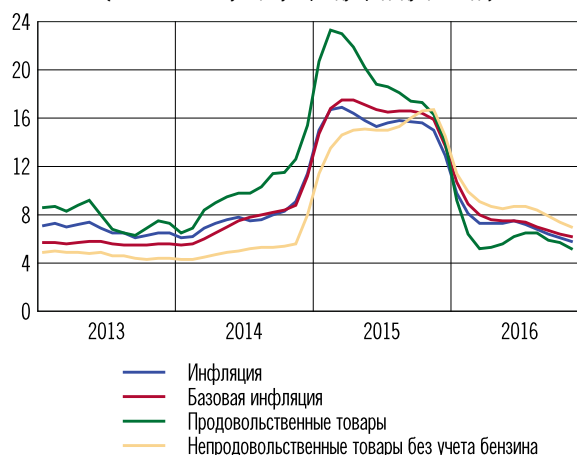
Вклад в инфляцию
(к соответствующему периоду предыдущего года, п.п.)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.22

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

О динамике относительных цен

В течение 2016 г. наблюдается тенденция замедления годовой инфляции, формируемая сдержанным потребительским поведением населения, укреплением рубля, ослаблением давления со стороны издержек предприятий. Годовые темпы роста цен на основные компоненты потребительской корзины снизились, однако в их уровнях наблюдаются заметные различия. Максимальные годовые темпы прироста демонстрируют цены на непродовольственные товары. В ноябре 2016 г. их уровень составил 6,7%, тогда как продовольственные товары подорожали на 5,2%, услуги – на 5,3%. Рост цен на непродовольственные товары был наибольшим уже в декабре 2015 г., однако в тот период различия в темпах роста были менее выраженными.

Меньшее повышение цен на продукты питания по сравнению с подорожанием непродовольственных товаров было обусловлено влиянием ряда специфических факторов со стороны предложения в дополнение к общим антиинфляционным условиям. Среди них – высокий урожай зерновых, картофеля и овощей в 2015 г., оптимистичные прогнозы урожая в новом сельскохозяйственном году в первой половине 2016 г., а затем – рекордные показатели уборочной кампании, в целом благоприятная конъюнктура мировых аграрных рынков.

Однако на рынке услуг особые факторы действовали только в регулируемом сегменте (сдержанное повышение тарифов на коммунальные услуги). Тем не менее удорожание услуг без учета жилищно-коммунальных, которое формировалось под влиянием общих факторов, было также ниже, чем повышение цен на непродовольственные товары.

Опережающий рост цен на непродовольственные товары по сравнению с удорожанием услуг в 2015–2016 гг. в целом отражает объективно обусловленные изменения ценовых пропорций в экономике. Кроме того, динамика цен на эту группу товаров является наилучшим индикатором названных изменений, так как продовольственная инфляция «зашумлена» влиянием разовых шоков со стороны предложения. Непродовольственные товары являются торгуемыми, цены на них формируются в тесной взаимосвязи с динамикой цен в странах – торговых партнерах России¹. Одновременно услуги населению в значительной мере подпадают под определение неторгуемых благ: они мало вовлечены во внешнеторговый оборот, и цены на них определяются внутренними факторами. И изменение цен на непродовольственные товары относительно цен на услуги² можно принять в качестве индикатора динамики цен на торгуемые блага по сравнению с неторгуемыми.

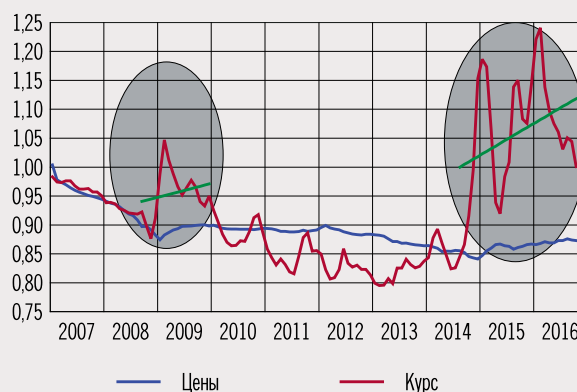
В свою очередь, изменения относительных цен торгуемых и неторгуемых благ в стране являются составной частью динамики реального эффективного обменного курса национальной валюты, отражающего изменение стоимости отечественных товаров по сравнению с зарубежными. Относительному удорожанию торгуемых товаров соответствует падение покупательной способности рубля во внешнеторговых операциях, то есть его ослабление. В основе этого процесса лежит снижение производительности труда в национальной экономике относительно стран – торговых партнеров.

С 2015 г. цены на непродовольственные товары в среднем растут быстрее, чем на услуги, происходит удорожание торгуемых благ относительно неторгуемых (рис. 1.23). Повышение цен соответствует тренду на реальное ослабление рубля, наблюдаемому со второй половины 2014 г. и являющемуся результатом негативного внешнего шока, ослабления деловой активности в стране и снижения эффективности экономики³. При этом речь идет именно о тренде: колебания обменного курса, подверженные влиянию множества разовых факторов, характеризуются исключительно волатильностью, в отличие от инерционного изменения относительных цен, отражающего действие фундаментальных факторов.

Схожая ситуация наблюдалась в конце 2008 – начале 2009 г.: шок нефтяных цен обусловил падение ВВП и производительности труда, обесценение рубля и сдвиги относительных цен. По мере восстановления экономического роста и возврата обменного курса к «докризисному» уровню рост относительных цен торгуемых товаров прекратился, возобновилась тенденция к их снижению, действовавшая до конца 2014 года.

Таким образом, повышение цен на непродовольственные товары относительно цен на услуги во многом определяется действием фундаментальных факторов. Дальнейшая динамика цен на непродовольственные товары, как и тренда реального обменного курса, будет зависеть в конечном счете от перспектив восстановления деловой активности и повышения эффективности экономики.

Рисунок 1.23
Динамика цен на непродовольственные товары относительно цен на услуги (без ЖКХ) и реальный эффективный обменный курс
(декабрь 2006 г. = 1)



Источники: Росстат, Банк России, расчеты Банка России.

¹ По оценке, в 2016 г. импорт занимает около половины ресурсов оборота розничной торговли непродовольственными товарами.

² Здесь и далее – без учета жилищно-коммунальных услуг.

³ За период с июля 2014 г. по октябрь 2016 г. реальный эффективный обменный курс рубля снизился на 15,1%. В 2014 г. рост производительности труда замедлился (по данным Росстата, до 0,9%), в 2015 г. произошло ее снижение (на 3,2%), которое, по оценке, продолжилось в 2016 году.

ческой активности. В дальнейшем в условиях восстановления деловой активности и повышения эффективности экономики этот эффект будет постепенно нивелироваться (врезка «О динамике относительных цен»).

Несмотря на некоторые признаки ослабления спросовых ограничений (относительную стабилизацию уровня реальной заработной платы с коррекцией на сезонность, частичную реализацию отложенного спроса населения на товары длительного пользования), значимый вклад в замедление инфляции продолжал вносить потребительский спрос. По оценкам Банка России, сохранение спросовых ограничений будет оказывать сдерживающее влияние на инфляцию до конца текущего года.

Фактором, также способствующим замедлению темпов роста цен, является динамика цен производителей. На фоне сдержанного роста цен на мировых товарных рынках, а также в условиях низкой индексации тарифов на товары и услуги инфраструктурных компаний замедлился рост цен производителей в сырьевом и инфраструктурном сегментах.

Кроме того, снижению темпов роста цен на продовольственные товары способствовал временный фактор – благоприятная конъюнктура аграрного рынка в России (врезка «О влиянии динамики мировых цен зерна на потребительские цены»).

Другим временным фактором, ограничивавшим рост потребительских цен, являлось укрепление рубля, происходившее в сентябре-октябре на фоне ожиданий достижения договоренности о сокращении добычи нефти, как

и в предыдущие месяцы. По оценкам, вклад динамики курса рубля в годовую инфляцию в ноябре остается на уровне, характерном для периода относительно сдержанной курсовой волатильности. При этом произошедшее укрепление рубля продолжит в ближайшие месяцы способствовать замедлению инфляции.

Однако неустойчивая динамика инфляционных ожиданий и сохранение их повышенного уровня по-прежнему вызывают беспокойство с точки зрения влияния на инфляцию (табл. 1.2). Инфляционные ожидания в среднем за сентябрь-ноябрь несколько снизились по сравнению с уровнем июня-августа. При этом в абсолютном выражении снижение было незначительным, а динамика инфляционных ожиданий крайне неравномерно распределялась по месяцам⁷. Наличие значительных колебаний показателя инфляционных ожиданий свидетельствует об отсутствии устойчивой тенденции к их снижению и тем самым несет некоторые риски возобновления ускоренного роста цен.

В целом основные инфляционные риски по-прежнему связаны с повышенным уровнем инфляционных ожиданий, снижением стимулов к сбережениям, а также действием изменчивых внешних факторов.

Дальнейшему последовательному снижению инфляции и ограничению инфляционных рисков в 2016 г. будет способствовать проводимая Банком России умеренно жесткая денежно-кредитная политика. Согласно базовому прогнозу, на конец 2016 г. инфляция составит 5,4–5,8%.

⁷ По оценкам на основе траектории медианных прогнозируемых на год темпов инфляции, рассчитываемой ООО «ИНФОМ», а также вероятностных методов, применяемых Банком России.

О влиянии динамики мировых цен зерна на потребительские цены

Российский рынок зерна тесно связан с мировым: в прошедшем сельскохозяйственном году¹ Россия стала крупнейшим экспортером зерна, в текущем году возможно дальнейшее наращивание экспортных поставок. За пределы страны вывозится около трети урожая, экспортная пошлина равна нулю. В этих условиях колебания мировых цен отражаются на конъюнктуре внутреннего рынка зерна, продукции его переработки (крупы, мука, хлеб, макаронные и кондитерские изделия), животноводческой продукции (рис. 1.24, 1.25). На рынках других товаров могут возникать вторичные эффекты.

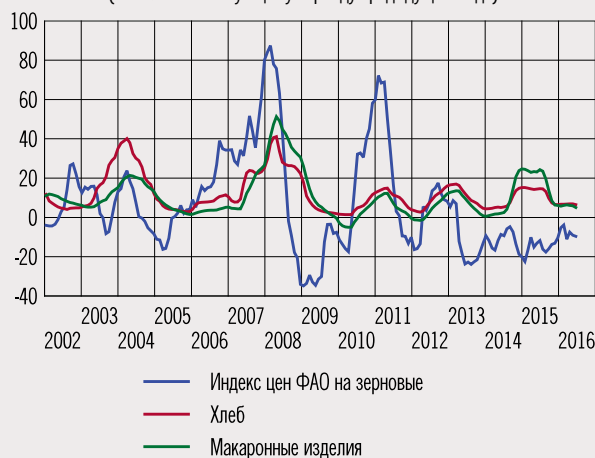
Для количественного анализа влияния изменений мировых цен на зерно на внутренние цены на отдельные потребительские товары были построены модели векторной авторегрессии. Рассматривались три группы потребительских товаров, динамика цен на которые может зависеть от изменения мировых цен на зерно. В первую входят товары, в составе которых основным компонентом является мука: макаронные изделия и хлеб. Во вторую – продукция животноводства (мясо и молоко), так как фуражное зерно является основой для производства кормов. К третьей группе относятся товары, цены на которые подвержены вторичному эффекту изменения цен на зерно (непродовольственные товары).

Полученные результаты свидетельствуют о том, что шок мировых цен на зерно оказывает значимое влияние на потребительские цены хлеба и макаронных изделий, которое сохраняется в пределах трех кварталов. Накопленная за этот период эластичность потребительских цен по мировым ценам составляет 0,18 и 0,33 соответственно. Воздействие изменения мировых цен на цены в животноводстве (вторая группа) оказалось незначимым. Полученные результаты, вероятнее всего, связаны с различной долей стоимости зерна в цене конечной продукции. Для хлеба и макаронных изделий в 2015 г. она составила 20–25%², в то время как для мяса и молока – не более 10%³. Низкая доля зерна в себестоимости снижает зависимость потребительских цен от колебаний цен на него.

Вторичный эффект изменения цен (третья группа) также был незначимым. Основной причиной возникновения вторичных эффектов инфляции является распространение ценовых ожиданий экономических агентов на группы товаров и услуг, непосредственно не связанных с источником шока. Незначимость вторичных эффектов указывает на то, что российские домохозяйства воспринимают ценовые процессы на отдельных рынках как локальные и не увязывают их с динамикой цен на другие товары. Кроме того, как показывают опросы, большинство населения России не следит за конъюнктурой мировых рынков и, следовательно, не связывает с ней даже динамику цен на продовольствие.

Рисунок 1.24

Динамика мировых цен на зерновые и потребительских цен на хлеб и макаронные изделия
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, ФАОстат.

Рисунок 1.25

Динамика мировых цен на зерновые и потребительских цен на мясо, молоко и непродовольственные товары
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, ФАОстат.

¹ С июля 2015 г. по июнь 2016 года.

² Данные Росстата.

³ Данные Росстата, оценки Банка России.

Таблица 1.2

Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2016																			
		2014				2015				2016											
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
Инфляционные ожидания (абсолютные), %																					
Население																					
ФОМ	следующие 12 месяцев	11,8	11,7	12,5	15,5	15,7	15,0	16,0	16,4	16,7	15,7	14,7	14,6	13,6	14,3	14,2	12,6	14,2	12,3	13,7	12,4
ФОМ (расчеты Банка России)	следующие 12 месяцев	8,1	9,0	9,6	14,4	13,8	12,2	14,5	12,8	10,8	7,8	7,4	7,2	6,5	6,7	6,9	6,4	5,9	5,8	5,6	5,2
Профессиональные аналитики																					
Вloomberg	2016					6,7	7,0	7,2	8,0	8,3	7,9	7,4	7,4	7,2	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9	5,8	
Интерфакс	2016				7,0	6,7	7,4	7,6	8,5	8,3	7,6	7,4	7,4	7,3	6,7	6,6	6,2	6,0	5,8	5,7	
Рейтер	2016							7,5	8,1	7,9	7,4	7,1	7,0	6,5	6,3	6,0	6,0	6,0	6,1	5,8	
Финансовые рынки																					
ОФЗ-ИН	следующие 7 лет						6,4	5,8	6,2	6,1	5,4	5,2	5,0	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,5	4,8	
ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)	следующие 7 лет						8,1	7,3	7,7	7,6	6,9	6,7	6,5	6,0	5,8	5,5	5,3	5,3	5,5	5,8	
Рынок облигаций	следующий квартал	7,1	7,2	7,9	8,4	10,7	15,1	14,2	14,2	—	—	—	—	—	7,3	—	—	7,6	—	—	6,9
Рынок МБК	следующий квартал	7,2	8,1	8,9	9,7	15,0	17,4	15,5	14,0	—	—	—	—	—	6,5	—	—	6,6	—	—	6,2
Инфляционные ожидания (баланс ответов*)																					
Население																					
ФОМ	следующие 12 месяцев	84	85	84	83	76	72	80	83	85	82	84	83	81	78	82	77	82	78	79	80
ФОМ	следующий месяц	79	82	76	77	68	60	71	78	80	76	72	74	70	68	72	69	70	70	74	76
Предприятия																					
РЭБ	следующие 3 месяца	26	26	32	70	32	20	28	48	46	22	14	16	30	38	28	26	36			
Банк России (ДБН)	следующие 3 месяца	14,3	12,4	13,9	30,3	14,8	12,7	12,1	17,3	15,6	13,6	12,4	11,5	11,5	12,1	10,1	9,9	10,4	10,1		
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	42	41	41	43	31	28	30	29	—	—	32	—	—	29	—	—	28	—	—	27
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	6	5	2	5	7	6	2	2	—	—	5	—	—	5	—	—	0	—	—	0

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

- инфляционные ожидания улучшились (более 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (менее 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания не изменились (±0,2 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (менее 1 стандартного отклонения)
- инфляционные ожидания ухудшились (более 1 стандартного отклонения)

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

Источники: данные опроса ФОМ/ИНФОМ, Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Tolpison Reuters, расчеты Банка России, Российский экономический барометр.

2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

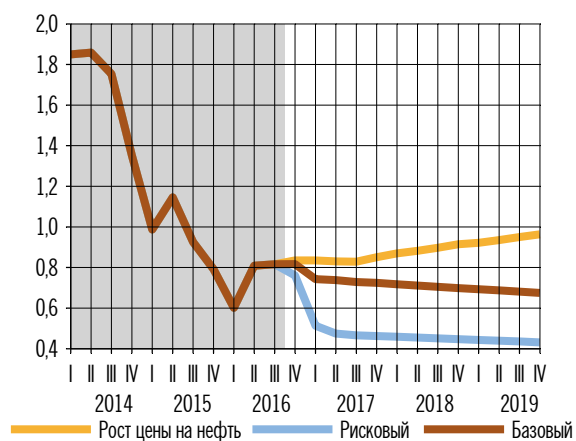
Базовый сценарий

В рамках базового сценария экономического развития России, рассмотренного в предыдущем Докладе, предполагалось, что цена на нефть марки «Юралс» в IV квартале 2016 г. снизится до \$40 за баррель и останется в среднем вблизи этого уровня на трехлетнем прогнозном периоде. Фактическая цена на нефть находилась несколько выше указанного уровня и составила в сентябре-ноябре 2016 г. в среднем \$45,3 за баррель на фоне ожиданий соглашения между странами – членами ОПЕК о сокращении добычи нефти.

Хотя в конце ноября договоренность была достигнута, траектория цен на нефть в среднесрочном периоде будет определяться под влиянием целого ряда разнонаправленных факторов. Сохраняется неопределенность относительно фактической реализации договоренностей об ограничении добычи. Помимо этого, сокращение поставок со стороны ОПЕК может быть компенсировано ростом добычи на сланцевых месторождениях в США. Дополнительным фактором роста предложения на рынке нефти может стать восстановление поставок из Ливии и Нигерии. Кроме того, прогнозируется некоторое замедление экономи-

Рисунок 2.1

Условия торговли



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

ческого роста Китая, который является крупнейшим импортером и локомотивом роста мирового спроса на нефть.

Необходимо время, чтобы снизилась неопределенность относительно совокупного воздействия указанных факторов. В этих условиях Банк России пока продолжает придерживаться консервативного подхода к формированию предпосылок базового сценария. По оценкам Банка России, сохраняется вероятность снижения цен на нефть с текущих уровней до \$40 за баррель в 2017–2019 годах. В то же время Банк России допускает, что конъюнктура нефтяного рынка в 2017 г. может оказаться и более благоприятной.

Международные организации в октябре-ноябре 2016 г. оставили почти без изменений свои прогнозы роста мировой экономики¹. Принимая во внимание структуру внешнеторговых связей России, прогноз Банка России по темпам среднегодового роста ВВП стран – торговых партнеров в 2017–2019 гг. также оставлен без изменений и составляет около 2%, что является консервативной оценкой. На фоне медленного прогнозируемого роста мировой экономики инфляция в странах – торговых партнерах останется низкой, при этом прогноз мировых цен на продовольствие не предполагает их заметного роста по сравнению со средним уровнем за 2016 год². В связи с этим Банк России не ожидает значимого влияния зарубежной инфляции на темпы роста потребительских цен в России.

Итоги выборов в США повысили неопределенность относительно макроэкономической и особенно бюджетной политики новой администрации США, что делает менее предсказуемой денежно-кредитную политику ФРС США.

¹ МВФ прогнозирует рост мировой экономики на уровне 3,4% в 2017 г.; ОЭСР улучшила прогнозы роста мировой экономики в 2017 г. с 3,2 до 3,3% и ожидает в 2018 г. рост на уровне 3,6%.

² Прогноз Банка России, основанный на оценках МВФ и Всемирного банка.

В настоящее время наблюдается значительный разброс в оценке дальнейшей политики монетарных властей США, но большинство участников рынка предполагает не более трех повышений ключевой ставки в 2017 году. Банк России ожидает, что нормализация денежно-кредитной политики ФРС США будет происходить постепенно с учетом экономических условий и предполагает сохранение в целом мягкой денежно-кредитной политики как ФРС США, так и другими центральными банками развитых стран. Это обусловит сохранение на низком уровне ставок на мировых финансовых рынках либо их достаточно умеренный рост.

В рамках базового сценария Банк России исходит из того, что наблюдаемая в настоящий момент повышенная страновая премия за риск на Россию, как и на другие страны с формирующимися рынками, будет снижаться по мере уменьшения неопределенности относительно политики новой администрации США. Это приведет к тому, что уже во второй половине 2017 г. при отсутствии существенных колебаний цен на нефть премия за страновой риск на Россию стабилизируется на относительно невысоком уровне, близком к среднему значению за вторую половину 2016 года.

Банк России предполагает, что действие международных финансовых санкций сохранится на всем прогнозном горизонте. Вместе с тем ожидается, что, как и в 2015–2016 гг., российские компании и банки смогут и далее в значительной мере рефинансировать внешнюю задолженность. На фоне постепенного уменьшения планируемых объемов погашения внешнего долга и восстановления экономической активности все больший вклад в отток частного капитала будет вносить чистое увеличение иностранных активов. Однако объем покупок иностранных активов в условиях действия санкций окажется существенно меньшим по сравнению с наблюдавшимся в период 2010–2014 годов. Ожидается, что чистый отток частного капитала в 2017–2019 гг. сохранится на низком уровне. Этому в том числе будет способствовать уровень процентных ставок, обеспечивающий привлекательность вложений в рублевые финансовые активы.

Денежно-кредитные условия останутся умеренно жесткими достаточно продолжительное

время под влиянием денежно-кредитной политики. Это будет означать, в частности, сохранение положительных реальных процентных ставок в экономике. Вместе с тем по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом Банк России возобновит снижение ключевой ставки, что может произойти уже в первом полугодии 2017 года. В дальнейшем, после снижения инфляции до 4% в конце 2017 г. и стабилизации инфляционных ожиданий около этого уровня, Банк России будет уменьшать степень жесткости денежно-кредитной политики. В этих условиях номинальные ставки в экономике будут постепенно уменьшаться. Банк России ожидает, что банки будут также постепенно смягчать неценовые условия и расширять спектр направлений кредитования, при этом сохраняя консервативный подход к оценке заемщиков. В результате в 2017 г. прирост кредита экономике со стороны банковского сектора будет умеренным (4–7%) (табл. 2.1). В 2018–2019 гг. ожидается его ускорение до 8–11%.

Темп прироста денежной массы в национальном определении, по оценкам, в 2017 г. продолжит опережать увеличение кредита экономике и составит 8–11%, что будет обусловлено прежде всего вкладом чистого кредита правительству со стороны банковской системы с учетом продолжения использования средств суверенных фондов. В дальнейшем в условиях бюджетной консолидации вклад чистого кредита правительству в динамику денежной массы будет сокращаться. В результате прирост денежной массы в 2018–2019 гг. будет близок к темпам прироста кредита.

Ускорение роста кредита и денежной массы будет происходить на фоне восстановительных процессов в экономике и не создаст значимых инфляционных рисков.

Утвержденные в декабре 2016 г. меры фискальной консолидации предполагают последовательное сокращение бюджетного дефицита для выхода его на сбалансированную траекторию к 2020 г.³, что окажет небольшое сдерживающее влияние на деловую активность

³ В рамках реализации мер фискальной консолидации, утвержденных Федеральным законом «О федеральном бюджете на 2017 год и плановый период 2018 и 2019 годов», предполагается сокращение дефицита федерального бюджета до 3; 2 и 1% в 2017, 2018 и 2019 гг. соответственно.

и внесет дополнительный вклад в снижение инфляции. Реализация долгосрочной стратегии бюджетной консолидации создаст условия для поддержания устойчивости государственных финансов и финансовой системы, что важно для сохранения макроэкономической стабильности в средне- и долгосрочной перспективе в целом. При этом, по оценкам Банка России, в случае исполнения утвержденных планов бюджетной консолидации планируемое в 2017 г. повышение оплаты труда отдельных категорий работников в связи с исполнением Указа⁴ Президента от 7 мая 2012 года (далее – Указ) не создаст существенных инфляционных рисков в 2017 г., учитывая, что вес фонда оплаты труда работников, попадающих под действие Указа, в совокупном фонде оплаты труда относительно невелик, а предусмотренная Указом индексация не повлечет за собой дополнительного увеличения бюджетного дефицита.

В стабильных внешнеэкономических условиях при относительной жесткости внутренних финансовых условий и консервативной бюджетной политике будет происходить постепенное и относительно равномерное восстановление экономической активности в 2017–2019 годах. Положительные реальные ставки по депозитам будут способствовать сохранению стимулов к сбережениям, что обусловит умеренный рост потребительских расходов (на 0,6–1,0%) в 2017 году. В 2018–2019 гг. по мере роста доходов, улучшения настроений и оживления потребительского кредитования расходы домашних хозяйств на конечное потребление будут увеличиваться на 3–4%.

Инвестиционная активность будет восстанавливаться в условиях улучшения ожиданий предприятий относительно перспектив российской экономики, постепенного смягчения условий кредитования и снижения долговой нагрузки. Годовой темп роста валового накопления основного капитала будет постепенно увеличиваться с 1,2–1,7% в 2017 г. до 1,8–2,5% в 2018–2019 годах. Изменение запасов материальных оборотных средств окажет поддержку приросту валового накопления в 2017–2018 гг.

⁴ Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 года № 597 «О мероприятиях по реализации государственной социальной политики».

на фоне улучшения динамики потребительского спроса.

Банк России ожидает, что процессы импорта продолжатся, но, как и в 2016 г., будут умеренными. При этом по мере роста доходов населения произойдет восстановление внутреннего спроса не только на отечественные, но и на импортные товары. Прогноз увеличения физических объемов импорта скорректирован вверх с учетом текущей динамики до 2,6–3,0% в 2017 г. и около 3–4% в 2018–2019 годах. Внешний спрос на российские товары на фоне сдержанного глобального роста и относительного избытка мощностей в мировой экономике останется слабым, в результате чего темпы роста нефтегазового экспорта сохранятся на умеренном уровне. Предполагаемое сокращение объемов добычи нефти Россией в связи со взятыми на себя после ноябрьского соглашения стран – членов ОПЕК обязательствами, по оценкам Банка России, несколько снизит темпы роста нефтегазового экспорта, но не окажет существенного воздействия на темпы экономического роста на прогнозном горизонте. В результате годовые темпы прироста физических объемов экспорта в 2017 г. составят 1,3–1,7%, а в 2018–2019 гг. не превысят 1,2%. С учетом опережающих темпов роста импорта вклад чистого экспорта в ВВП в 2017–2019 гг. будет отрицательным, что является нормальной ситуацией для восстановительной фазы экономического цикла.

Под влиянием отмеченных выше внутренних и внешних факторов в 2017 г. ожидается формирование тенденции к устойчивому восстановлению экономической активности и переход к положительным темпам роста ВВП. Прогноз экономического роста оставлен без изменений: в 2017 г. ВВП увеличится на 0,5–1,0%, после чего в 2018–2019 гг. ожидается ускоренный восстановительный рост экономики на 1,5–2,0%. Впоследствии произойдет замедление темпов экономического роста до 1,0–1,5%, что соответствует оценкам среднесрочного потенциала российской экономики с учетом действующих структурных ограничений.

Замедление годовой инфляции продолжится с 5,4–5,8% в 2016 г. до 4% в конце 2017 года. Основным фактором снижения инфляции оста-

Таблица 2.1

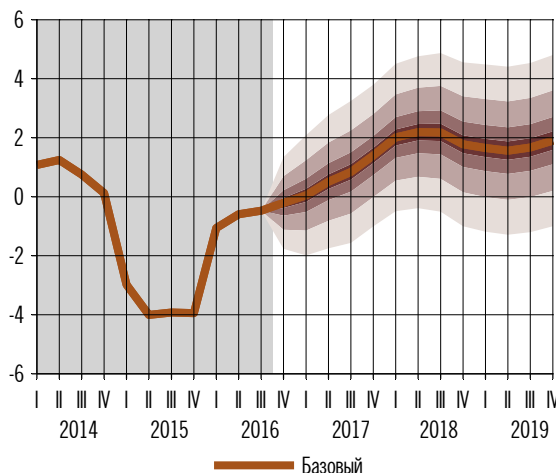
Основные параметры прогноза Банка России
(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2016			2017			2018			2019		
	Базовый	Рисковый	Рост цены на нефть	Базовый	Рисковый	Рост цены на нефть	Базовый	Рисковый	Рост цены на нефть	Базовый	Рисковый	Рост цены на нефть
Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долл. США за баррель	41	25	46	40	25	46	40	25	50	40	25	55
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	5,4-5,8	5,0-6,0	4,0	4,0	5,0-6,0	4,0	4,0	4,0-4,5	4,0	4,0	4,0-4,5	4,0
Валовой внутренний продукт	-(0,7-0,5)	-(1,5-1,0)	1,2-1,7	0,5-1,0	-(1,5-1,0)	1,2-1,7	1,5-2,0	-(0,5-0,1)	2,0-2,5	1,5-2,0	1,5-2,0	2,0-2,5
Расходы на конечное потребление	-(3,8-3,6)	-(2,7-2,3)	1,8-2,2	0,3-0,7	-(2,7-2,3)	1,8-2,2	2,5-3,0	-(1,0-0,5)	2,9-3,3	2,5-3,0	2,0-2,5	2,9-3,3
– Домашних хозяйств	-(4,6-4,2)	-(3,5-3,0)	2,5-2,9	0,6-1,0	-(3,5-3,0)	2,5-2,9	3,5-4,0	-(1,5-1,0)	4,0-4,4	3,5-4,0	3,0-3,5	4,0-4,4
Валовое накопление	5,0-5,5	-(6,0-5,0)	3,1-3,9	2,2-3,0	-(6,0-5,0)	3,1-3,9	2,0-2,5	-(1,0-0,0)	3,1-3,9	2,0-2,5	2,0-2,5	3,1-3,9
– валовое накопление основного капитала	-(4,5-4,0)	-(6,5-5,5)	1,5-2,0	1,2-1,7	-(6,5-5,5)	1,5-2,0	2,0-2,5	-(1,2-0,8)	3,7-4,2	2,0-2,5	1,8-2,3	3,7-4,2
Чистый экспорт	8,5-11,2	34,2-38,7	-(17,7-13,6)	-(6,5-2,4)	34,2-38,7	-(17,7-13,6)	-(11,9-7,8)	10,0-13,3	-(21,1-17,0)	-(10,6-5,6)	-(10,6-5,6)	-(21,1-17,0)
– экспорт	-(1,2-0,8)	1,7-2,2	0,6-1,2	1,3-1,7	1,7-2,2	0,6-1,2	0,7-1,2	0,7-1,1	0,5-1,0	0,7-1,2	0,7-1,1	0,5-1,0
– импорт	-(5,5-5,0)	-(5,8-5,4)	4,2-4,6	2,6-3,0	-(5,8-5,4)	4,2-4,6	3,7-4,2	-(2,3-1,9)	6,0-6,5	3,0-3,5	3,0-3,5	6,0-6,5
Денежная масса в национальном определении	8-11	8-10	13-15	8-11	8-10	13-15	8-11	7-9	13-15	7-10	7-9	7-10
Денежная база в узком определении	3-7	0-3	4-8	4-8	0-3	4-8	5-7	3-5	4-8	4-6	3-5	4-8
Кредит финансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	0-3	0-3	8-12	4-7	0-3	8-12	8-10	2-4	9-13	9-11	2-4	9-13

Рисунок 2.2

Темпы прироста ВВП

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

нется сдержанный спрос, обусловленный сохранением высокой нормы сбережения. В дальнейшем ожидается стабилизация инфляции около целевого уровня.

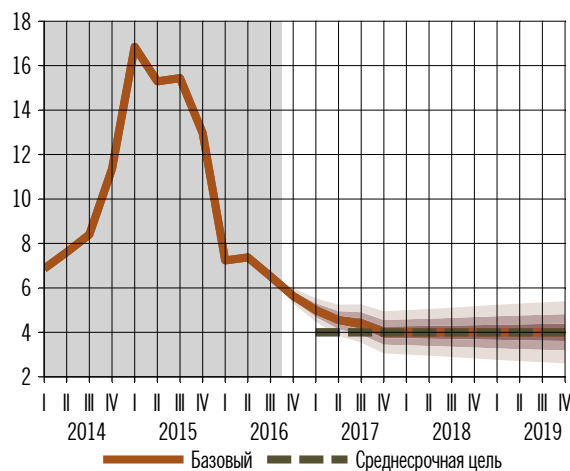
В условиях стабильной внешнеэкономической конъюнктуры и умеренно жесткой денежно-кредитной политики динамика валютного курса не окажет значимого влияния на темпы роста цен. Дополнительным сдерживающим фактором инфляции станет замедление роста цен производителей при умеренных темпах индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий, а также низких в течение продолжительного времени ценах на энергоносители. Кроме того, по мере замедления инфляции будет происходить снижение инфляционных ожиданий. Банк России допускает, что снижение инфляционных ожиданий в течение определенного времени может отставать от замедления фактической инфляции. В дальнейшем проведение последовательной денежно-кредитной политики и закрепление инфляции вблизи 4% будут способствовать стабилизации инфляционных ожиданий около целевого значения.

Не исключено, что влияние факторов, способствующих сохранению умеренных цен на нефть в рамках базового сценария, будет нарастать постепенно, что обусловит более плавное снижение цен на нефть в течение 2017 г. и формирование среднегодовой цены на уровне заметно выше \$40 за баррель. В такой ситуации темпы роста ВВП в 2017 г. окажутся несколько выше, чем предполагается в базовом

Рисунок 2.3

Инфляция

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

сценарии, однако улучшение динамики ВВП будет временным и компенсируется более низкими темпами экономического роста в 2018 году. При этом замедление инфляции в первой половине 2017 г. может происходить быстрее на фоне более благоприятной курсовой динамики, что будет способствовать снижению инфляционных ожиданий.

В связи с сохранением неопределенности относительно развития ситуации в мировой экономике и на мировых финансовых и товарных рынках Банк России, помимо базового сценария, рассматривает также сценарий, предусматривающий рост цен на нефть, и рисковый сценарий.

Сценарий с ростом цены на нефть

В данном сценарии в 2017–2019 гг. предполагается постепенное увеличение цены на нефть марки «Юралс» до \$55 за баррель и сохранение ее на этом уровне в дальнейшем. Такая траектория условий торговли может сложиться в случае более динамичного роста глобальной экономики, повышения оптимизма инвесторов на мировых рынках, а также снижения рисков для развития крупнейших экономик с формирующимися рынками, прежде всего Китая. В сценарии заложено постепенное повышение процентных ставок мировыми центральными банками, при этом его темпы предполагаются несколько выше, чем в базовом сценарии. Сокращение добычи нефти страна-

Таблица 2.2

Показатели платежного баланса России*
(млрд долл. США)

	2016			2017			2018			2019		
	Базовый	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Базовый	Рост цены на нефть	Базовый	Базовый	Рост цены на нефть
Счет текущих операций	22	15	25	12	19	28	12	18	37	11	11	37
Торговый баланс	85	83	98	74	87	112	73	89	129	75	75	129
Экспорт	274	283	313	220	294	358	212	308	390	222	222	390
Импорт	-190	-201	-215	-146	-207	-245	-139	-219	-261	-147	-147	-261
Баланс услуг	-22	-26	-29	-25	-25	-37	-22	-27	-41	-24	-24	-41
Экспорт	51	53	54	46	56	59	46	58	59	48	48	59
Импорт	-74	-80	-83	-71	-81	-96	-68	-85	-100	-72	-72	-100
Баланс первичных и вторичных доходов	-40	-42	-44	-37	-43	-47	-39	-43	-51	-40	-40	-51
Счет операций с капиталом	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	21	15	25	12	19	28	12	18	37	11	11	37
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-7	-7	-17	-20	-19	-28	-12	-18	-37	-11	-11	-37
Сектор государственного управления и центральный банк	11	6	6	4	3	3	3	3	3	3	3	3
Чистый отток капитала частного сектора (включая чистые ошибки и пропуски)	-18	-13	-23	-24	-22	-31	-15	-21	-40	-14	-14	-40
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)	-14	-8	-8	8	0	0	0	0	0	0	0	0

* В знаках РЛБ 5.

ми – членами ОПЕК в тех масштабах, в каких оно предусмотрено ноябрьским соглашением, заметно повышает вероятность развития ситуации по сценарию, предполагающему рост цен на нефть по сравнению с прошлым Докладом.

Более быстрый рост доходов от внешнеэкономической деятельности и пересмотр ожиданий субъектов экономики и внешних инвесторов относительно перспектив российской экономики приведут к более уверенному, чем в базовом сценарии, восстановлению экономической активности. Это отразится в более быстром увеличении как потребления, так и инвестиций. Темп прироста ВВП в 2017 г. превысит 1%, а затем в 2018–2019 гг. ускорится до 2,0–2,5%. Однако увеличение темпов экономического роста будет временным, связанным с повышением цен на нефть и восстановительным характером экономических процессов. В дальнейшем темпы роста экономики будут ограничиваться структурными факторами и стабилизируются на уровне около 1,5%, как и в базовом сценарии.

Влияние улучшения условий торговли на инфляцию будет разнонаправленным. Ожидается, что сдерживающее воздействие укрепления рубля на инфляцию окажется сильнее проинфляционного эффекта повышения доходов и улучшения настроений субъектов экономики. Достижение цели по инфляции в такой ситуации может произойти раньше, чем в базовом сценарии. В дальнейшем рост спроса будет поддержан восстановлением инвестиций и производства и не создаст дополнительного инфляционного давления. В таких условиях Банк России может быстрее снижать степень жесткости денежно-кредитной политики в той мере, в какой это не приведет к возникновению рисков отклонения инфляции от целевого значения.

В условиях более благоприятной внешней конъюнктуры и роста объема поступлений по внешнеторговым операциям вероятно более быстрое сокращение дефицита бюджета, благодаря чему возможно поступление средств в Резервный фонд. По оценкам Банка России, поступление средств может начаться уже в 2019 г., хотя его объем в течение года не будет значительным.

В рамках этого сценария Банк России не исключает проведения покупок иностранной ва-

люты с целью увеличения международных резервов, в том числе в рамках применения переходных положений бюджетного правила. Масштабы этих операций будут определяться таким образом, чтобы не оказать заметного влияния на динамику курса рубля.

Сальдо текущего счета и чистый отток капитала будут увеличиваться на протяжении 2017–2019 гг., превышая значения базового сценария. Рост цен на нефть в этот период станет основной причиной роста поступлений по текущему счету, в то время как более значительный отток капитала будет обусловлен спросом на иностранные активы со стороны частного сектора в условиях более высоких доходов и при более крепком, чем в базовом сценарии, рубле. Ожидается, что кредитные организации погасят задолженность по инструментам рефинансирования Банка России в иностранной валюте в 2017 г., что отразится на росте золотовалютных резервов.

Рисковый сценарий

Рисковый сценарий, также рассматриваемый Банком России в качестве одного из возможных вариантов развития событий, предполагает значительное ухудшение условий торговли. Вероятность реализации данного сценария несколько снизилась после достижения договоренности между странами – экспортерами нефти, однако полностью исключать его реализацию в настоящее время представляется преждевременным. Снижение цен на нефть, предполагаемое в данном сценарии, может произойти в случае замедления глобальной экономики и ослабления роста мирового спроса на нефть. На фоне существенного снижения цен на нефть соглашение об ограничении добычи странами-экспортерами может оказаться неустойчивым. Дополнительное понижающее воздействие на конъюнктуру рынка может оказать более быстрая нормализация денежно-кредитной политики ФРС США. Под влиянием указанных факторов вероятно снижение цены на нефть с текущего уровня до \$25 за баррель в начале 2017 г., после чего ожидается ее сохранение вблизи этих значений до конца 2019 года.

Значительное и устойчивое ухудшение условий торговли приведет к продолжению эко-

номического спада в 2017–2018 гг. на фоне ухудшения ожиданий относительно перспектив российской экономики и дальнейшего снижения привлекательности вложений в нее для внутренних и внешних инвесторов. Это отразится в усилении оттока капитала и ослаблении рубля, что может привести к снижению платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте. В случае возникновения рисков обслуживания внешнего долга для российских компаний и кредитных организаций Банк России будет готов увеличить объем операций валютного рефинансирования.

Заметное сокращение налоговых поступлений от нефтегазового сектора на фоне ограниченных возможностей долгового финансирования бюджета может потребовать сокращения бюджетных расходов. В этих условиях не исключено некоторое увеличение бюджетного дефицита в 2017 г., однако в дальнейшем Банк России ожидает сохранения консервативного подхода к государственным финансам и продолжения реализации стратегии бюджетной консолидации.

Неблагоприятное развитие событий обусловит сокращение ВВП в 2017–2018 гг., однако оно будет незначительным и не превысит 1,5% в год с учетом возросшей устойчивости российской экономики к колебаниям внешнеэкономической конъюнктуры.

Нестабильность на мировых товарных и финансовых рынках может привести к усилению волатильности валютных курсов стран с формирующимися рынками, в том числе рубля, что усилит инфляционные риски, в особенности в части пересмотра экономическими агентами инфляционных и курсовых ожиданий. В результате инфляция будет снижаться медленнее, чем в базовом сценарии, и по итогам 2018 г. может составить 4,0–4,5% с выходом на целевой уровень в первой половине 2019 года.

Для ограничения инфляционных рисков Банк России будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии. При этом Банк России будет отслеживать возможное возникновение угроз для финансовой стабильности и для ее сохранения будет готов применять различные инструменты, в том числе проводить валютные интервенции.

Риски среднесрочного прогноза

В рамках любого из рассмотренных сценариев Банк России не исключает реализации дополнительных рисков, которые могут повлиять на динамику потребительских цен. Эти риски связаны в первую очередь с возможным сохранением инфляционных ожиданий на повышенном уровне в течение длительного времени и преждевременным изменением сберегательного поведения населения.

На основе имеющихся данных пока рано говорить о формировании устойчивой тенденции к снижению инфляционных ожиданий. Повышенный уровень ожиданий на фоне замедляющейся инфляции во второй половине 2016 г. свидетельствует об их высокой инерционности. В дальнейшем это может затруднять снижение инфляции, что рассматривается Банком России как наиболее значимый инфляционный риск.

Другим источником рисков является возможность роста расходов на конечное потребление домашних хозяйств темпами, опережающими восстановление доходов, что может создать дополнительное инфляционное давление.

Вероятность реализации рисков со стороны бюджетной политики существенно снизилась с учетом утверждения планов фискальной консолидации. Вместе с тем более существенный рост бюджетных расходов может привести к увеличению инфляционных рисков.

В случае усиления или реализации инфляционных рисков Банк России будет оценивать необходимость корректировки степени жесткости денежно-кредитной политики.

Учитывая, что ситуация в российской экономике и динамика инфляции в целом соответствовали прогнозу, а также то, что инфляционные риски несколько снизились, Банк России принял решение о сохранении ключевой ставки в декабре 2016 г. на уровне 10,00%, отмечая возможность ее снижения в первом полугодии 2017 года. В дальнейшем при принятии решений Банк России будет оценивать инфляционные риски и соответствие динамики экономики и инфляции базовому прогнозу.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Динамика основных статей платежного баланса России в III квартале 2016 года

Сокращение¹ более чем в 4 раза положительного сальдо текущего счета в III квартале 2016 г. не стоит рассматривать как чрезмерно негативную тенденцию, поскольку оно было обусловлено разницей в мировых ценах на сырье в текущем и прошлом годах, в то время как физический объем экспорта сохранялся на высоком уровне. Кроме того, оно происходило за счет расширения импорта, в первую очередь инвестиционных товаров, на фоне признаков улучшения ситуации в российской экономике. Сжатие профицита торгового баланса частично компенсировалось уменьшением дефицита баланса услуг, преимущественно за счет сокращения импорта по статье «Поездки» в условиях приостановки авиасообщения с Египтом (одним из наиболее популярных направлений выезда российских туристов за рубеж). Вместе с тем по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года в III квартале 2016 г. впервые за несколько лет увеличилось отрицательное сальдо баланса инвестиционных доходов. В 2015 г. его уменьшение на \$26 млрд на фоне сокращения внешнего долга и, соответственно, платежей по нему внесло основной вклад в прирост профицита текущего счета на \$11,5 млрд. В 2016 г. снижение внешнего долга замедлилось, и, следовательно, процентные платежи по его обслуживанию не уменьшались в III квартале 2016 г. так существенно, как раньше. Вслед за сокращением в 2015–2016 гг. иностранных активов российского частного сектора (в основном банков) снизились и связанные с ними получаемые инвестиционные доходы.

Снижение профицита торгового баланса замедлилось с 49% во II квартале до 35% в III квартале. Годовые темпы падения экспорта уменьшились с 26 примерно до 10% в условиях рекордных объемов добычи нефти в России. Физический объем экспорта сырой нефти и нефтепродуктов в совокупности, по данным Федеральной таможенной службы (ФТС) России, вырос в III квартале 2016 г. на 3%, природного газа – на 4%. В то же время при увеличении физического объема экспорта сырой нефти на 4% поставки нефтепродуктов незначительно сократились в связи с частичной переориентацией на сырую нефть в условиях реализации налогового маневра. Мировые цены на сырьевые товары – основу российского экспорта – демонстрировали разнородную динамику, но в целом в последние месяцы наблюдалась их корректировка вверх. В то же время по сравнению с III кварталом 2015 г. они остаются на низком уровне (нефть марки «Юралс» подешевела на 12%, природный газ на европейском рынке – на 36%).

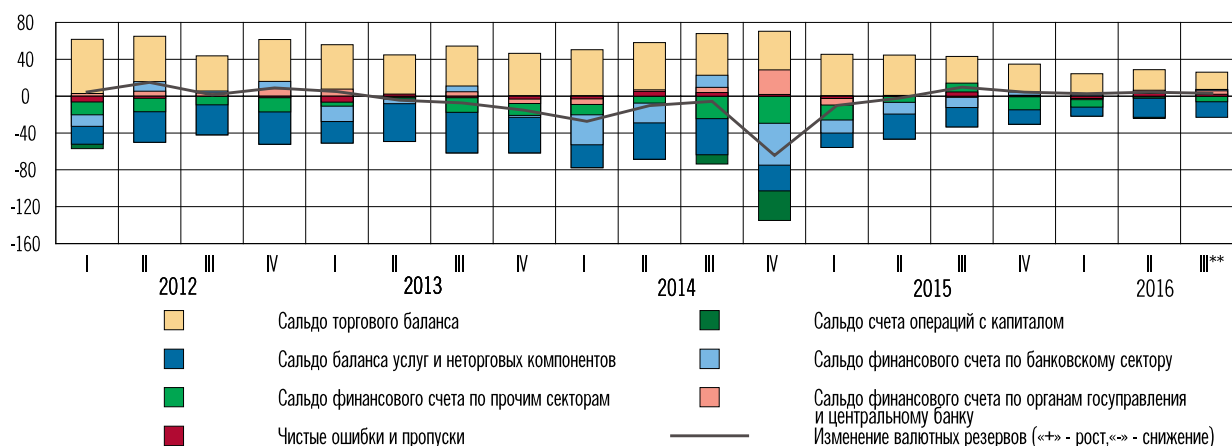
В III квартале 2016 г. отрицательное влияние падения экспорта на текущий счет перестало компенсироваться сокращением импорта. Импорт товаров после снижения на 4% во II квартале 2016 г. по сравнению с аналогичным периодом 2015 г. в III квартале увеличился на 5% на фоне укрепления рубля и некоторого восстановления деловой активности. Наибольший вклад в расширение импорта внесли машины, оборудование и транспортные средства, на которые приходится половина импорта товаров. Потенциал дальнейшего увеличения совокупного объема импорта ограничен ожиданиями невысоких темпов роста экономики. Расширение импорта будет сдерживаться также внешнеторговыми ограничениями. Вместе с тем эффект базы валютного курса в некоторые периоды может вызывать колебания темпов роста импорта.

¹ Здесь и далее – изменение к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов платежного баланса*

(млрд долл. США)



* В знаках РПББ.

** III квартал 2016 г. – оценка.

Источник: Банк России.

Чистый вывоз капитала частным сектором² в III квартале 2016 г. увеличился с \$0,1 млрд до \$6,0 млрд. Это произошло за счет того, что в отличие от III квартала 2015 г. иностранные обязательства сокращали не только банки, но и прочие секторы. Вместе с тем объем уменьшения внешних обязательств банками в III квартале 2016 г. снизился примерно вдвое, до около \$7 млрд, и соответствовал размеру выплат по графику по внешнему долгу. Погашение внешней задолженности с избытком финансировалось продажей иностранных активов и происходило на фоне сокращения объема предоставляемой Банком России на возвратной основе валютной ликвидности кредитным организациям. Прочие секторы в III квартале 2016 г. тоже сократили иностранные обязательства (на \$3 млрд), но существенно меньше, чем

предусматривал график выплат по внешнему долгу (\$19 млрд), успешно рефинансируя значительную долю внешней задолженности, несмотря на санкции. С начала года прочие секторы больше смогли привлечь средств, чем направить на выплаты по внешнему долгу. Приток средств в виде прямых инвестиций компенсировал погашение задолженности по ссудам и займам.

Уменьшение иностранных обязательств банков и компаний в III квартале 2016 г. по-прежнему вносило основной вклад в чистый отток частного капитала. Вместе с тем постепенно на фоне улучшения ситуации с доходами экономических агентов в вывозе капитала увеличивается вклад наращивания иностранных активов, в основном прочими секторами.

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

Прогноз платежного баланса на 2016–2019 годы

Прогноз статей платежного баланса был несколько скорректирован по сравнению с прогнозом, представленным в предыдущем Докладе, с учетом выхода фактических данных по платежному балансу и обновленного прогноза ряда макроэкономических показателей¹.

В базовом сценарии по-прежнему предполагается снижение цены на нефть до \$40 за баррель в I квартале 2017 г. и ее стабилизация вблизи этого уровня до 2019 года. Договоренности об ограничении добычи странами-экспортерами с большой вероятностью могут оказать лишь краткосрочную поддержку ценам на нефть. Уменьшение производства ОПЕК при повышении цен может быть компенсировано более быстрым восстановлением добычи в США в условиях роста буровой активности и производительности на сланцевых месторождениях. Снижению цен с более высокого текущего уровня также будут способствовать расширение поставок из Ливии и Нигерии, на которые не распространяются ограничения в рамках соглашения ОПЕК, укрепление доллара США в связи с повышением ставки ФРС США и значительные запасы нефти. В то же время слабый рост мирового спроса не окажет существенной поддержки ценам на энергоносители.

На фоне падения мировых цен на нефть и газ² при сохранении физического объема поставок на высоком уровне³ стоимостный объем экспорта товаров сократится в 2016 г. почти на 20% по сравнению с 2015 годом. Тем не менее по сравнению с предыдущим периодом в III квартале 2016 г. экспорт товаров увеличился второй квартал подряд. Ожидается, что данная тенденция сохранится и в IV квар-

тале 2016 года. В 2017–2019 гг. на фоне стабильных цен на нефть и восстановления мировых цен на другие сырьевые товары ожидается постепенное расширение стоимостного объема экспорта в условиях умеренного роста внешнего спроса. Вместе с тем прогноз экспорта был скорректирован вниз по сравнению с предыдущим Докладом, в том числе в связи с последовавшим вслед за соглашением ОПЕК заявлением министра энергетики России о сокращении на 300 тыс. баррелей в день добычи нефти в России в первом полугодии 2017 года.

В свою очередь, прогноз импорта товаров несколько повышен по сравнению с предыдущим Докладом с учетом более быстрого, чем ожидалось, восстановления импорта в III квартале. Дальнейшему расширению импорта в IV квартале будет способствовать реализовавшееся с начала 2016 г. заметное укрепление рубля. Стоимостный объем импорта в целом в 2016 г. снизится менее чем на 2%. В 2017–2019 гг. импорт будет увеличиваться вместе с оживлением потребления по мере роста российской экономики.

Дефицит баланса услуг, сокращение которого в 2015–2016 гг. оказывало существенную поддержку текущему счету, в 2017–2019 гг., напротив, увеличится за счет расширения импорта туристских услуг. Их росту будет способствовать восстановление чартерных воздушных перевозок между Россией и Турцией после снятия в конце августа 2016 г. запрета, введенного в их отношении с 1 декабря 2015 года. Более того, на импорте туристских услуг может благоприятно сказаться ожидаемое возобновление авиасообщения с Египтом.

Отрицательный баланс неторговых компонентов останется на низком уровне. Вместе с тем с переходом частного сектора к чистому привлечению иностранных обязательств увеличатся процентные платежи по обслуживанию внешнего долга, следовательно будет расти дефицит инвестиционных доходов.

В результате плавного восстановления экспорта товаров, более быстрого роста импорта товаров и увеличения отрицательного сальдо баланса услуг и неторговых компонентов положительное сальдо текущего счета в базовом сценарии заметно снизится в 2017 г., однако в 2018–2019 гг. стабилизируется на уровне

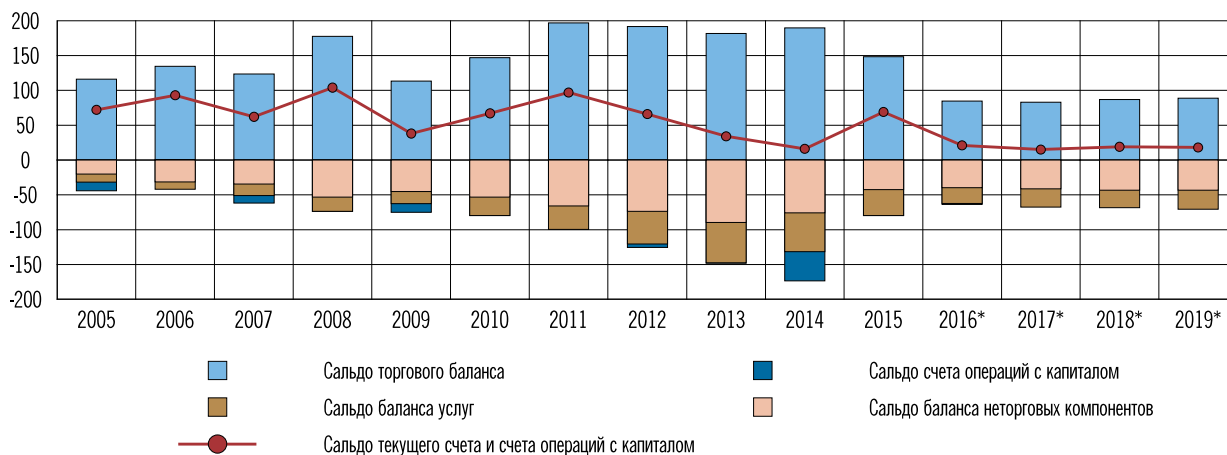
¹ См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение по ключевой ставке».

² Средняя цена на нефть марки «Юралс» в 2016 г. в рамках базового сценария снизится на 20%, до \$41 за баррель. По данным Всемирного банка, цена на природный газ (11% экспорта в январе-сентябре 2016 г.) на основном для России европейском рынке в январе-ноябре 2016 г. по сравнению с аналогичным периодом 2015 г. упала на 39%.

³ Физический объем экспорта сырой нефти и природного газа, по данным ФТС России, в январе-октябре 2016 г. увеличился на 6 и 5% соответственно, хотя объем экспорта нефтепродуктов снизился на 10%.

Рисунок 1

Динамика основных компонентов счета текущих операций (млрд долл. США)



* Прогноз по базовому сценарию.
Источник: банк России.

немного менее \$20 млрд. С учетом пересмотра оценок экспорта и импорта прогноз положительного сальдо текущего счета по сравнению с предыдущим Докладом понижен.

Прогноз по чистому оттоку частного капитала в 2017–2019 гг. также скорректирован вниз, поскольку при менее существенном объеме поступлений по текущему счету российский частный сектор будет располагать менее значительными средствами для приобретения иностранных активов.

Основным компонентом оттока частного капитала в 2016 г., как и в 2015 г., будет вынужденное (в условиях сохранения действия международных санкций) погашение внешних обязательств российскими компаниями и банками. Вместе с тем влияние санкций постепенно ослабевает, объем погашения внешнего долга уменьшается, компании успешно рефинансируют внешнюю задолженность⁴. В связи с ожидаемым продолжением роста обязательств в виде прямых инвестиций и рефинансированием части долга фактическое совокупное чистое сокращение обязательств частного сектора в целом в 2016 г. оценивается существенно меньше, чем предусматривает график выплат по внешнему долгу. По сравнению с предыдущим Докладом оценка размера сокращения обязательств была несколько повышена с учетом некоторо-

го ухудшения условий внешних заимствований для стран с формирующимися рынками в условиях снижения склонности инвесторов к риску, что связано с ростом неопределенности в отношении экономической политики США после президентских выборов⁵, в том числе скорости повышения ставки ФРС США. Такая ситуация, вероятно, сохранится и в первые месяцы 2017 года. По мере улучшения ситуации в экономике и, следовательно, роста привлекательности России с точки зрения иностранных инвесторов возможности компаний занимать из не затронутых санкциями источников будут расширяться. Масштабы оттока капитала, связанного с чистым сокращением обязательств, в 2017 г. продолжат снижаться, а в 2018–2019 гг. прогнозируется чистое увеличение обязательств перед нерезидентами.

Вывоз капитала частным сектором в связи со спросом российских банков и компаний на иностранные активы возобновится в условиях роста доходов экономических агентов и с 2017 г. вновь станет основным компонентом совокупного чистого оттока частного капитала. Вместе с тем на фоне прогнозируемых невысоких темпов экономического роста финансовое состояние российского частного сектора будет улучшаться постепенно. Часть ликвидных иностранных активов будет направлена на финансирование платежей по обязательствам, в том числе на погашение задолженности банков

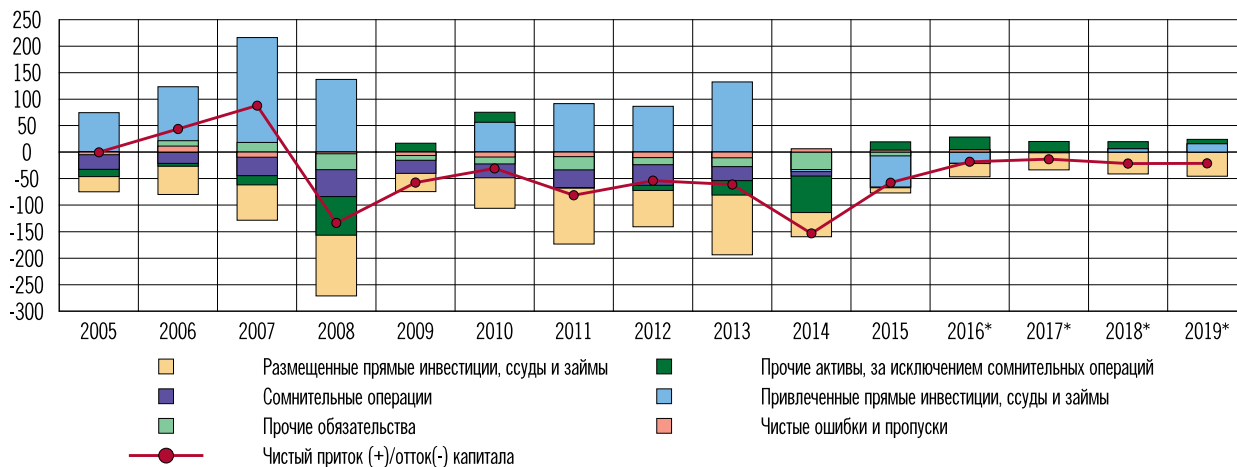
⁴ За I–III кварталы 2016 г. прочие секторы смогли увеличить иностранные обязательства на \$2 млрд, тогда как по графику было запланировано погашение иностранной задолженности на \$53 млрд.

⁵ См. врезку «Итоги выборов в США».

Рисунок 2

Структура притока/оттока частного капитала*

(млрд долл. США)



* Прогноз по базовому сценарию.
Источник: Банк России.

по операциям валютного рефинансирования Банка России.

В результате чистый отток частного капитала после снижения в 2016–2017 гг. за счет сокращения выплат по внешнему долгу увеличится в 2018–2019 гг. примерно до \$20 млрд за счет наращивания иностранных активов, но останется на невысоком по историческим меркам уровне.

Вместе с тем по государственному сектору ожидается чистый приток капитала. Прогноз роста иностранных обязательств государственного сектора повышен в связи с более значительным, чем предполагалось ранее, интересом иностранных инвесторов к российским государственным ценным бумагам.

Согласно сценарию, предполагающему постепенный рост цен на нефть на трехлетнем горизонте до \$55 за баррель в среднем в 2019 г. и в целом более высокие темпы мирового экономического роста⁶, стоимостные объемы экспорта в 2017–2019 гг. сложатся на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. Высокие темпы экономического роста в России в сочетании с укреплением рубля в то же время приведут к ускорению роста импорта. Рост экспорта будет опережать восстановление импорта, и в результате сальдо текущего счета на протяжении 2017–2019 гг. будет постепенно расти и в целом находиться на более высоких

уровнях по сравнению с базовым сценарием. В то же время на фоне роста цен на нефть улучшение восприятия иностранными инвесторами перспектив российской экономики и рост привлекательности инвестиций в Россию приведут к формированию более благоприятных условий внешних заимствований для российских компаний. Однако одновременное увеличение вложений в иностранные активы со стороны экономических агентов по мере постепенного роста их доходов окажется гораздо значительнее наращивания их обязательств, в результате чего отток капитала в рамках данного сценария существенно увеличится по сравнению с базовым сценарием. Как и в базовом сценарии, до конца 2017 гг. кредитные организации будут иметь возможность полностью погасить задолженность по операциям «валютного репо» с Банком России, что приведет к росту международных резервов.

Реализация рассматриваемого Банком России сценария, предполагающего снижение цены на нефть до \$25 за баррель в 2017 г. и ее сохранение вблизи данного уровня до конца 2019 г.⁷, повлечет за собой существенное снижение экспорта по сравнению с базовым сценарием. В то же время продолжение спада в экономике в 2017–2018 гг. приведет к снижению спроса на импортные товары по сравнению с базовым сценарием. Ожидается, что

⁶ См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение о ключевой ставке».

⁷ См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение о ключевой ставке».

падение стоимостных объемов экспорта будет более значительным по сравнению с сокращением импорта и произойдет существенное сокращение профицита счета текущих операций в 2017–2018 годах. Чистый объем сокращения обязательств существенно вырастет на фоне ужесточения условий внешнего финансирования в связи с ускоренной нормализацией денежно-кредитной политики ФРС США – инвестиции в Россию станут менее привлекательными для иностранных инвесторов, а рефинансирование имеющихся займов и привлечение новых обязательств будут затруднены по сравнению с базовым сценарием, в результате чего отток капитала в 2017 г. в рамках ри-

скового сценария будет существенно выше, чем в базовом. В дальнейшем в условиях падения уровня доходов спрос на иностранные активы со стороны резидентов будет значительно слабее, и, следовательно, отток частного капитала в 2018–2019 гг. будет несколько ниже, чем в базовом сценарии. При этом Банк России не исключает возможности увеличения объемов операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе в 2017–2019 гг. во избежание возникновения рисков для финансовой стабильности в случае возникновения трудностей у компаний и банков с финансированием платежей по внешнему долгу.

Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов России

Показатели развития регионов¹ в январе-октябре 2016 г. улучшались при уменьшении их неоднородности.

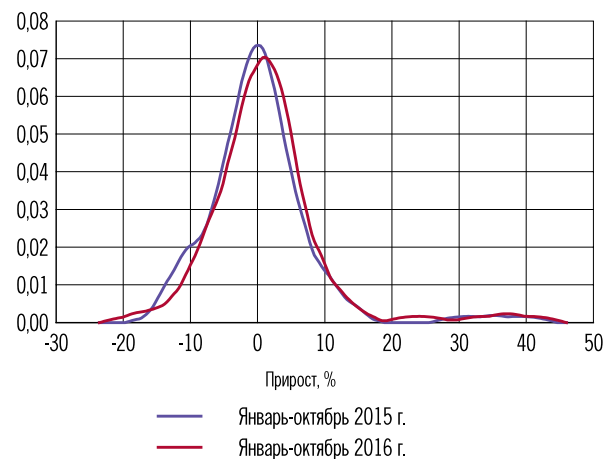
В январе-октябре производственная активность в большинстве регионов России восстанавливалась, но пока этого было недостаточно, чтобы обеспечить устойчивый рост объемов производства в целом по стране. Вместе с тем их восстановление характеризовалось неустойчивостью и межрегиональной неоднородностью (рис. 1). В 12 субъектах Российской Федерации сокращение физического объема промышленного производства составило более 4%, в то время как в 21 регионе он вырос более чем на 5%. Заметным падением производства характеризовались в основном регионы Дальневосточного и Северо-Кавказского федеральных округов. Увеличение производства наблюдалось как в промышленно развитых регионах (за счет наличия уже сформированных точек роста), так и в экономически менее развитых (за счет низкой базы).

Темп прироста номинальной заработной платы в январе-сентябре 2016 г. в большинстве регионов вырос по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. При этом уменьшились различия между регионами с высокими и низкими темпами прироста номинальной заработной платы (рис. 2). Для большинства субъектов были характерны умеренные значения этого показателя (от 5 до 6,5%), однако сохранилось существенное число регионов с медленным ростом трудовых компенсаций: в 12 регионах заработная плата повысилась не более чем на 4%.

В условиях сокращения других видов доходов, кроме заработной платы, население в январе-октябре 2016 г. продолжало придерживаться сберегательной модели поведения. Это отразилось в сохранении тенденции к сокращению расходов на покупку товаров. В большинстве регионов России в январе-октябре 2016 г.

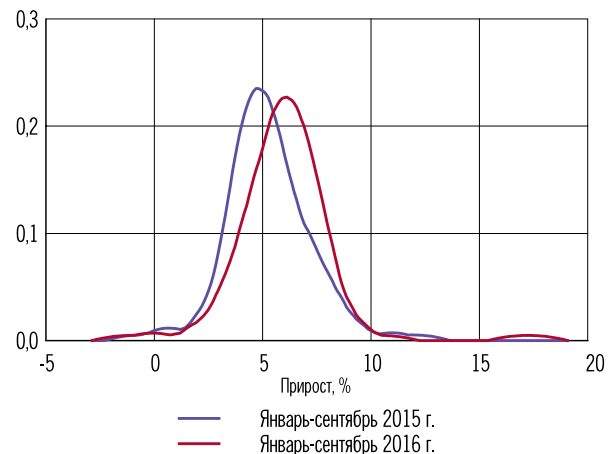
продолжилось снижение оборота розничной торговли в годовом выражении. Вместе с тем оно значительно замедлилось по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, а разрыв между регионами с высокими и умеренными темпами снижения показателя существенно сократился (рис. 3). Если в январе-октябре 2015 г. снижение оборота розничной торговли более чем на 5% наблюдалось у 75% всех регионов, то в январе-октябре 2016 г. эта доля сократилась до 40%. Наибольшее замедление темпов снижения показателя происходило в регионах, в которых оборот розничной торговли наиболее существенно снижался в те-

Рисунок 1
Распределение регионов России по приросту физического объема промышленного производства (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 2
Распределение регионов России по темпу прироста номинальной заработной платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



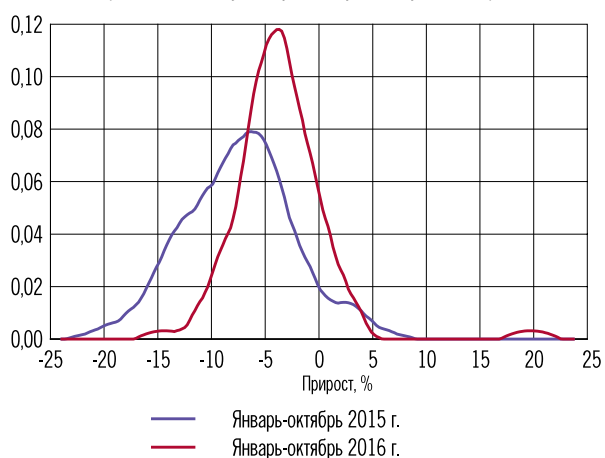
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

¹ Было рассмотрено 82 региона, включая Крым и г. Севастополь.

Рисунок 3

Распределение регионов России по темпу прироста оборота розничной торговли

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

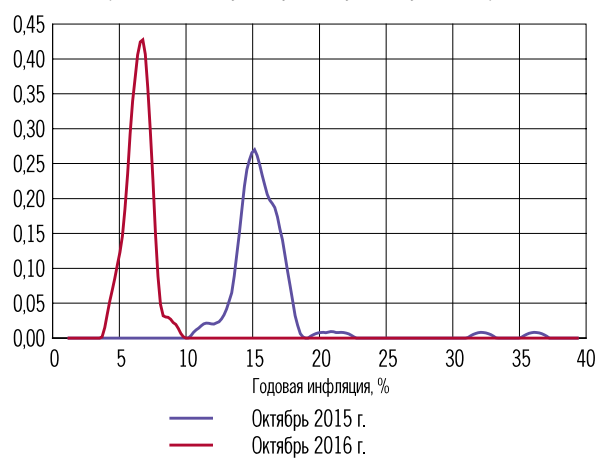


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 4

Распределение регионов России по годовой инфляции

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

чение предыдущего года, то есть вследствие эффекта низкой базы.

В октябре 2016 г. темп прироста потребительских цен продолжил замедляться. Существенно сократилось число регионов с высокими темпами роста цен (рис. 4). В значительной мере снижению инфляции способствовали слабый спрос населения на товары и услуги, дина-

мика курса рубля и высокие объемы предложения аграрной продукции в условиях рекордного урожая. При этом в пяти субъектах (республики Мордовия и Удмуртия, Саратовская, Оренбургская, Магаданская области) по итогам октября годовая инфляция составила около 4%, что во многом обусловлено особенностями развития этих регионов.

Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России

Таблица 1

Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России

<p>Уточнен состав резервируемых обязательств кредитных организаций, включаемых в расчет обязательных резервов.</p>	<p>Банк России 25 ноября 2016 г. принял решение уточнить состав резервируемых обязательств кредитных организаций, включаемых в расчет обязательных резервов. В рамках данного решения предусмотрено, что в состав резервируемых обязательств не будут включаться обязательства по субординированным инструментам, а также выпущенные облигации со сроком погашения не менее трех лет, не предполагающие досрочного погашения. Уточнение состава резервируемых обязательств отменяет неэффективно работающую меру освобождения от резервирования депозитов юридических лиц и облигационных займов, привлекаемых на срок не менее трех лет, но предполагающих досрочное погашение.</p> <p>В связи с изменением порядка составления ежедневного баланса кредитных организаций также уточнена методика расчета суммы обязательных резервов. Кроме того, было принято решение смягчить меры, применяемые к кредитным организациям за нарушение обязательных резервных требований. Введение возможности смягчения мер, применяемых к кредитным организациям за недовзнос в обязательные резервы или невыполнение усреднения обязательных резервов, будет стимулировать банки самостоятельно уведомлять Банк России о случаях нарушения обязательных резервных требований.</p> <p>Соответствующее Указание Банка России «О внесении изменений в Положение Банка России от 1 декабря 2015 г. № 507-П «Об обязательных резервах кредитных организаций» утверждено Советом директоров Банка России. При этом нормативы обязательных резервов по долгосрочным обязательствам с 1 января 2017 г. установлены на уровне действующих нормативов по соответствующим категориям обязательств (будут применяться, начиная с регулирования размера обязательных резервов за январь 2017 г.); коэффициент усреднения обязательных резервов, используемый банками и небанковскими кредитными организациями, оставлен без изменений.</p>
<p>Расширен Ломбардный список</p>	<p>В соответствии с решениями Совета директоров Банка России от 30 сентября, 2 и 30 ноября 2016 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включены 45 выпусков ценных бумаг.</p>

Таблица 2

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

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На	С	С	С	С	С		
					1.01.15	2.02.15	16.03.15	5.05.15	16.06.15	3.08.15	14.06.16	19.09.16
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом, нерыночными активами, поручительствами; сделки «валютный своп» (рублевая часть); операции репо	1 день	Ежедневно	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	12,00	11,00	
			От 2 до 549 дней ¹		18,50	16,50	15,50	14,00	13,00	12,50	11,50	
			3 месяца ¹		18,75	16,75	15,75	14,25	13,25	12,75	11,75	
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	Ежемесячно									
			Нерегулярно	17,25	15,25	14,25	12,75	11,75	11,25	10,75	10,25	
			Еженедельно									
			Нерегулярно	17,00 (клю-чевая ставка)	15,00 (клю-чевая ставка)	14,00 (клю-чевая ставка)	12,50 (клю-чевая ставка)	11,50 (клю-чевая ставка)	11,00 (клю-чевая ставка)	10,50 (клю-чевая ставка)	10,00 (клю-чевая ставка)	
		Депозитные операции	Еженедельно	16,00	14,00	13,00	11,50	10,50	10,00	9,50	9,00	
			Ежедневно									
			до востребования									
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней ³	Еженедельно	17,00 (клю-чевая ставка)	15,00 (клю-чевая ставка)	14,00 (клю-чевая ставка)	12,50 (клю-чевая ставка)	11,50 (клю-чевая ставка)	11,00 (клю-чевая ставка)	10,00 (клю-чевая ставка)	
		Депозитные операции	От 1 до 2 дней ³	Нерегулярно	17,00 (клю-чевая ставка)	15,00 (клю-чевая ставка)	14,00 (клю-чевая ставка)	12,50 (клю-чевая ставка)	11,50 (клю-чевая ставка)	11,00 (клю-чевая ставка)	10,00 (клю-чевая ставка)	

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

² С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.

³ Операции «тонкой настройкой».

⁴ В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm.
Справочно: значение ставки рефинансирования в 2015 г. находилось на уровне 8,25% годовых, с 1.01.2016 оно приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

С 1.01.2016 самостоятельное значение ставки рефинансирования не устанавливается.

Источник: Банк России.

Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию
рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.									
					На 1.01.15	На 1.07.15	На 1.01.16	На 1.07.16	На 1.09.16	На 1.10.16	На 1.11.16	На 1.12.16		
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	4,0	0,0	1,5	3,7	2,6	0,0	0,0		
		Ломбардные кредиты			3,7	4,0	2,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,0		
		Сделки «валютный своп»			121,6	49,9	14,9	0,0	0,0	49,8	0,0	0,0		
		Операции репо			96,2	275,9	264,9	273,7	362,5	408,7	291,3	437,9		
			Кредиты, обеспеченные золотом	От 1 до 549 дней	Ежедневно	1,2	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
			Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	От 1 до 549 дней		2055,9	335,1	234,8	242,1	339,1	331,7	303,3	519,6	
	Операции на открытом рынке		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно	2370,9	2685,0	1553,8	219,6	216,2	216,2	215,7	215,6	
				От 1 до 3 недель ¹ , 18 месяцев ¹	Нерегулярно									
			Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно ²	2727,6	1572,3	1448,5	370,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
				От 1 до 6 дней	Нерегулярно ³									
		Аукционы «валютный своп»	От 1 до 2 дней			—	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней 1 неделя	Еженедельно ²	0,0	0,0	0,0	0,0	220,8	180,0	201,8	302,6		
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	804,5	293,1	557,8	436,8	366,4	374,6	297,8	225,3		

¹ С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.² В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.³ Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.

Таблица 2

Нормативы обязательных резервов в 2015–2016 годах

(%)

Вид обязательств	Отчетные периоды			
	С 1.01.15 по 31.03.16	С 1.04.16	С 1.07.16	С 1.08.16
Перед юридическими лицами – нерезидентами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00
Перед физическими лицами в рублях			4,25	5,00
Перед физическими лицами в иностранной валюте			5,25	6,00
По иным обязательствам в рублях			4,25	5,00
Перед юридическими лицами – нерезидентами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00
По иным обязательствам в иностранной валюте				

Источник: Банк России.

Таблица 3

Коэффициент усреднения обязательных резервов

Виды кредитных организаций	На 1.01.15	С 10.09.15
Банки	0,7	0,8
РНКО, РЦ ОРЦБ, НКО, имеющие право на осуществление переводов денежных средств без открытия банковских счетов и связанных с ними иных банковских операций	1,0	1,0
НКО, осуществляющие депозитно-кредитные операции	0,7	1,0

Источник: Банк России.

Таблица 4

Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Требования Банка России, млн долл. США ³																	
			Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR ¹ , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» ² , % годовых																	
			Ha	C	C	C	Ha	Ha	Ha	Ha	Ha	Ha	Ha	Ha						
			1.01.15	30.03.15	13.04.15	21.04.15	14.12.15	1.01.15	1.07.15	1.01.15	1.01.16	1.04.16	1.07.16	1.08.16	1.09.16	1.10.16	1.11.16	Ha	Ha	
Аукционные репо	1 неделя	Еженедельно	0,50	1,00	1,50	2,00	2,00	209,8	18,3	100,1	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.12.16
	28 дней		0,50	1,00	1,75	2,50	3,00	14900,8	6623,6	5016,7	12109,5	12955,2	12189,2	10919,0	9913,4	9032,1	7284,1			
	12 месяцев ⁴		0,75	1,25	1,75	2,25	2,25	4737,3	23479,2	15550,0	4346,6	168,5	164,0	159,6	159,6	154,0	148,0			
Кредитные аукционные	28 дней	Ежемесячно	0,75	1,25	2,00	2,75	3,25	-	440,0	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		0,75	1,25	2,00	2,75	3,25	-	2526,8	1494,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по про- даже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1600,0	0,0	0,0	0,0	0,0	420,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1000,0

¹ В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

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

³ Требования к кредитным организациям по второй части сделок репо.

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

Источник: Банк России.

Таблица 5

**Специализированные механизмы
рефинансирования Банка России¹**

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка с 19.09.16, % годовых ²	Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.								Лимит на 1.12.16, млрд руб.
				На 1.01.15	На 1.07.15	На 1.01.16	На 1.07.16	На 1.09.16	На 1.10.16	На 1.11.16	На 1.12.16	
Несырьевой экспорт	До 3 лет ³	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	9,00	—	10,41	39,66	50,98	51,46	49,62	44,66	42,02	75,00
Крупные инвестиционные проекты ⁴	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	9,00	—	3,68	53,44	91,02	99,96	101,12	104,14	105,72	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	2,85	2,85	2,85	0,86	0,83	0,83	0,83	0,59	
Малый и средний бизнес	До 3 лет ³	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» ⁵	6,50	23,26	23,93	40,10	43,20	43,07	44,01	36,15	35,83	125,00
	До 3 лет	Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства ⁶		—	—	0,08	8,50	20,65	24,95	32,27	41,06	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям ⁷	9,00	—	—	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,00	—	10,00	21,01	29,31	29,31	29,31	29,31	29,31	30,00

¹ Механизмы рефинансирования, направленные на стимулирование кредитования банками отдельных сегментов экономики, развитие которых сдерживается структурными факторами. В рамках данных механизмов Банк России предоставляет средства кредитным организациям по более низким ставкам и на более длительные сроки по сравнению со стандартными инструментами. Специализированные механизмы рефинансирования являются временными, то есть будут действовать до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для их замещения рыночными механизмами. Объем предоставления средств в рамках специализированных механизмов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

² Дополнительная информация о процентных ставках по специализированным механизмам размещена в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте Банка России.

³ До 1.06.2015 указанные кредиты Банка России предоставлялись на срок от 1 до 365 дней. С 1.06.2015 срок был увеличен до 3 лет.

⁴ Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 года № 1016 «Об утверждении правил отбора инвестиционных проектов и принципов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 года № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

⁵ Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям – партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

⁶ Инструмент введен в июне 2015 года.

⁷ Инструмент введен в декабре 2015 года.

Источник: Банк России.

Таблица 6

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары ¹	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2014								
Январь	0,6	0,4	1,0	0,5	5,8	0,3	0,3	0,5
Февраль	0,7	0,5	1,2	0,7	5,1	0,4	0,4	0,4
Март	1,0	0,8	1,8	1,3	5,3	0,7	0,6	0,5
Апрель	0,9	0,9	1,3	1,2	2,3	0,6	0,6	0,7
Май	0,9	0,9	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5	0,8
Июнь	0,6	0,8	0,7	1,1	-2,8	0,4	0,4	0,9
Июль	0,5	0,6	-0,1	1,0	-8,1	0,4	0,3	1,4
Август	0,2	0,6	-0,3	0,9	-10,7	0,5	0,4	0,7
Сентябрь	0,7	0,9	1,0	1,2	-1,2	0,6	0,5	0,3
Октябрь	0,8	0,8	1,2	1,0	2,8	0,6	0,6	0,6
Ноябрь	1,3	1,0	2,0	1,3	8,7	0,6	0,6	1,2
Декабрь	2,6	2,6	3,3	2,2	12,9	2,3	2,5	2,2
В целом за год (декабрь к декабрю)	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
2015								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3
Сентябрь	0,6	0,8	0,4	0,7	-2,3	1,1	1,1	0,0
Октябрь	0,7	0,7	1,0	0,8	2,9	1,0	1,1	-0,1
Ноябрь	0,8	0,6	1,2	0,7	5,6	0,7	0,8	0,2
Декабрь	0,8	0,6	1,2	0,6	6,6	0,4	0,5	0,7
В целом за год (декабрь к декабрю)	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
2016								
Январь	1,0	0,8	1,2	0,6	6,2	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,6	0,7	0,7	0,5	2,3	0,8	0,9	0,3
Март	0,5	0,6	0,4	0,6	-1,3	0,8	0,8	0,1
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,1	0,6	0,6	0,3
Май	0,4	0,5	0,4	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5
Июнь	0,4	0,4	0,1	0,3	-1,1	0,5	0,4	0,6
Июль	0,5	0,3	0,0	0,5	-4,2	0,4	0,3	1,7
Август	0,0	0,4	-0,6	0,4	-8,9	0,4	0,4	0,3
Сентябрь	0,2	0,5	-0,1	0,4	-5,4	0,6	0,6	0,1
Октябрь	0,4	0,4	0,8	0,6	2,5	0,5	0,6	-0,3
Ноябрь	0,4	0,4	0,7	0,5	2,5	0,4	0,5	0,0

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

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

¹ Без учета плодоовощной продукции.

² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

	Промышлен- ное производ- ство ¹	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузооборот транспорта	Оборот рознич- ной торговли	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД ²	ВВП ³
2014								
Январь	0,4	1,0	0,8	0,5	0,0	-0,3	0,8	
Февраль	1,1	0,2	-1,2	-1,7	1,1	0,9	1,4	
Март	-0,2	0,1	0,9	-0,9	0,7	0,0	-0,6	-0,1
Апрель	1,5	0,6	0,1	0,3	-0,1	0,2	1,1	
Май	0,2	0,2	-0,8	1,7	-0,1	-0,3	0,0	
Июнь	-0,8	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,3	0,5
Июль	0,3	2,1	-0,2	-2,6	0,2	0,0	-0,1	
Август	-0,7	-1,6	-0,3	0,2	0,1	0,1	-0,4	
Сентябрь	0,8	0,8	-2,2	0,2	0,2	0,4	-0,3	-0,1
Октябрь	0,0	-9,1	-0,4	-0,3	0,1	-0,3	-0,3	
Ноябрь	-1,1	9,5	-1,3	0,3	0,2	0,2	-0,3	
Декабрь	1,7	0,5	-1,6	-0,7	1,2	0,4	-0,2	-0,1
2015								
Январь	-3,7	0,1	-1,7	0,1	-8,8	-7,2	-0,8	
Февраль	-1,5	0,1	0,2	0,5	-1,3	-1,0	-1,0	
Март	0,8	0,5	-2,5	1,0	0,0	0,5	0,2	-3,2
Апрель	-1,5	0,0	-0,8	-1,2	-0,8	-1,1	-1,2	
Май	-0,4	0,1	-0,7	-0,6	0,3	0,4	0,2	
Июнь	-0,2	0,3	0,1	0,2	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6
Июль	0,8	-1,0	-3,7	2,0	-0,5	-0,4	0,0	
Август	-0,4	0,9	-0,1	-0,9	-0,2	-0,5	-0,1	
Сентябрь	1,3	1,3	1,4	0,3	-1,1	-0,3	0,5	-0,1
Октябрь	0,0	-1,1	-2,2	2,8	-0,2	-0,2	-0,5	
Ноябрь	-0,6	1,0	0,3	-0,7	-0,6	-0,6	-4,1	
Декабрь	0,2	0,4	0,6	-0,3	-0,8	-0,6	0,8	-0,2
2016								
Январь	-0,8	0,0	-1,5	-2,0	-0,5	-0,3	0,6	
Февраль	1,5	0,4	0,0	0,4	0,1	0,1	0,5	
Март	-0,5	0,1	0,0	-0,2	-1,0	-0,9	0,4	-0,3
Апрель	-0,2	0,2	-0,8	-0,1	0,0	0,3	0,1	
Май	-0,1	0,2	-0,9	-0,6	-0,8	-0,6	-0,3	
Июнь	0,5	0,0	-0,7	1,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,1
Июль	-0,9	0,7	1,6	1,4	0,0	-0,1	0,0	
Август	0,5	0,5	-0,7	0,2	-0,4	-0,1	-0,2	
Сентябрь	-0,3	-0,6	-1,3	1,4	0,1	-0,5	-0,2	0,1
Октябрь	0,3	0,5	1,3	-1,5	-0,7	-0,3	-0,1	

¹ Оценка Росстата.

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

³ Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

Макроэкономические индикаторы
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	2016												Справочно: 2015	
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Январь - октябрь	Январь - октябрь	Январь - октябрь	Январь - октябрь
Всего	-4,1	-3,4	2,6	-4,1	-0,3	-0,4	-1,0	0,6	-0,9	-0,9	-0,7	-4,1	-4,1	
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	-3,5	0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-1,0	0,6	-0,9	-0,9	-0,7	-4,1	-4,1	
Промышленное производство	-2,7	1,0	-0,5	0,5	0,7	1,7	-0,3	0,7	-0,8	-0,2	0,3	-3,3	-3,3	
Продукция сельского хозяйства	2,5	3,1	2,7	2,7	2,6	2,1	4,7	5,9	1,7	2,4	2,9	2,7	2,7	
Строительные работы	-7,8	-5,4	-3,7	-6,9	-9,0	-10,5	-2,9	-2,0	-6,8	-0,8	-5,0	-5,1	-5,1	
Оборот розничной торговли	-6,4	-4,7	-6,2	-5,1	-6,4	-6,2	-5,2	-5,1	-3,6	-4,4	-5,3	-9,2	-9,2	
Реальные располагаемые денежные доходы населения	-5,7	-4,3	-1,3	-7,0	-6,0	-4,5	-7,0	-8,2	-1,5	-5,9	-5,3	-4,5	-4,5	
Реальная начисленная заработная плата одного работника	-3,6	0,6	1,5	-1,1	1,0	1,1	-1,3	2,7	1,9	2,0	0,5	-9,2	-9,2	
Численность безработных	6,2	0,4	1,4	2,3	0,3	2,1	1,4	-0,7	-0,4	-3,6	0,9	6,9	6,9	
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)	5,8	5,8	6,0	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,4	5,6	5,5	5,5	

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП¹
стран – торговых партнеров России**
(%)

	Прогноз роста ВВП в 2016 г.		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Август 2016 г.	Ноябрь 2016 г.	
Всего	1,91	2,09	100,0
1 Германия	1,35	1,76	14,6
2 Китай	6,41	6,64	10,3
3 Италия	0,81	0,73	9,3
4 Турция	3,40	3,14	6,9
5 Беларусь	-2,80	-2,18	5,5
6 Япония	0,49	0,65	5,3
7 Республика Корея	2,51	2,74	4,7
8 Бельгия	1,05	1,21	4,6
9 Польша	3,40	2,98	4,4
10 Соединенное Королевство	1,81	1,90	4,4
11 Казахстан	0,32	0,38	4,2
12 Нидерланды	1,37	1,60	3,3
13 США	1,81	1,54	3,1
14 Франция	1,19	1,23	3,1
15 Финляндия	0,53	0,73	3,1
16 Латвия	2,07	1,86	3,0
17 Индия	7,49	7,53	1,9
18 Швейцария	0,79	1,45	1,5
19 Чехия	2,13	2,27	1,4
20 Венгрия	1,76	1,97	1,4
21 Словакия	3,03	3,41	1,4
22 Литва	2,39	1,94	1,3
23 Испания	2,53	3,08	1,3
24 Украина	1,27	1,37	0,0

¹ Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по 24 зарубежным странам – торговым партнерам, доля которых в российском экспорте в среднем за пятилетний период (2010–2014 гг.) превышает 1% (ранее при расчете показателя за период 2008–2012 гг. таких стран было 23), удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры. Прогноз по агрегированному ВВП в данном докладе дается без учета экономики Украины, с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

Таблица 11

Ставки денежно-кредитной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	0,0	0,60
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	3	1,0	0,90
Чехия	Репо (2 недели)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	0,8	0,60
Румыния	Базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	0	-0,4	1,21
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	1	-0,6	0,00
Сербия	Ключевая политическая ставка	4,00	07.07.2016	4,25	-0,25	2	1,5	0,10
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	-0,3	0,39
Бразилия	Целевая ставка	13,75	30.11.2016	14,00	-0,25	2	7,9	-2,06
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	3,50	17.12.2015	3,25	0,25	1	2,8	-1,20
	Ориентир – кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0	2,1	0,80
Китай	Ориентир – депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0		
	Норматив резервов	17,00	01.03.2016	17,50	-0,50	1		
Индия	Обратное репо	6,25	04.10.2016	6,50	-0,25	2	4,2	-0,80
	Репо	5,75	04.10.2016	6,00	-0,25	2		
Индонезия	Целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	4	3,6	-1,31
Корея	Базовая ставка	1,25	09.06.2016	1,50	-0,25	1	1,3	0,30
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,00	13.07.2016	3,25	-0,25	1	1,4	-1,10
Мексика	Целевая ставка	5,25	17.11.2016	4,75	0,50	5	3,1	0,58
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	3,00	03.06.2016	4,00	-1,00	1	2,5	1,40
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	10,00	19.09.2016	10,50	-0,50	2	5,8	-9,20
ЮАР	Ставка репо	7,00	17.03.2016	6,75	0,25	2	6,4	1,70
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	0,6	1,57
Турция	Репо (7 дней)	8,00	24.11.2016	7,50	0,50	1	7,0	-1,10
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	0,50	16.12.2015	0,25	0,25	1	1,6	1,40
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	10.03.2016	0,05	-0,05	1	0,6	0,50
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,25	04.08.2016	0,50	-0,25	1	0,9	1,00
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,1	-0,20
Канада	Целевая ставка – овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	0	1,5	0,50
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	2	1,3	-0,20
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	4	0,4	0,00
Дания	Ориентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	0,1	0,00
	Депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	1		
Швейцария	3M libor – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	-0,3	1,10
	3M libor – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	1	1,1	0,17
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	1	3,7	1,20

Примечание. По данным на 6.12.2016, цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (1.09.2016).
Источник: Bloomberg.

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Итоги выборов в США.....	8
Бюджетная политика.....	12
Факторы динамики негосударственных инвестиций в основной капитал организаций.....	15
Финансовое положение организаций реального сектора в январе-сентябре 2016 года.....	17
О динамике относительных цен.....	19
О влиянии динамики мировых цен зерна на потребительские цены	22

ГЛОССАРИЙ

Базовая инфляция

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

Базисный пункт

Одна сотая процентного пункта.

Валовой кредит Банка России

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

Вмененная волатильность валютного курса (Implied Volatility)

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

Денежная масса

Сумма денежных средств 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 (денежный агрегат М2)», «Широкая денежная масса»).

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

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

Денежный агрегат М1

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

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

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

Индекс волатильности нефти СВОЕ

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

Индекс доллара США (DXY)

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

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

Индекс номинального эффективного курса рубля

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

Индекс реального эффективного курса рубля

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

Индекс условий банковского кредитования

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

Индекс RGBEY

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

Индексы MSCI

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

Индексы PMI

Индикаторы деловой активности, определяемые по результатам опроса компаний обрабатывающей промышленности и (или) сферы услуг. Семейство индексов PMI характеризует динамику следующих аспектов делового климата: объем выпуска (для сферы услуг – деловая активность), количество заказов, количество экспортных заказов, незавершенное производство, запасы готовой продукции, запасы сырья, закупки сырья, скорость поставок сырья, численность занятых, отгрузочные цены (для сферы услуг – цены продажи), закупочные цены, ожидания выпуска через год (для сферы услуг). Значения индексов PMI выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже – ее снижение.

Индекс ММВБ

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

Индекс РТС

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

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 угрозу возникновения кризисного явления в последующем году, а также оценена сигнальная сила, то есть вес показателя в индикаторе фискального стресса. Подробнее методология рассматривается 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.

Инфляционно нейтральный выпуск

Совокупный уровень выпуска в экономике, который может быть произведен и реализован без создания предпосылок к изменению темпов роста цен. При этом уровень инфляционно нейтрального выпуска не связан с каким-либо определенным уровнем инфляции, а лишь свидетельствует о наличии или отсутствии условий для ее ускорения или замедления.

Ключевая ставка Банка России

Минимальная процентная ставка на аукционах репо Банка России на срок 1 неделя и максимальная процентная ставка на депозитных аукционах Банка России на срок 1 неделя. Устанавливается Советом директоров Банка России.

Контрциклическая валюта

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

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».

Неторгуемый сектор экономики

Сектор экономики, который включает распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, оптовую и розничную торговлю, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовую деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренду и предоставление услуг, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Обязательные резервы

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

Операция «валютный своп»

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

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

Относительные цены

Отношение субиндекса ИПЦ к ИПЦ.

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Покрытые облигации (Covered bonds)

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

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 инфляционно нейтрального выпуска. Характеризует соотношение спроса и предложения, является агрегированным индикатором влияния факторов спроса на инфляцию. В случае превышения фактическим выпуском инфляционно нейтрального (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.

Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)

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

Режим плавающего валютного курса

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

Режим таргетирования инфляции

Режим денежно-кредитной политики, при котором установлено, что главной целью центрального банка является обеспечение ценовой стабильности, то есть достижение и поддержание устойчиво

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

Режим управляемого плавающего валютного курса

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

Риск-нейтральная мера (Risk-neutral Measure)

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

Спред по CDS

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

Средства на счетах расширенного правительства

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

Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора

Состояние банковского сектора, характеризующееся существованием устойчивой потребности у кредитных организаций в привлечении ликвидности за счет операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности 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/профицит ликвидности

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

Торгуемый сектор экономики

Сектор экономики, который включает сельское хозяйство, охоту и лесное хозяйство, рыболовство, рыбоводство, добычу полезных ископаемых, обрабатывающие производства.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Процесс воздействия решений в области денежно-кредитной политики (в частности, решений 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.

Трендовая инфляция

Показатель инфляции, очищенный от нерелевантных для денежно-кредитной политики шоков. Показатель трендовой инфляции, используемый Банком России, рассчитывается с помощью динамических факторных моделей.

Условия внешней торговли

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

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

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

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

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

Butterfly

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

Carry trade

Стратегия заимствования по низким ставкам с последующим инвестированием привлеченных денежных средств в финансовые активы с более высокой доходностью. Используется участниками валютного и фондового рынков с целью получения дохода от положительной разницы процентных ставок привлечения и размещения в разных валютах или на разные сроки.

Cross-currency Basis Swap

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

FRA (Forward Rate Agreement)

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

Macro Risk Index

Рассчитываемый Ситибанком индекс, отражающий восприятие инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках. Индекс нормируется таким образом, что его значения составляют от 0 (низкий уровень риска) до 1 (высокий уровень риска). Индекс рассчитывается на основе исторической динамики спредов доходностей государственных еврооблигаций развивающихся стран к доходностям государственных облигаций США, кредитных спредов по корпоративным облигациям в США, ставок по свопам на денежном рынке США, вмененных волатильностей обменных курсов, фондовых индексов и процентных ставок.

OIS (Overnight Index Swap)

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

Risk Reversal

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

VIX

Рассчитываемый Чикагской биржей опционов (Chicago Board Options Exchange) индекс ожидаемой 30 дневной волатильности фондового индекса S&P 500. VIX рассчитывается как взвешенная средняя премий по опционам Call и Put на индекс S&P 500 с большим диапазоном цен исполнения.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

б. п. – базисный пункт (0,01 процентного пункта)

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВПК – военно-промышленный комплекс

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

инФОМ – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

КОД – коэффициент обслуживания долга (отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов)

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

НДС – налог на добавленную стоимость

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОНБП – основные направления бюджетной политики

ОПЕК – Организация стран – экспортеров нефти (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

ОФЗ – облигации федеральных займов

- ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию
- ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом
- ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом
- ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития
- ПАО – публичное акционерное общество
- п.п. – процентный пункт
- РПБ6 – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом
- РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»
- СНС – система национальных счетов
- СФР – страны с формирующимися рынками
- УБК – условия банковского кредитования
- УК – управляющая компания
- ФАО (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations) – Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций
- ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ
- ФГУП – Федеральное государственное унитарное предприятие
- ФРС – Федеральная резервная система США
- ФТС – Федеральная таможенная служба
- Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds
- IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций
- MIACR – Moscow Interbank Actual Credit Rate (фактическая ставка по предоставленным межбанковским кредитам)
- MIACR-B – Moscow Interbank Actual Credit Rate-B-Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам со спекулятивным кредитным рейтингом)
- MIACR-IG – Moscow Interbank Actual Credit Rate-Investment Grade (фактическая ставка по межбанковским кредитам, предоставленным банкам с инвестиционным кредитным рейтингом)
- MTVECM, TVECM – Momentum Threshold Vector Error Correction Model, Threshold Vector Error Correction Model (пороговая векторная модель коррекции ошибками)
- PMI – Purchasing Managers' Index (индекс менеджеров по закупкам)
- RGBEY – Russian Government Bonds Effective Yield until Redemption (эффективная доходность к погашению государственных облигаций России, рассчитывается Московской Биржей)
- RUONIA – Ruble OverNight Index Average (индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка овернайт российского межбанковского рынка облигаций, рассчитываемая Cbonds)

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

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

