



Банк России

Центральный банк Российской Федерации

ПРОЕКТ
от 11.09.2015



ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ

единой государственной
денежно-кредитной
политики на 2016 год
и период 2017 и 2018 годов

Москва

Одобрено Советом директоров Банка России 11.09.2015

© ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ, 2015

107016 Москва, ул. Неглинная, 12

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ.....	6
1.1. Основные принципы денежно-кредитной политики.....	6
1.2. Операционная процедура денежно-кредитной политики.....	9
1.3. Денежно-кредитная политика во взаимодействии с другими функциями Банка России и другими направлениями социально-экономической политики государства	10
2. РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ РОССИИ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2015 ГОДУ	13
2.1. Условия реализации и основные меры денежно–кредитной политики	13
2.2. Применение инструментов денежно-кредитной политики.....	22
2.3. Денежно-кредитная политика во взаимодействии с другими функциями Банка России.....	27
3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2016–2018 ГОДАХ.....	34
3.1. Сценарии макроэкономического развития на 2016–2018 годы	34
3.2. Развитие системы инструментов денежно-кредитной политики.....	41
3.3. Денежно-кредитная политика во взаимодействии с другими функциями Банка России: перспективы развития	42
ПРИЛОЖЕНИЕ.....	46
ГЛОССАРИЙ.....	51
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	61

ВВЕДЕНИЕ

Защита и обеспечение устойчивости рубля является основной функцией Банка России в соответствии с Конституцией Российской Федерации. Устойчивость рубля обеспечивается посредством поддержания ценовой стабильности, что является основной целью денежно-кредитной политики, закрепленной в Федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Ценовая стабильность означает устойчиво низкую инфляцию, которая является важнейшим условием формирования долгосрочных сбережений в национальной валюте и роста инвестиций в основной капитал. Банк России намерен снизить инфляцию до 4% в 2017 году и в дальнейшем поддерживать ее вблизи этого уровня. Сокращение темпа прироста потребительских цен будет происходить постепенно, с учетом состояния российской экономики и природы факторов инфляции. Решения по денежно-кредитной политике будут приниматься на основе оценки баланса инфляционных рисков и рисков для экономического роста. При этом обеспечение финансовой стабильности останется одним из приоритетов деятельности Банка России.

Именно такого подхода придерживался Банк России после принятия «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов». Это был сложный период, который во многом оказался переломным и для российской, и для мировой экономики. Уже в декабре 2014 года события стали развиваться в еще более негативном ключе, чем предполагал стрессовый сценарий, рассмотренный Банком России в предыдущих Основных направлениях. Резкое, почти двукратное падение цен на нефть ниже 50 долларов США за баррель, необходимость погашения значительных объемов внешнего долга в условиях действия финансовых санкций привели к ослаблению рубля, повышению его волатильности и росту инфляционных и девальвационных ожиданий. В этих условиях важно было предотвратить неконтролируемый скачок инфляции, которая вышла на двузначные уровни. Повышение Банком России ключевой ставки до 17% годовых в декабре 2014 года наряду с комплексом мер по поддержанию финансовой стабильности позволило стабилизировать ожидания, ограничить инфляционные риски и нормализовать ситуацию в банковском секторе и на финансовом рынке.

В 2015 году баланс рисков сместился в сторону более значительного охлаждения экономики. Негативная динамика и высокая волатильность внешнеэкономической конъюнктуры, повышение неопределенности, ухудшение настроений населения и бизнеса наряду с ужесточением денежно-кредитных условий привели к существенному падению как потребления, так и инвестиций. В то же время в условиях ослабления внутреннего спроса

уже весной началось прогнозируемое снижение инфляции по мере завершения подстройки цен к произошедшему ослаблению рубля и продуктовому эмбарго. С учетом этого с января 2015 года Банк России на каждом из пяти заседаний Совета директоров принимал решение о снижении ключевой ставки. В период до сентября 2015 года ставка была снижена до 11,0% годовых.

В целях поддержания финансовой стабильности Банк России в течение 2015 года продолжал активно применять инструменты рефинансирования в иностранной валюте на возвратной основе, гибко корректируя их параметры в ответ на изменение ситуации на валютном рынке. Через этот канал в конце 2014 – первой половине 2015 года банковскому сектору, а через него и реальному сектору было предоставлено 36 млрд долларов США.

В мае 2015 года на фоне стабилизации валютного рынка было принято решение о начале проведения операций по покупке иностранной валюты для пополнения международных резервов. Наличие значительного объема международных резервов в среднесрочной перспективе необходимо для того, чтобы обеспечить финансовую стабильность в случае возникновения продолжительных негативных внешних шоков. Банк России планирует постепенно увеличить международные резервы до 500 млрд долларов США при условии формирования благоприятной конъюнктуры валютного рынка.

В настоящий момент сохраняется высокая неопределенность относительно того, как будет развиваться ситуация в российской экономике и на финансовых рынках в последующие три года. Она связана с внешними факторами, прежде всего с произошедшим изменением структуры нефтяного рынка, а также с неопределенностью перспектив экономического роста в Китае и денежно-кредитной политики стран – эмитентов резервных валют. Динамика российской экономики будет также зависеть от ее способности адаптироваться к возможным внешним шокам. Банк России разработал три сценария макроэкономического развития на 2016–2018 годы в зависимости от цены на нефть. Базовый сценарий предполагает сохранение среднегодовой цены на нефть на уровне 50 долларов США за баррель в последующие три года. Более оптимистичный сценарий предусматривает постепенное восстановление нефтяных цен до 70–80 долларов США за баррель в 2018 году. Рассматривается также стрессовый сценарий, в котором цены на нефть на протяжении трех лет остаются ниже 40 долларов США за баррель.

Указанные сценарии существенно различаются по динамике ВВП, инфляции и других экономических показателей. В базовом сценарии в условиях заметного снижения экспортных доходов по сравнению с предыдущими годами восстановление выпуска начнется лишь в 2017 году. Годовая инфляция заметно снизится в 2016 году и в 2017–2018 годах будет находиться вблизи среднесрочной цели 4%. По мере снижения инфляции в соответствии с прогнозом Банк России будет постепенно снижать ключевую ставку.

В оптимистичном сценарии при более благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре выход темпов роста ВВП в положительную область произойдет уже в 2016 году. Инфляция снизится к целевому уровню быстрее, чем в базовом сценарии, что создаст предпосылки для более заметного смягчения денежно-кредитной политики.

Наконец, в стрессовом сценарии существенное снижение цен на нефть будет новым шоком для российской экономики и приведет к более глубокому и продолжительному падению выпуска. Инфляция будет снижаться медленнее, что обусловит необходимость проведения более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с базовым сценарием.

При реализации любого из сценариев Банк России продолжит проводить операции по предоставлению кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе в необходимых объемах для обеспечения бесперебойного обслуживания внешних обязательств. В зависимости от того, по какому сценарию будут развиваться события, возможно как наращивание объемов предоставления валютной ликвидности, так и их сокращение. При появлении угроз для финансовой стабильности из-за возможных внешних шоков Банк России будет совершать валютные интервенции.

В условиях высокой неопределенности Банк России готов к любому возможному варианту развития событий. Регулятор обеспечит гибкость и оперативность принятия решений, имея в своем распоряжении весь необходимый набор инструментов. Решения по денежно-кредитной политике Банк России будет принимать с учетом конкретных обстоятельств исходя из задачи снижения инфляции, не допуская при этом чрезмерного охлаждения экономики и сохраняя финансовую стабильность. В то же время для ускорения адаптации российской экономики к новым внешним условиям одних только усилий Банка России недостаточно. Необходим высокий уровень координации действий Банка России и Правительства России в части реализации мер экономической политики, в том числе в сфере индексации тарифов, заработных плат и пенсий, а также в части согласования возможных антикризисных мер. Для более быстрого преодоления накопившихся структурных проблем необходимы активные меры, направленные на улучшение инвестиционного климата, повышение гибкости рынка труда и качества общественных институтов. Только таким образом можно будет добиться более высоких темпов экономического роста и в конечном счете более высокого уровня благосостояния российских граждан.

1. ЦЕЛИ И ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1.1. Основные принципы денежно-кредитной политики

Защита и обеспечение устойчивости рубля является основной функцией Банка России в соответствии со статьей 75 Конституции Российской Федерации и основной целью денежно-кредитной политики в соответствии со статьей 34.1 Федерального закона № 86-ФЗ от 10.07.2002 «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (далее – Закон о Банке России). При этом в Законе о Банке России данная цель конкретизирована, а именно указано, что защита и обеспечение устойчивости рубля достигается посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста. Таким образом, обеспечение устойчивости национальной валюты не означает фиксацию ее курса по отношению к другим валютам на определенном уровне, а достигается посредством сохранения покупательной способности рубля, то есть посредством обеспечения ценовой стабильности.

Обеспечение ценовой стабильности подразумевает достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции. Формируя более предсказуемую среду для долгосрочного планирования и принятия экономических решений, а также обеспечивая сохранение доходов населения, ценовая стабильность увеличивает доверие к национальной валюте, создает условия для роста инвестиций и структурных изменений в экономике. Таким образом, устойчиво низкая инфляция способствует повышению благосостояния российских граждан, то есть достижению конечной цели государственной экономической политики.

Цель по инфляции определена для индекса потребительских цен, измеренного за месяц по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года. Конкретный целевой уровень инфляции на среднесрочную перспективу устанавливается Банком России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации. С одной стороны, ценовая стабильность предполагает, что целевой уровень инфляции не должен быть высоким. С другой стороны, чтобы избежать дефляции, которая ведет к снижению экономического роста, побуждая население откладывать расходы на завтра, а предприятия сокращать производство, целевой уровень инфляции не должен быть слишком низким. В России в потребительской корзине значительную долю занимают продовольствие, цены на которое традиционно отличаются высокой волатильностью, а также товары и услуги, цены на которые в значительной степени зависят от административных решений и колебаний курса рубля. С учетом этого, а также принимая во внимание опыт других стран с формирующимися рынками, цель по инфляции определена на уровне 4%. Банк России планирует снизить темпы роста потребительских цен до 4% в 2017 году и в дальнейшем поддерживать их вблизи данного уровня.

Для достижения поставленной цели по инфляции Банк России воздействует прежде всего на цену денег в экономике – процентные ставки. Данное воздействие осуществляется через ключевую ставку, которая устанавливается Советом директоров Банка России на регулярной основе. Решения по денежно-кредитной политике принимаются Банком России независимо

от других органов государственной власти, что закреплено в Законе о Банке России.

Механизм влияния ключевой ставки на инфляцию, или трансмиссионный механизм, представляет собой процесс постепенного распространения соответствующего сигнала Банка России о сохранении или изменении ключевой ставки и будущей ее траектории от сегментов финансового рынка на реальный сектор экономики и в итоге на инфляцию. Изменение уровня ключевой ставки транслируется в экономику по различным каналам: процентному, кредитному, валютному, по каналу цен активов.

Сигнал от ключевой ставки на первом этапе работы трансмиссионного механизма передается ставке в сегменте «овер-найт» денежного рынка, в котором заключаются кредитно-депозитные сделки на срок 1 день. Сближение ставок в этом сегменте с ключевой ставкой является операционной целью денежно-кредитной политики, для достижения которой Банк России использует операционную процедуру (см. подраздел 1.2).

За изменением ставок в краткосрочном сегменте денежного рынка следует изменение ставок на долгом рынке: достаточно быстро в среднесрочном сегменте, медленнее – в долгосрочном сегменте. С некоторым лагом (в зависимости от ситуации в финансовом секторе и интенсивности изменения ставок денежного рынка) импульс передается и ставкам по операциям банков со своими клиентами. При этом, как правило, в периоды снижения ставок денежного рынка банки начинают снижать депозитные ставки быстрее, чем кредитные, а в периоды повышения, напротив, прежде всего повышают кредитные ставки. Для экономических агентов это означает изменение условий принятия решений о потреблении, сбережении, инвестировании, производстве, что в свою очередь оказывает влияние на динамику цен. При прочих равных условиях снижение процентных ставок спо-

собствует увеличению потребления, стимулирует кредитование, ведет к росту инвестиций, но инфляционное давление при этом может увеличиваться. Высокие процентные ставки, напротив, способствуют росту сбережений и сдерживают кредитование и инвестиционную активность, однако ослабляют инфляционное давление.

Изменение уровня ключевой ставки также влияет на другие финансовые показатели: валютный курс, цены финансовых активов (цены акций), цены на недвижимость. Так, повышение ключевой ставки способствует росту привлекательности вложений в национальную валюту и ее укреплению, однако оно же ведет к увеличению стоимости заемных ресурсов и снижает потенциал вложений в финансовые активы.

В процентных ставках по долгосрочным договорам всегда заложены инфляционные ожидания. Банк России ориентируется на то, что со временем по мере снижения инфляции и инфляционных ожиданий долгосрочные ставки по кредитам будут снижаться, обеспечивая поддержку экономическому росту. В условиях низких инфляционных ожиданий долгосрочные ставки будут стабильно формироваться также на низком уровне, что является одним из важных преимуществ режима таргетирования инфляции.

Изменение ключевой ставки оказывает влияние на экономику не сразу, а с учетом описанной выше длинной цепочки взаимосвязей с течением времени (на горизонте до двух лет). Однако в наибольшей степени эффект мер денежно-кредитной политики проявляется через год-полтора. Поэтому решения по ключевой ставке основываются на среднесрочном прогнозе макроэкономического развития (см. подраздел 3.1), который включает динамику таких показателей, как потребление, инвестиции, экспорт, импорт, выпуск, инфляция и другие. При формировании прогноза используются модельные расчеты и экспертные суждения.

Кроме того, Банк России широко обсуждает экономическую ситуацию и прогнозы с органами государственной власти, также проводящими экономическую политику, обеспечивая согласованность прогнозов макроэкономического развития.

При принятии решения об уровне ключевой ставки Банк России рассматривает возможные сценарии развития ситуации в экономике и выбирает оптимальную траекторию снижения инфляции до целевого уровня в среднесрочной перспективе, которая сложится при определенной траектории изменения ключевой ставки. При этом Банк России учитывает возможности российской экономики, а также влияние принимаемого решения на финансовую стабильность. Банк России не реагирует на текущее ускорение или замедление инфляции, если влияние вызвавших его факторов будет исчерпано в среднесрочной перспективе и инфляция достигнет целевого уровня без принятия дополнительных мер. Основанием для изменения ключевой ставки является прогнозируемое устойчивое и продолжительное отклонение темпов роста потребительских цен от цели в среднесрочной перспективе. Такой подход при принятии решения позволяет избежать нежелательной волатильности экономических показателей.

Банк России улучшает качество экономического анализа и прогнозирования, в том числе продолжает совершенствовать модельный инструментарий и внутренние процедуры принятия решений, учитывает последние разработки, использует передовой опыт других центральных банков и международных организаций. Банк России обсуждает с экспертным сообществом используемые подходы и методы прогнозирования, а также регулярно публикует свои прогнозы и оценки, повышая таким образом прозрачность и улучшая понимание принимаемых решений.

Банк России рассматривает информационный канал как еще один важный канал трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. При принятии решений экономические агенты во многом полагаются на свои ожидания относительно дальнейшего изменения цен, а также относительно динамики краткосрочных процентных ставок и других экономических индикаторов. Таким образом, ожидания экономических агентов оказывают существенное влияние на экономику в целом и инфляцию в частности. Поэтому при реализации денежно-кредитной политики Банк России стремится формировать предсказуемую экономическую среду не только посредством создания четких ориентиров и поддержания ценовой стабильности, но также следуя принципу информационной открытости. Регулярное раскрытие информации о целях, содержании и результатах принимаемых мер, разъяснение широкой общественности характера инфляционных процессов в России и возможностей влияния на них повышают прозрачность проводимой политики, способствуют увеличению эффективности реализации денежно-кредитной политики.

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

1.2. Операционная процедура денежно-кредитной политики

Операционной целью денежно-кредитной политики является сближение ставок в сегменте «овернайт» денежного рынка с ключевой ставкой. Для передачи сигнала через ключевую ставку в экономику Банку России недостаточно только лишь объявить ее – необходимо обеспечить формирование фактических ставок по кредитам с невысокими рисками на уровне, близком к ключевой ставке. В значительном объеме такие практически безрисковые кредиты банки ежедневно предоставляют друг другу в сегменте «овернайт» межбанковского денежного рынка. Банк России, в свою очередь, совершая операции с кредитными организациями, имеет возможность оказать влияние на ставку этого рыночного сегмента.

Вместе с тем Банк России старается минимизировать свое вмешательство в работу рынка и не пытается оказывать прямое влияние с помощью своих операций на ставки в сегментах межбанковского денежного рынка на другие сроки. Банк России сосредоточен только на управлении ставкой в сегменте «овернайт», тогда как кривая доходности, представляющая собой ставки по операциям на различные сроки, в том числе длительные, формируется кредитными организациями и другими участниками финансового рынка, исходя из их собственных оценок рисков премий, соответствующих текущим условиям ведения бизнеса, в том числе связанных с инфляционными ожиданиями и изменением конъюнктуры.

Операционная цель денежно-кредитной политики достигается с помощью системы инструментов. Банк России использует такие инструменты, как обязательные резервные требования, операции на открытом рынке и операции постоянного действия. Каждый инструмент используется

для решения своей конкретной задачи, но все они связаны в систему и объединены общей направленностью к единой цели.

Потребность кредитных организаций в ликвидности, то есть в остатках денежных средств на корреспондентских счетах, открытых ими в Банке России, определяется собственными и клиентскими платежами и расчетами, а также необходимостью выполнения обязательных резервных требований. Банк России устанавливает нормативы обязательных резервов исходя из целей управления ликвидностью банковского сектора. Банк России полностью удовлетворяет потребность кредитных организаций в ликвидности, принимая во внимание прогнозируемое изменение остатков денежных средств на корреспондентских счетах под влиянием факторов, не являющихся результатом операций регулятора по управлению ликвидностью, в частности связанных с обращением наличных денег или движением бюджетных средств. При этом механизм усреднения обязательных резервов, в соответствии с которым от кредитной организации требуется поддерживать определенный остаток средств на счетах не каждый день, а только в среднем за период, придает процессу управления ликвидностью большую гибкость. Банку России не нужно проводить аукционы ежедневно, а кредитные организации не обязаны каждый раз при фактическом остатке средств на корреспондентском счете ниже нормативного занимать на рынке.

Для управления ликвидностью банковского сектора применяются операции на открытом рынке с заранее объявленным объемом предложения средств, которое определяется на основе прогноза ликвидности. Предоставление ликвидности путем проведения операций на возвратной основе: аукционов репо и кредитных аукционов – в сравнении с операциями окончательной покупки ценных бумаг обеспечивает периодическое обращение кре-

дитных организаций к центральному банку за денежными средствами и возможность трансляции в экономику сигнала по ставке, соответствующего текущим условиям. В качестве основных операций Банк России использует регулярные аукционы по предоставлению ликвидности на срок 1 неделя. Такой срок рассматривается как оптимальный, поскольку Банк России имеет возможность влиять на ставку в сегменте «овернайт» денежного рынка и своевременно реагировать на изменение уровня ликвидности в результате действия факторов ее формирования. При этом у кредитных организаций появляются стимулы по управлению собственной ликвидностью и перераспределению средств на межбанковском рынке. Банк России может также использовать аукционы «тонкой настройки» на сроки от 1 до 6 дней в случае значительного изменения уровня ликвидности банковского сектора. При существенном структурном дефиците Банк России уменьшает нагрузку на основные операции рефинансирования за счет аукционов по предоставлению ликвидности на более длительные сроки.

Минимальные ставки на аукционах по предоставлению ликвидности и максимальные ставки на аукционах по ее поглощению на основной срок и на короткие сроки установлены на уровне ключевой ставки. Если средства привлекаются на аукционах на более длительные сроки, то используется плавающая процентная ставка, привязанная к ключевой ставке Банка России, то есть проценты по кредиту Банка России начисляются в зависимости от действующих уровней ключевой ставки в течение того периода, когда кредитная организация пользовалась привлеченными средствами. Таким образом, для кредитных организаций стоимость заимствования в Банке России оказывается близкой к уровню ключевой ставки, что должно способствовать формированию рыночных ставок на этом уровне, то есть достижению

операционной цели денежно-кредитной политики.

Наконец, еще одна важная роль в системе инструментов денежно-кредитной политики Банка России принадлежит операциям постоянного действия. Ставка по операциям постоянного действия по предоставлению ликвидности на 1 день формирует верхнюю границу, а ставка депозитных операций на 1 день – нижнюю границу коридора колебания рыночных процентных ставок. Коридор процентных ставок симметричен относительно ключевой ставки Банка России, а его ширина составляет 2 п.п. и представляется оптимальной для сохранения активности участников в сегменте «овернайт» межбанковского денежного рынка и возможности достижения операционной цели. В условиях равновесия границы процентного коридора, с одной стороны, ограничивают волатильность рыночных ставок, с другой – способствуют их сближению с ключевой ставкой.

1.3. Денежно-кредитная политика во взаимодействии с другими функциями Банка России и другими направлениями социально-экономической политики государства

Для успешной реализации денежно-кредитной политики важно эффективное выполнение Банком России и других функций. Наряду с поддержанием ценовой стабильности Банк России отвечает за развитие платежной системы, за развитие и укрепление банковской системы и финансового рынка, а также за обеспечение их стабильности и финансовой стабильности в целом. Для Банка России эти цели являются равнозначными, как формирующие благоприятные условия для достижения других социально-экономических целей государства,

при этом все они тесно связаны между собой. В частности, для эффективной работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и в итоге для ценовой стабильности важна бесперебойная работа платежной системы, требуется доверие населения к банкам, а банков и участников финансового рынка – друг к другу, необходима возможность осуществлять операции на финансовом рынке с низкими транзакционными издержками, нужен глубокий и ликвидный финансовый рынок. Проблемы в финансовой системе ведут к потере доверия между участниками и сужению денежного рынка, а также влекут не только схлопывание финансовых пузырей, но и ухудшение качества реальных активов, поэтому достижение целей денежно-кредитной политики в принципе возможно только в условиях финансовой стабильности.

При принятии решений по каждому из направлений деятельности Банк России уделяет внимание не просто пересечению с другими зонами ответственности, но также необходимости содействовать выполнению всех функций и достижению поставленных в их рамках целей. Например, при принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России, с одной стороны, учитывает возможное влияние мер в области банковского регулирования или в области развития финансового рынка на поведение экономических агентов и трансмиссионный механизм. С другой стороны, Банк России оценивает последствия мер денежно-кредитной политики для банков и других финансовых институтов, помня о необходимости содействовать укреплению банковской системы и обеспечению финансовой стабильности. Такой взаимный учет целей и мер достигается благодаря взаимодействию структурных подразделений, работе совместных комитетов и рабочих групп, принятию основных решений в рамках всех названных функций единым органом – Советом директоров Банка России, – объеди-

няющим руководителей соответствующих направлений.

Инструменты, используемые при выполнении указанных равнозначных функций, в большинстве случаев четко разграничены. Однако в некоторых ситуациях Банк России может использовать те инструменты, которые изначально находятся в рамках одной определенной функции, но для достижения задач и целей других функций. Например, решения по ключевой ставке принимаются Банком России в целях обеспечения ценовой стабильности. Вместе с тем при возникновении шокового события, несущего значительную системную угрозу для финансовой стабильности, и необходимости экстренного воздействия на экономику с целью нейтрализации такой угрозы Банк России может принять решение об изменении ключевой ставки, если посчитает, что макропруденциальные меры не смогут в достаточной мере и достаточно быстро повлиять на ситуацию. Для предотвращения финансовой дестабилизации Банк России может также проводить операции на валютном рынке, в том числе на возвратной основе.

Устойчиво невысокая инфляция, бесспорно, формирует благоприятные условия для достижения социально-экономических целей государства, в то же время успешность реализации денежно-кредитной политики требует координации с Правительством Российской Федерации.

Эффективное взаимодействие Банка России и федеральных министерств достигается путем открытого обмена информацией, обсуждения целей и мер проводимой политики, выработки предпосылок и формирования макроэкономических прогнозов. При принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России учитывает реализуемые или планируемые Правительством Российской Федерации или федеральными министерствами меры.

Наиболее заметное влияние на экономические явления и процессы, которые связаны с трансмиссионным механизмом денежно-кредитной политики, оказывают бюджетная, тарифная, структурная, отраслевая, антимонопольная, внешнеэкономическая политика. Банк России придает большое значение консультациям по вопросам повышения отдельных налогов и регулируемых тарифов, поскольку они напрямую вносят вклад в рост цен на потребительские товары и услуги. Такие меры экономической политики, направленные на общее сокращение издержек и повышение эффективности инвестиций (в том числе в государственном секторе), напротив, в наибольшей степени способствуют снижению инфляции.

Консультации и координация действий Банка России и Правительства Российской Федерации особенно важны в условиях экзогенных шоков, ведущих одновременно к снижению темпов роста ВВП и ускорению инфляции, поскольку в этом случае необходимо обеспечить оптимальный баланс между целью по поддержке совокупного выпуска и целью по обеспечению ценовой стабильности.

Необходимость координации действий возникает и на операционном уровне с учетом того влияния, которое бюджетные потоки, операции Федерального казначейства по размещению бюджетных средств на депозиты кредитных организаций, по заключению сделок репо и по размещению ОФЗ оказывают на совокупную банковскую ликвидность.

Вклад денежно-кредитной политики в повышение благосостояния российских граждан прежде всего состоит в обеспечении ценовой стабильности. Однако в сложных экстраординарных условиях Банк России оказывает содействие и в реализации других направлений социально-экономической политики не только через обеспечение ценовой стабильности, но и другими методами. Во-первых, Банк России может смягчить условия допуска в качестве обеспечения к операциям рефинансирования для отдельных финансовых активов, которые одновременно представляют собой требования к каким-либо организациям приоритетных отраслей экономики. Во-вторых, как временную меру Банк России использует так называемые специализированные механизмы рефинансирования, предоставляя ликвидность кредитным организациям на более длительные сроки по более низким ставкам. При этом кредитные организации могут принести в качестве обеспечения определенные облигации или права требования по кредитам крупным компаниям или отраслям, нуждающимся в дополнительной поддержке. Тем самым Банк России стимулирует отдельные сегменты кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами. В то же время объем предоставления средств в рамках специализированных инструментов ограничен, поскольку их применение не должно искажать направленность денежно-кредитной политики и препятствовать достижению ее основной цели – обеспечению ценовой стабильности.

2. РАЗВИТИЕ ЭКОНОМИКИ РОССИИ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2015 ГОДУ

2.1. Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики

Годом ранее в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» Банк России рассмотрел пять сценариев экономического развития, различающихся предположениями о динамике цен на нефть, а также о продолжительности действия финансовых и экономических санкций, введенных против России. В сценариях экономического развития цена на нефть марки «Юралс» варьировалась от 84 до 105 долларов США за баррель в среднем за 2015 год (в рамках базового сценария предполагалось, что цена на нефть составит 95 долларов США за баррель). Сценарий, в который закладывалось снижение цены на нефть до 60 долларов США за баррель в 2015 году, рассматривался Банком России в качестве стрессового.

Резкое ускорение в ноябре–декабре 2014 года снижения цены на нефть до уровня, близкого к заложенному в стрессовый сценарий, привело к заметному отклонению развития ситуации от базового прогноза. Внешние факторы влияли на экономику России, как и предполагалось, через несколько каналов. Существенное ухудшение условий торговли определило резкое ослабление рубля. При этом скорость и масштаб изменений внешних условий оказывали негативное влияние на настроения и ожидания субъектов экономики, вели к росту неопределенности и повышению волатильности на финансовых рынках. В результате происходило снижение при-

влекательности вложений в российские активы, усиление оттока капитала, падение инвестиционной активности. Существенное ослабление рубля, дополненное усилением девальвационных ожиданий, определило резкое ускорение инфляции, которая превысила значения стрессового сценария Банка России.

В результате российская экономика столкнулась с ускорением инфляции, с одной стороны, и падением выпуска – с другой. В этих условиях Банк России проводил денежно-кредитную политику, соблюдая баланс между необходимостью снижения инфляции и недопущения чрезмерного охлаждения экономической активности при сохранении финансовой стабильности. Меры, направленные на ограничение роста инфляционных и девальвационных ожиданий и нормализацию ситуации на финансовом рынке, включали принятое 16 декабря 2014 года решение повысить ключевую ставку до 17% годовых, наращивание объема предоставления Банком России иностранной валюты на возвратной основе российским кредитным организациям, а также меры по поддержанию устойчивости финансового сектора.

Реализация данных мер способствовала стабилизации ситуации на финансовом рынке, поддержала доверие субъектов экономики к российской финансовой системе в целом и оказала сдерживающее воздействие на девальвационные и инфляционные ожидания в той мере, в которой рассчитывал Банк России. Это создало возможность для начала снижения ключевой ставки уже с января 2015 года. Траектория изменения ключевой ставки в 2015 году определялась с учетом оценки балан-

са инфляционных рисков и рисков устойчивости экономического роста. При принятии решений по денежно-кредитной политике Банк России опирался на среднесрочный макроэкономический прогноз, уточняемый на регулярной основе, в том числе с учетом изменения внешних условий, и публикуемый в ежеквартальном докладе о денежно-кредитной политике Банка России.

Внешнеэкономические условия в 2015 году оставались неблагоприятными. Средняя цена на нефть марки «Юралс» в январе–июле 2015 года составляла 56,8 долларов США за баррель и, по оценкам, будет находиться в диапазоне 45–55 долларов США за баррель до конца 2015 года, а в среднем за год составит около 50 долларов США за баррель. Кроме того, на протяжении всего 2015 года динамика цен на нефть характеризовалась повышенной волатильностью по сравнению с предыдущими годами, что оказывало дополнительное негативное влияние на настроения экономических агентов и уровень экономической активности в России.

Низкий уровень цен на нефть в 2015 году сложился в условиях сохранения сформировавшегося еще в 2014 году значительного избытка предложения на мировом рынке нефти, а также в результате укрепления доллара США на фоне сравнительно быстрого восстановления американской экономики и ожиданий начала нормализации денежно-кредитной политики ФРС США.

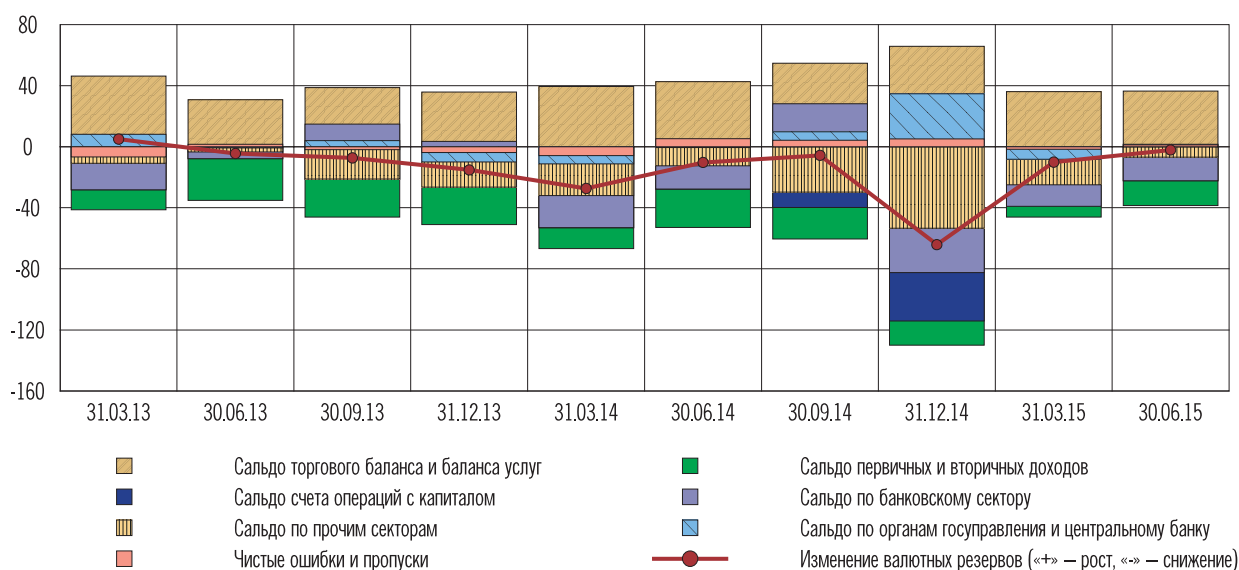
Рост спроса на энергоресурсы замедлился в связи с тем, что темп роста мировой экономики оказался ниже прогнозируемого (прежде всего из-за замедления экономического роста в странах с формирующимися рынками, на которые в последние годы приходилась основная часть прироста мирового спроса на нефть). По оценкам МВФ, темп роста мировой экономики замедлится в 2015 году до 3,3% по сравнению с 3,4% годом ранее, стран с формирующимися рынками – с 4,6 до 4,2%. Снижение темпов ро-

ста экономики Китая на фоне исчерпания экстенсивной модели роста и схлопывания пузырей на рынке недвижимости и фондовом рынке повлияло на состояние экономик других стран с формирующимися рынками, имеющих с Китаем тесные внешнеторговые и финансовые связи. С другой стороны, сохранению высокого объема предложения на рынке нефти способствовало решение ОПЕК не снижать уровень добычи в ответ на уже произошедшее в 2014 году падение цен. При этом объемы добычи сланцевой нефти в США сократились незначительно (что стало неожиданностью для многих участников рынка): благодаря прогрессу в технологиях нефтедобычи из нетрадиционных источников себестоимость добычи на действующих месторождениях сланцевой нефти в США значительно снизилась.

Наконец, дополнительное понижающее давление на цены на нефть оказывали ожидания дальнейшего увеличения предложения нефти со стороны Ирана в связи со снятием санкций, а также со стороны других стран – членов ОПЕК (таких как Ливия, Ирак). Несмотря на то, что каждый из указанных факторов роста предложения был частично заложен в настроениях участников мировых товарных рынков, к заметному снижению цен на нефть привела именно их одновременная реализация. В результате ситуация на мировом рынке энергоносителей оказалась более благоприятной, чем в стрессовом сценарии Банка России.

С учетом обозначенных выше тенденций развития мировой экономики в 2015 году темпы экономического роста в странах – торговых партнерах России, по оценкам, в целом будут ниже, чем прогнозировалось годом ранее. В первую очередь это связано со снижением темпов роста экономики Китая и с сокращением выпуска товаров и услуг в странах СНГ. В то же время, как и ожидалось, темпы экономического роста

Динамика основных компонентов платежного баланса (млрд долларов США)



Источник: Банк России.

в развитых странах в 2015 году постепенно повышаются: ускорение роста наблюдается в США, странах еврозоны, Японии, экономика Великобритании также продолжает расти уверенными темпами. Ключевыми факторами постепенного ускорения экономического роста в развитых странах являются мягкие финансовые условия и программы покупки активов, проводимые центральными банками отдельных стран (ЕЦБ и Банком Японии), низкие мировые цены на нефть, а также нейтральная бюджетно-налоговая политика.

В условиях снижения цен на большинство сырьевых товаров (помимо цены на нефть в январе–июле 2015 года также снижались цены на газ, уголь, цветные и черные металлы) и снижения цен на мировых рынках продовольствия инфляция в большинстве крупнейших экономик оставалась низкой. Так, годовой темп прироста потребительских цен в США в июне 2015 года составил 0,1%, в еврозоне – 0,2%, в Китае – 1,4%. Вместе с тем, несмотря на сдержанный рост внешних цен, существенное повышательное давление на динамику внутренних цен импорта в российской экономике оказывали ослабление курса рубля

и действие ограничений на ввоз отдельных категорий продовольственных товаров.

В условиях относительно низкой инфляции и невысоких темпов экономического роста центральные банки развитых стран в январе–июле 2015 года продолжали проводить мягкую денежно-кредитную политику. При этом денежно-кредитные условия в развитых экономиках оставались мягкими дольше, чем ожидалось годом ранее. В частности, было отложено повышение ставок ФРС США, что удерживало процентные ставки на мировых финансовых рынках на низком уровне. Однако этот фактор не оказал определяющего влияния на формирование внешних кредитных условий для российских заемщиков, так как в силу сохранения введенных против России финансовых и экономических санкций привлечение средств на международных рынках капитала российскими компаниями и банками в конце 2014 – начале 2015 года было существенно затруднено.

Вынужденное погашение внешних обязательств российскими компаниями и банками обусловило существенный отток капитала. По оценкам, пиковые объемы выплат по внешнему долгу пришлось на IV квар-

тал 2014 – I квартал 2015 года (около 80 млрд долларов в указанный период). Несмотря на ограниченные возможности рефинансирования долга на внешних рынках капитала, выплаты осуществлялись в срок и в необходимых объемах, чему во многом способствовали операции рефинансирования в иностранной валюте Банка России. Объем платежей частного сектора по внешнему долгу за 2015 год с коррекцией на внутригрупповые кредиты и займы, а также на часть долга, которую можно рефинансировать на внешних рынках, оценивается на уровне около 70 млрд долларов США. Это составляет около 60% от суммы, соответствующей официальному графику погашения внешнего долга. Чистый отток частного капитала, в большой степени определяющийся погашением внешних обязательств, в 2015 году, по оценкам, составит около 85 млрд долларов США.

В феврале–мае 2015 года ситуация на валютном рынке характеризовалась постепенным снижением волатильности курса рубля и его возвращением к фундаментально обоснованным значениям. В этот период нормализация ситуации с валютной ликвидностью в условиях увеличения задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России в иностранной валюте, прохождение пика выплат российских организаций по внешнему долгу и некоторое повышение цен на нефть способствовали укреплению рубля и снижению его волатильности. Однако последующий понижающий тренд в динамике цен на нефть в совокупности с ожиданиями скорого ужесточения политики ФРС США обусловили ослабление рубля в июне–августе 2015 года.

Несмотря на произошедшее ослабление рубля, заметного роста напряженности (значительного увеличения волатильности курса и активизации спроса на иностранную валюту со стороны населения) на внутреннем валютном рынке в этот пери-

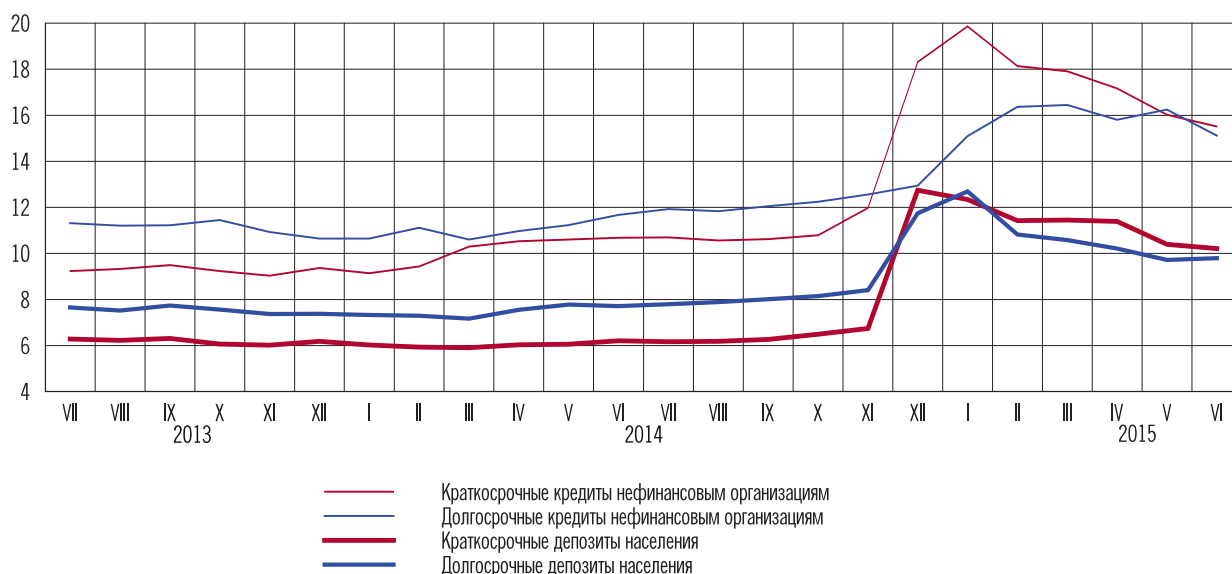
од не наблюдалось, что свидетельствует о постепенной адаптации участников рынка к неблагоприятным внешним условиям. По оценкам, чистые поступления по текущему счету платежного баланса в совокупности с накопленными валютными активами российских банков и компаний позволят им бесперебойно осуществлять платежи по внешнему долгу до конца 2015 года без создания дополнительного давления на обменный курс рубля. Сохранению стабильной ситуации на валютном рынке также будет способствовать возможность привлечения кредитными организациями валютной ликвидности на возвратной основе через действующие инструменты рефинансирования Банка России.

В целом в 2015 году внешние условия продолжали оказывать сдерживающее влияние на рост российской экономики. При этом их воздействие на инфляцию, в наибольшей степени реализовавшееся в конце 2014 – начале 2015 года, в течение года постепенно сокращалось, однако сохранение высокой внешней волатильности создавало дополнительную неопределенность и риски в ценовой динамике.

Фактором, частично сглаживающим негативное влияние на экономическую активность ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры, являлась реализация антикризисных мер государственной политики. Бюджетная политика, реализуемая в рамках бюджетных правил и подразумевающая использование накопленных средств суверенных фондов, в 2015 году вносила положительный вклад в темпы роста выпуска на фоне повышения расходов консолидированного бюджета по отношению к ВВП.

Внутренние финансовые условия развития экономики в 2015 году – с учетом реализованного в конце 2014 года повышения Банком России ключевой ставки до 17% годовых, оставались относительно жесткими, однако последовательно смягчались в те-

Динамика ставок по банковским операциям (% годовых)



Источник: Банк России.

чение года. В декабре 2014 – январе 2015 года вслед за повышением ключевой ставки Банком России происходил рост ставок по кредитным и депозитным операциям банков. При этом рост ставок по депозитным операциям был более значительным, что было связано с усиливающейся конкуренцией за вкладчиков между банками в условиях удорожания и снижения доступности других источников фондирования, в том числе внешних заимствований.

В дальнейшем, с учетом начала цикла снижения ключевой ставки с января 2015 года, на протяжении текущего года наблюдалась тенденция к последовательному снижению рыночных процентных ставок. Вместе с тем как ценовые, так и неценовые условия кредитования в экономике оставались более жесткими, чем в 2014 году.

Как и в предшествующие годы, изменение ставок в экономике было неоднородным. В сегменте краткосрочных кредитных и депозитных операций снижение ставок началось раньше и было более выраженным, нежели в сегменте аналогичных долгосрочных операций. Это было обусловлено в том числе восприятием повышения ставок Банка России в конце года как вре-

менной меры. Ожидания снижения ключевой ставки Банка России по мере замедления инфляции и охлаждения экономики, заложенные в ставки по долгосрочным операциям, привели к формированию инвертированной структуры ставок в начале года как на кредитном, так и на депозитном сегменте рынка. В этих условиях наблюдался рост доли краткосрочных депозитов и долгосрочных кредитов в общем объеме банковских операций.

Повышение кредитных рисков являлось одним из факторов, сдерживавших снижение кредитных ставок. В условиях сокращения реальных доходов и возросшей, в том числе с учетом увеличения стоимости заемных ресурсов и валютной переоценки, долговой нагрузки качество обслуживания обязательств российскими корпоративными и частными заемщиками несколько ухудшилось, что проявилось в росте просроченной задолженности по кредитам. Списание безнадежных кредитов и доначисление резервов на потери по ссудам, связанные с ухудшением качества кредитных портфелей банков, оказывали давление на капитал российских банков. Однако ряд мер государственной поддержки бан-

ковского сектора, предпринятых в 2015 года (см. раздел II.3), сдерживал это давление.

В таких условиях объемы банковского кредитования оставались умеренными. При этом банки существенно ужесточили требования к заемщикам относительно предыдущего года и отдавали предпочтение менее рискованным направлениям вложения средств, снижая в большей степени объемы необеспеченного потребительского кредитования и кредитования малого и среднего бизнеса.

Сокращение кредитной активности в 2015 году в определенной степени компенсировалось другим источником прироста денежной массы – резким ростом чистых требований банковской системы к органам государственного управления, связанным с финансированием дефицита бюджета за счет средств Резервного фонда и инвестированием средств Фонда национального благосостояния. Благодаря этому замедление темпов роста денежной массы, наблюдавшееся в 2014 году, сменилось стабилизацией на невысоком уровне в 2015 году.

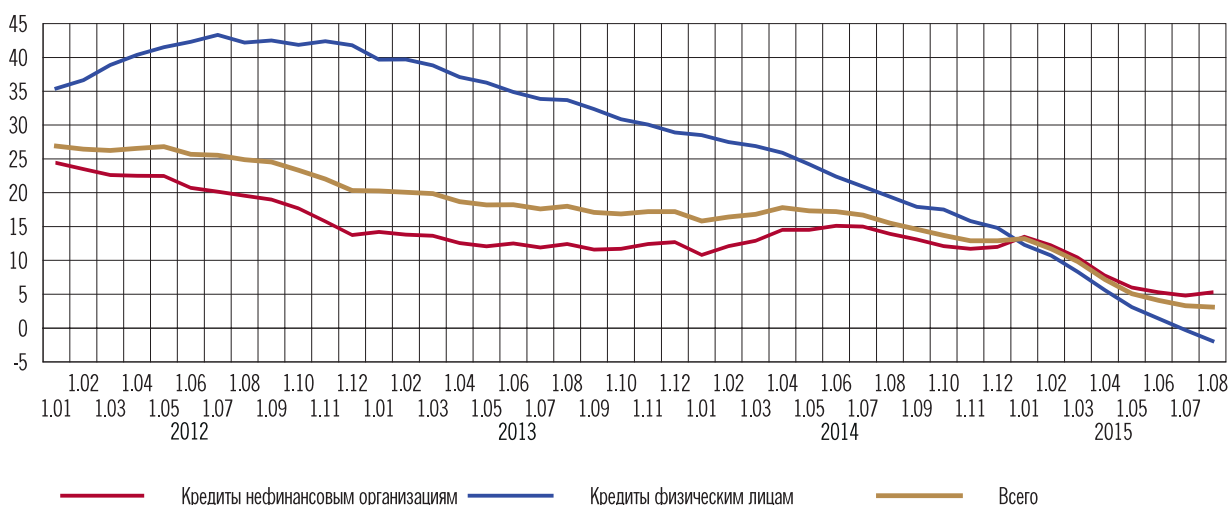
Структура денежной массы в 2015 году претерпела определенные изменения. Одним из источников восстановления притока средств населения на банковские депозиты, отмечавшегося в 2015 году, являлось сокращение объема наличных денег (как рублей, так и иностранной валюты) в обращении. Темпы притока средств населения и организаций на рублевые депозиты и на валютные депозиты (в долларовом эквиваленте) были близки, что отражало сохранение умеренной чувствительности субъектов экономики к изменениям валютного курса по мере адаптации к его возросшей волатильности.

Как ожидается, по итогам 2015 года темпы роста денежной массы в национальном выражении и широкой денежной массы с исключением валютной переоценки бу-

дут небольшими. Темп роста кредитов нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте по итогам года не превысит 7%. Более сдержанная динамика денежных и кредитных агрегатов в 2015 году по отношению к базовому прогнозу, представленному в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016–2017 годов», определялась более глубоким спадом экономической активности и сохранением более жестких денежно-кредитных условий, чем предполагалось в базовом сценарии.

Совокупное действие обозначенных внешних и внутренних факторов, оказывающих влияние на экономическую активность, по оценкам, приведет к снижению объема ВВП в 2015 году на 3,9–4,4%. Такой масштаб спада будет соответствовать нижней границе прогнозного интервала стрессового сценария, и окажется значительно масштабнее, чем прогнозировалось Банком России в базовом сценарии годом ранее (0,7%). Сдерживающее влияние на экономическое развитие в 2015 году продолжают оказывать факторы структурного характера, такие как неблагоприятная демографическая ситуация, высокий уровень износа основных фондов и низкий коэффициент их обновления, институциональные ограничения, снижающие в краткосрочном периоде потенциал роста производительности труда. В то же время спад экономической активности в 2015 году в большей степени был обусловлен сокращением доходов экономики, ужесточением внешних и внутренних финансовых условий, в том числе с учетом ужесточения денежно-кредитной политики, а также ухудшением настроений экономических агентов. Соответственно, существенно более слабым, чем ожидалось, сложится внутренний спрос, как потребительский, так и инвестиционный.

Динамика кредитов реальному сектору* (прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



* По данным отчетности по форме 0409101, с исключением валютной переоценки.
Источник: Банк России.

Подстройка рынка труда к охлаждению экономической активности в 2015 году происходила через снижение спроса на труд и увеличение уровня безработицы, а также через сокращение заработных плат в реальном выражении.

Уровень безработицы увеличился с 5,2% в январе до 5,5% в июле (с учетом коррекции на сезонность). Загрузка рабочей силы в промышленности опустилась ниже среднего уровня 2014 года. Отмечалось сокращение количества вакансий, заявленных работодателями в государственные учреждения службы занятости населения. При этом масштаб уменьшения количества открытых вакансий, наблюдаемый в настоящее время, сопоставим с периодом кризиса 2008–2009 годов. По итогам 2015 года прогнозируется повышение безработицы. В условиях значительного экономического спада рост безработицы сдерживается долгосрочной тенденцией к сокращению предложения трудовых ресурсов, обусловленной демографическими факторами.

Необходимость оптимизации расходов предприятий на оплату труда, принятое решение об отмене индексации заработной платы в секторах, финансируемых из фе-

дерального бюджета, на фоне высокой инфляции обусловили в 2015 году сокращение заработной платы в реальном выражении. В июле 2015 года реальная заработная плата была на 9,2% ниже, чем в июле 2014 года. В целом за 2015 год ожидается ее снижение на 7–7,5% по сравнению с предыдущим годом.

Сокращение доходов населения в реальном выражении и замедление темпов роста потребительского кредитования на фоне высокой накопленной долговой нагрузки населения обусловили сокращение потребительского спроса. В июле снижение оборота розничной торговли составило 9,2% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. При этом годовые темпы снижения продаж непродовольственных товаров опережали темпы сокращения продаж продуктов питания, что отражает процесс перераспределения предпочтений потребителей в сторону более необходимых товаров в условиях снижения уровня благосостояния. Под влиянием указанных выше факторов, по оценкам, в 2015 году расходы на конечное потребление могут сократиться на 6,1–6,9%.

Низкий уровень предпринимательской уверенности, сокращение доходов от экспортных операций, ограничение доступа российских компаний к международным финансовым рынкам, ужесточение внутренних условий заимствования обусловили дальнейшее снижение инвестиционной активности. Сокращение инвестиций в основной капитал в июле 2015 года составило 8,5% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. По оценкам, сокращение валового накопления основного капитала может составить 8,0–8,9% по итогам 2015 года. При этом, в отличие от кризиса 2008–2009 годов, в 2015 году ожидается существенно меньшее снижение запасов материальных оборотных средств. Это связано с тем, что оптимизация их уровня уже проводилась предприятиями в 2013–2014 годах.

Несмотря на более медленный рост внешнего спроса, чем ожидалось годом ранее, темпы роста физического объема экспорта по итогам года, вероятно, составят около 2% (в базовом годовом сценарии предполагался нулевой рост). Указанная тенденция в том числе обусловлена тем, что масштабное ослабление рубля в реальном выражении в конце 2014 – начале 2015 года оказало определенную поддержку экспортно ориентированным секторам российской экономики (прежде всего нефтегазовому сектору, а также металлургии), частично компенсировав предприятиям потери, связанные со снижением цен на мировых товарных рынках. Так, за январь-июнь физический объем экспорта нефти вырос на 9,8%, нефтепродуктов – на 16,5%, металлов – на 9,6% по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. В то же время в первой половине года наблюдалось сокращение экспорта природного газа (на 10,3%).

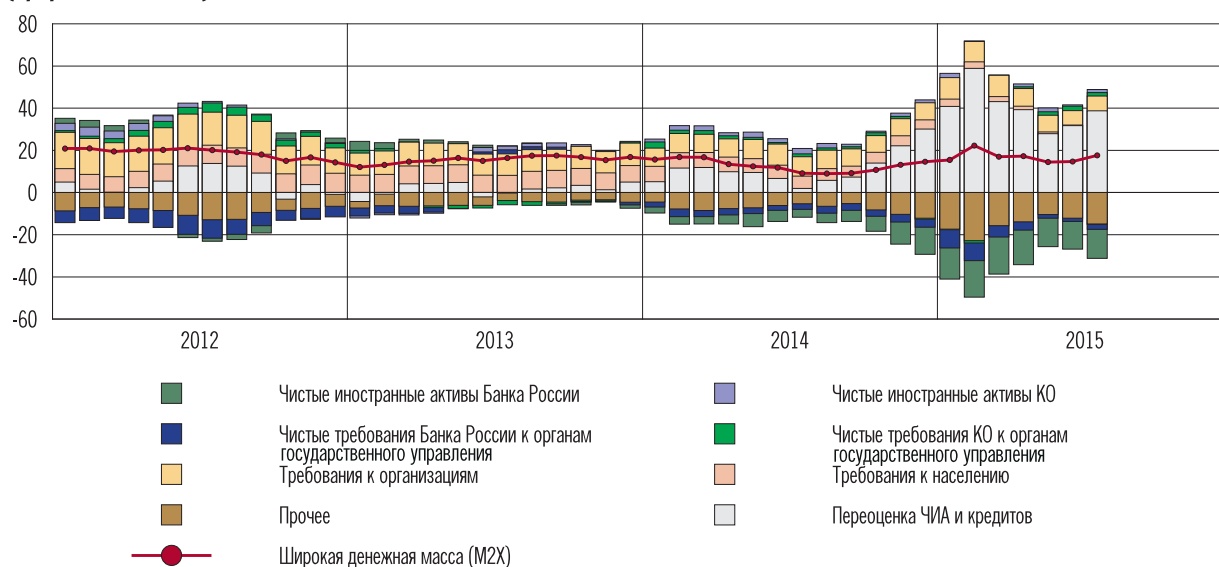
Сокращение физических объемов импорта в 2015 году, по оценкам, в условиях падения внутреннего спроса будет более

существенным, чем ожидалось годом ранее, и может составить более 20%. Ослабление рубля в конце 2014 – начале 2015 года также оказало понижающее давление на импорт и способствовало развитию импортозамещения в производстве отдельных товаров. В результате чистый экспорт в 2015 году внесет значимый положительный вклад в темп прироста ВВП.

Обозначенные тенденции в российской и мировой экономике нашли отражение в структуре статей текущего счета платежного баланса России. Значительное снижение цены на нефть в 2015 году по сравнению с 2014 годом оказало сильное понижающее давление на стоимостной объем экспорта. Несмотря на рост в реальном выражении, стоимостный объем экспорта товаров и услуг сократился за первое полугодие 2015 года на 27,8%. Снижение экспорта по итогам 2015 года, по оценкам, составит более 20%. В то же время стоимостный объем импорта сокращается более высокими по сравнению с объемами экспорта темпами под влиянием замедления экономического роста и произошедшего ослабления рубля в реальном выражении, а также в условиях действия международных торговых санкций.

В результате профицит торгового баланса в 2015 году останется примерно на уровне прошлого года, однако сальдо текущего счета, по оценкам, возрастет до 93 с 60 млрд долларов США годом ранее за счет улучшения баланса услуг и баланса неторговых компонентов, прежде всего сокращения инвестиционных доходов к выплате.

Формирование инфляционной динамики в 2015 году происходило под действием разнонаправленных факторов. В значительной степени оно определялось распределенным влиянием внешнего шока, реализовавшегося в конце 2014 года. Обусловленное им ослабление рубля привело к повышению цен на импортируемую промежуточную и конечную продукцию и, кро-

**Динамика источников формирования денежной массы
(прирост за год, %)**

Источник: Банк России.

ме того, имело ряд вторичных эффектов. Обесценение национальной валюты привело к существенному повышению инфляционных ожиданий в конце 2014 – начале 2015 года, что послужило одной из причин роста склонности экономических агентов к потреблению и повышению давления на цены со стороны спроса. Результатом стало существенное ускорение роста цен на непродовольственные товары длительного пользования. Кроме того, опосредованный эффект ослабления рубля, связанный с повышением доходности экспортных операций, обусловил рост внутренних цен производителей на зерновые и масличные культуры.

Стабилизация валютного рынка, которой способствовали принятые Банком России меры, определила последовательное снижение вклада курсовой динамики в темпы роста цен. По оценке, ко II кварталу текущего года было исчерпано влияние на издержки и цены действующих с середины 2014 года ограничений на импорт отдельных товаров. Важным фактором замедления инфляции являлось также сжатие внутреннего спроса. Кроме того, по мере замедления роста цен улучшались инфля-

ционные ожидания. В результате годовая инфляция, достигнув пикового значения в марте 2015 года (16,9% к соответствующему месяцу 2014 года), в июле снизилась до 15,6%.

В этих условиях Банк России в январе 2015 года начал цикл снижения ключевой ставки. С января по июль 2015 года ключевая ставка была снижена в совокупности на 6 процентных пунктов – до 11%. При этом по мере сближения ключевой процентной ставки с уровнями, поддерживаемыми до реализации масштабного внешнего шока конца 2014 года, с учетом сохранения высоких инфляционных рисков, несколько возросших во второй половине 2015 года, Банк России постепенно замедлял скорость смягчения денежно-кредитной политики. В качестве основных источников инфляционных рисков Банк России отмечал произошедшее ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры, сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне, возможный пересмотр запланированных на 2016–2017 годы темпов увеличения регулируемых цен и тарифов, индексации выплат и в целом смягчение бюджетной политики.

В отсутствие реализации указанных рисков по итогам 2015 года прогнозируется снижение инфляции до 12–13%, что выше значений, предполагавшихся в базовом сценарии годом ранее (6,2–6,4%). Снижение инфляции до уровня, близкого к 6%, в 2015 году с учетом лагов влияния денежно-кредитной политики на экономику, а также негативных перспектив для экономического роста представлялось невозможным и нецелесообразным и могло бы привести к дополнительным колебаниям в динамике выпуска.

2.2. Применение инструментов денежно-кредитной политики

Банк России управляет процентными ставками денежного рынка в условиях структурного дефицита ликвидности, то есть наличия у банковского сектора устойчивой потребности в привлечении средств у центрального банка. В связи с этим Банк России проводит операции преимущественно по предоставлению ликвидности. При этом Банк России стремится предоставить кредитным организациям необходимый объем ликвидности на аукционной основе. Объем предложения средств на аукционах определяется Банком России на основе прогноза ликвидности банковского сектора. Это позволяет сформировать предпосылки для перераспределения средств кредитными организациями на межбанковском денежном рынке по ставкам, близким к ключевой ставке Банка России (подробнее см. подраздел 1.2).

По итогам 2015 года ожидается снижение структурного дефицита ликвидности и задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России. В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов» предполагалось увеличение потре-

ности кредитных организаций в операциях рефинансирования Банка России по итогам 2015 года. Отклонение фактической динамики структурного дефицита ликвидности от прогноза связано с изменением действия факторов формирования ликвидности.

Предполагалось, что основным источником увеличения потребности кредитных организаций в рефинансировании будет рост объема наличных денег в обращении. Между тем в первой половине 2015 года произошло значительное по сравнению с аналогичным периодом предыдущих лет уменьшение их объема. Это было связано с общим снижением экономической активности, повышением склонности населения к сбережению, в том числе за счет роста привлекательности рублевых депозитов в банках на фоне изменения ставок по вкладам (подробнее см. подраздел 2.1). Несмотря на возвращение динамики наличных денег в обращении к сезонным тенденциям с мая 2015 года, накопленный эффект данного фактора по итогам года приведет к притоку ликвидности в банковский сектор в размере 0–0,3 трлн рублей.

В 2015 году значительно изменилось влияние потоков по бюджетному каналу на ликвидность банковского сектора. Традиционно в течение года доходы расширенного правительства превышают его расходы, что формирует дополнительную потребность кредитных организаций в привлечении средств. Однако в начале 2015 года расходование бюджетных средств осуществлялось повышенными темпами, что наряду с отдельными крупными операциями, затрагивающими счета расширенного правительства в Банке России, такими как перечисление средств пенсионных накоплений в негосударственные пенсионные фонды и инвестирование средств Фонда национального благосостояния, способствовало притоку ликвидности в банковский сектор. При этом в течение

года сокращение доходов федерального бюджета привело к необходимости финансирования бюджетных расходов за счет средств Резервного фонда.

Федеральное казначейство продолжило проводить в 2015 году аукционы по размещению временно свободных средств федерального бюджета на депозиты в кредитных организациях. Данные операции позволяют сглаживать влияние внутригодовой динамики бюджетных потоков на ликвидность банковского сектора. В первой половине 2015 года на фоне снижения потребности банковского сектора в ликвидности, а также уменьшения нагрузки на рыночное обеспечение, используемое кредитными организациями в операциях репо с Банком России, спрос на средства Федерального казначейства со стороны кредитных организаций был ограничен.

Для расширения возможностей по управлению временно свободными остатками бюджетных средств Федеральное казначейство приступило в 2015 году к размещению средств в кредитных организациях по договорам репо. Эти операции имеют вспомогательный характер по отношению к банковским депозитам. Они не оказывают существенного влияния на уровень ликвидности банковского сектора в силу их незначительного объема и направлены на сглаживание внутринедельной динамики остатков средств на счетах федерального бюджета в Банке России.

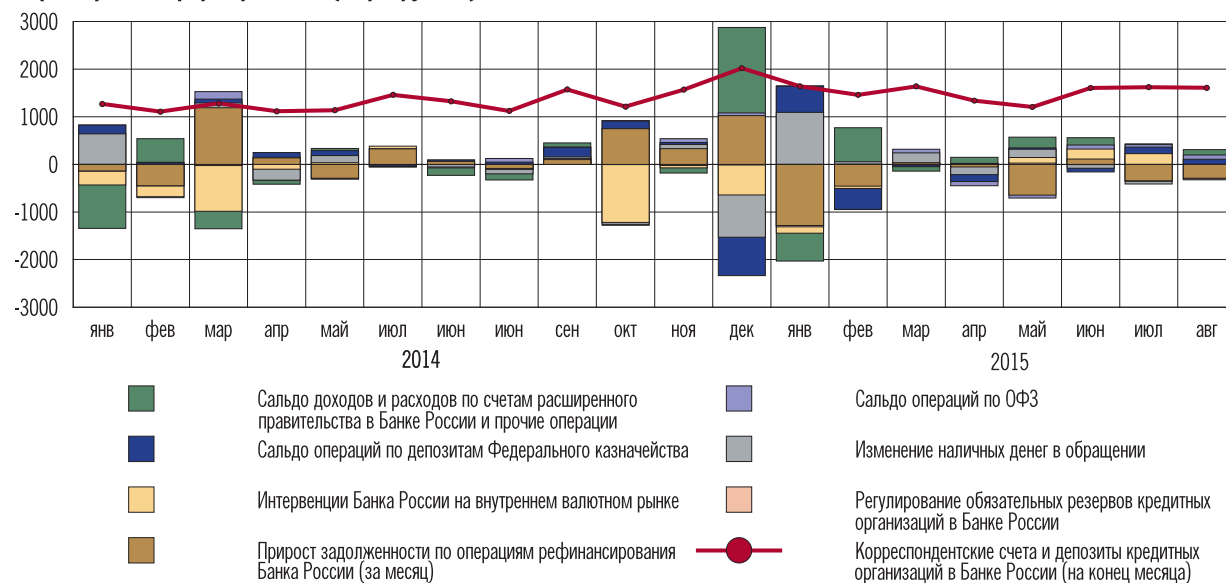
По итогам 2015 года превышение расходов расширенного правительства над его доходами будет способствовать притоку ликвидности в банковский сектор в размере 1,5–3 трлн рублей. Масштаб снижения потребности в рефинансировании за счет действия данного фактора будет зависеть от объемов расходования средств Резервного фонда и инвестирования средств Фонда национального благосостояния.

Влияние операций Банка России на внутреннем валютном рынке на ликвидность

банковского сектора в течение 2015 года носило разнонаправленный характер. Продажа Банком России в январе 2015 года иностранной валюты, связанная с конверсионными операциями Федерального казначейства, способствовала оттоку ликвидности из банковского сектора. В мае Банк России принял решение о начале проведения операций по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке для пополнения международных резервов, что способствовало увеличению уровня ликвидности банковского сектора. Проведение этих операций было приостановлено в июле. В случае отказа от их проведения до конца 2015 года операции Банка России на внутреннем валютном рынке по итогам года приведут к притоку ликвидности в размере 0,4 трлн рублей. Оценка роста потребности кредитных организаций в рефинансировании, представленная в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016–2017 годов», основывалась на предположении об отсутствии операций Банка России на внутреннем валютном рынке для пополнения международных резервов.

Действие указанных факторов способствовало снижению потребности банковского сектора в ликвидности. По оценкам, в зависимости от масштаба трат суверенных фондов задолженность кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России по итогам 2015 года составит 4,6–5,6 трлн рублей.

Под влиянием ситуации с ликвидностью банковского сектора изменялась и динамика краткосрочных ставок денежного рынка внутри процентного коридора Банка России. При этом значительный уровень структурного дефицита ликвидности, несмотря на его постепенное сокращение, а также недостаточная емкость и сегментированность межбанковского рынка большую часть года по-прежнему оказывали повы-

Динамика ликвидности банковского сектора
и факторов ее формирования (млрд рублей)

шательное давление на ставки денежного рынка. Исключением стал период января-февраля 2015 года, когда приток ликвидности в банковский сектор за счет высоких темпов расходования бюджетных средств привел к некоторому снижению ставок денежного рынка. Отсутствие значительных колебаний уровня ликвидности банковского сектора в остальные месяцы года обеспечило формирование ставок денежного рынка преимущественно в верхней половине процентного коридора Банка России. В результате средний спред однодневной рублевой ставки MIACR к ключевой ставке Банка России по итогам года составит около 20 б.п., а волатильность ставок денежного рынка в этот период – 40¹ базисных пунктов.

Банк России в полной мере компенсировал потребность банковского сектора в ликвидности в рамках своих аукционных операций. Объем предложения средств по операциям рефинансирования Банка России определялся спросом кредитных организаций на ликвидность и динамикой

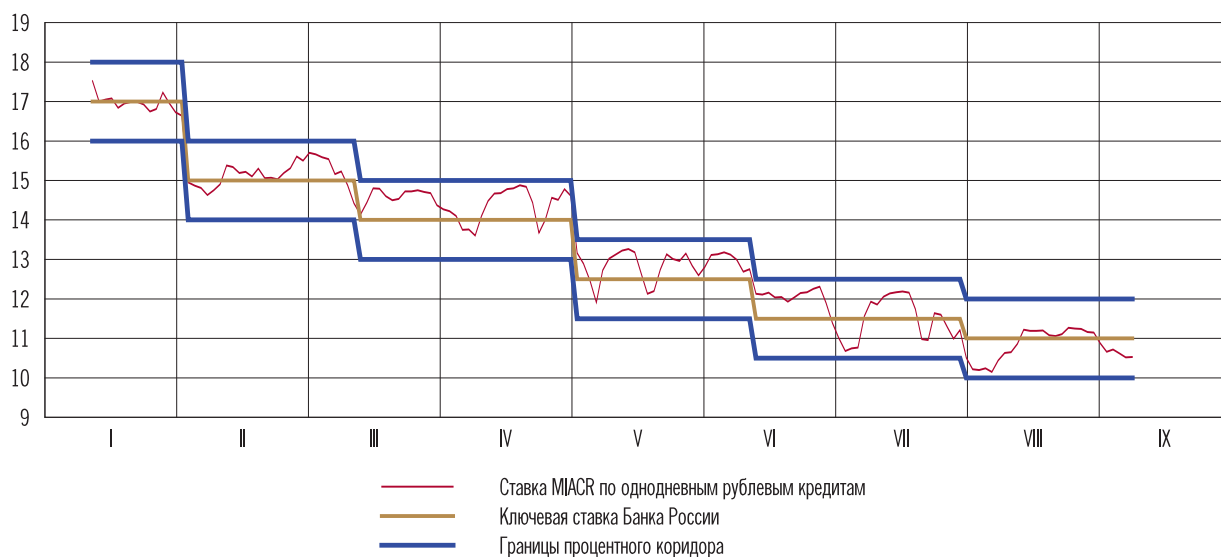
факторов ее формирования. При определении объема предоставления ликвидности Банк России исходил из того, что средства будут перераспределяться между кредитными организациями на межбанковском рынке. Возможность для такого перераспределения формировалась в том числе за счет предоставления кредитным организациям права на усреднение обязательных резервов, то есть возможности выполнять обязательные резервные требования, поддерживая часть обязательных резервов на корреспондентских счетах в Банке России.

Банк России продолжил анонсированную в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016–2017 годов» работу по совершенствованию механизма обязательных резервных требований. Так, было принято решение повысить с 10.09.2015 коэффициент усреднения обязательных резервов, используемый банками для расчета усредненной величины обязательных резервов, с 0,7 до 0,8². Дан-

¹ Среднеквадратическое отклонение спреда однодневной рублевой ставки MIACR к ключевой ставке Банка России.

² Для небанковских кредитных организаций, осуществляющих депозитно-кредитные операции, коэффициент усреднения был повышен с 0,7 до 1,0.

Процентный коридор Банка России и ставка MIACR по однодневным рублевым кредитам в 2015 году (%)



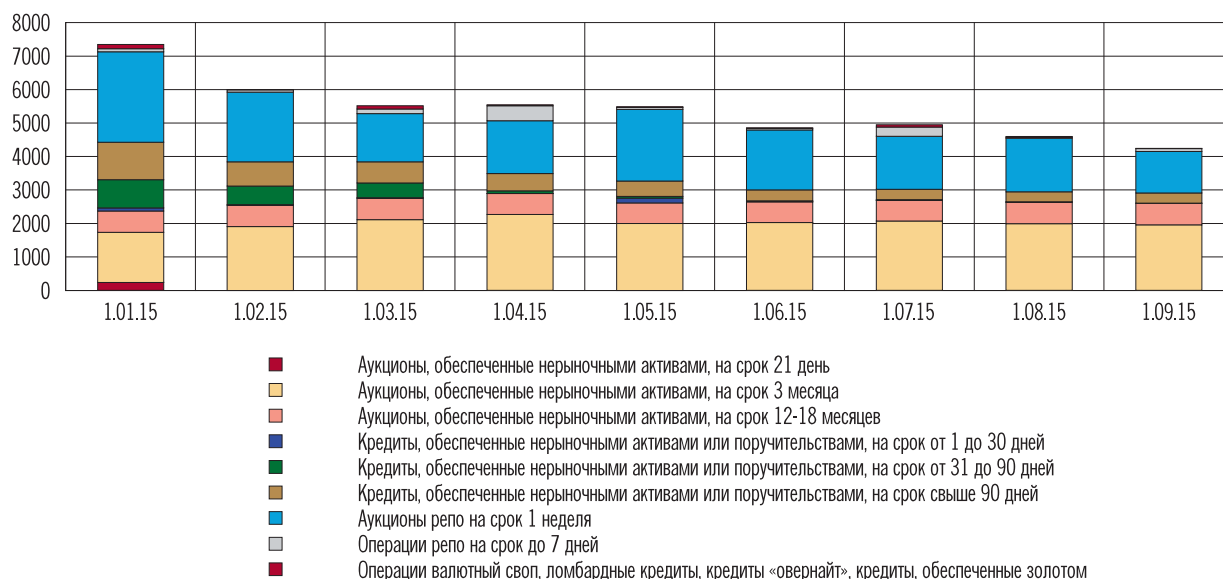
Источник: Банк России.

ная мера увеличила возможности кредитных организаций по перераспределению средств на межбанковском рынке и повысила их устойчивость к изменению уровня ликвидности банковского сектора. При этом изменение коэффициента усреднения привело к перераспределению средств между счетами кредитных организаций по учету обязательных резервов и их корреспондентскими счетами в Банке России и не оказало существенного влияния на потребность банковского сектора в операциях рефинансирования Банка России.

Уменьшение потребности в рефинансировании в течение года отразилось на изменении структуры задолженности кредитных организаций по операциям Банка России. Основными операциями рефинансирования, направленными на управление ставками денежного рынка, как и ранее, оставались аукционы репо Банка России на срок 1 неделя. По мере снижения структурного дефицита ликвидности объем предоставления средств в рамках данных операций существенно сократился. В 2015 году средний уровень задолженности по операциям репо может составить 1,8 трлн рублей (в 2014 году – 2,7 трлн рублей). При этом

задолженность по этим операциям будет находиться в диапазоне от 0,7 до 2,7 трлн рублей (от 1,8 до 3,8 трлн рублей в 2014 году).

Дополнительным инструментом рефинансирования банковского сектора в 2015 году оставались кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами. Сокращение структурного дефицита ликвидности будет способствовать снижению задолженности по данным операциям с 4,4 трлн рублей в начале года до 2,5 трлн рублей по его итогам. При этом изменилась и структура задолженности кредитных организаций по этим операциям. В первой половине 2015 года на фоне ожидаемого сохранения структурного дефицита ликвидности Банк России увеличивал объем предложения средств на аукционах по предоставлению кредитов под залог нерыночных активов, заместив таким образом задолженность кредитных организаций по аналогичным кредитам постоянного действия, предоставленным в декабре 2014 года. В результате задолженность кредитных организаций по кредитам постоянного действия, обеспеченным нерыночными активами и поручительствами, умень-

**Структура задолженности по операциям Банка России
в разрезе сроков (млрд рублей)**

Источник: Банк России.

шилась с 2,1 до 0,3 трлн рублей. Во второй половине года по мере изменения потребности банковского сектора в рефинансировании Банк России постепенно снижает объем предоставления средств в рамках аукционов по предоставлению кредитов под залог нерыночных активов. В результате задолженность по данным операциям по итогам года сократится с 2,4 до 2,2 трлн рублей.

В условиях снижения нагрузки на рыночное обеспечение кредитные организации предъявляли ограниченный спрос на операции «валютный своп» по предоставлению рублевой ликвидности. Объем депозитных операций в 2015 году также был незначительным.

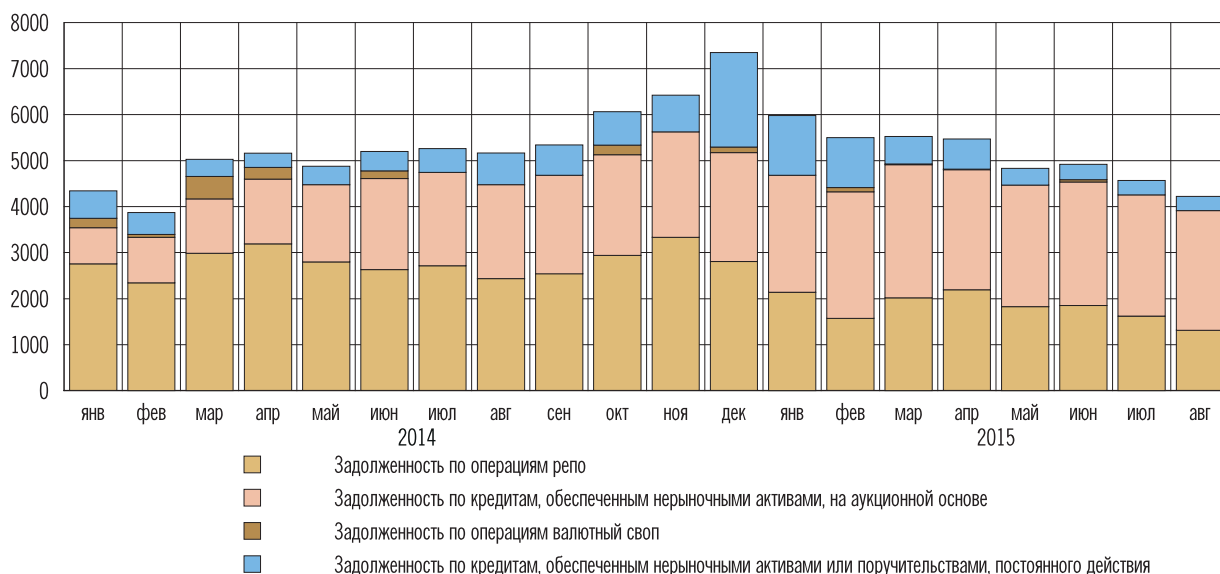
В рамках действующей операционной процедуры Банк России продолжал ежедневно оценивать потребность кредитных организаций в ликвидности. В случаях краткосрочных отклонений спроса на ликвидность от ее предложения, которые не могли быть урегулированы кредитными организациями за счет усреднения обязательных резервов или рынка межбанковского кредитования, Банк России проводил аукционы «тонкой настройки» по предоставлению

или абсорбированию средств. При этом если в январе-феврале на фоне притока ликвидности в результате действия факторов ее формирования Банк России проводил депозитные аукционы, то с марта, когда существенные изменения структурного дефицита ликвидности отсутствовали, внутринедельная динамика ликвидности банковского сектора способствовала возникновению потребности в проведении операций «тонкой настройки» в форме аукционов репо. По мере адаптации кредитных организаций к операционной процедуре, не предполагающей с февраля 2014 года проведение ежедневных аукционов репо³, потребность в проведении операций «тонкой настройки» снижается. Так, если с февраля по декабрь 2014 года Банк России провел 36 таких операций, то с января по август 2015 года их количество сократилось до 19.

Банк России в 2015 году реализовал ряд изменений в системе инструментов денежно-кредитной политики, заявленных в «Основных направлениях единой государствен-

³ Пресс-релиз Банка России «О системе процентных инструментов денежно-кредитной политики Банка России» от 13.09.2013.

Структура операций рефинансирования Банка России в 2014 – начале 2015 года (на конец месяца, млрд рублей)



Источник: Банк России.

ной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016–2017 годов». Так, для расширения доступа кредитных организаций к рефинансированию вне зависимости от используемого ими обеспечения в июне 2015 года Банк России дополнил систему инструментов денежно-кредитной политики аукционом «валютный своп тонкой настройки» на 1–2 дня. Данные операции будут проводиться по решению Банка России совместно с аукционами репо «тонкой настройки» в случаях, если высокий уровень нагрузки на рыночное обеспечение по основным операциям может оказать негативное влияние на возможности Банка России по управлению процентными ставками денежного рынка. В 2015 году такие операции не проводились.

Как и планировалось, Банк России продолжил в 2015 году работу по увеличению объема обеспечения, которое кредитные организации могут использовать в операциях рефинансирования Банка России. Был существенно расширен Ломбардный список Банка России, а также Перечень Банка России. С 2015 года в Ломбардный список Банка России могут включаться облигации юридических лиц – резидентов Российской

Федерации, являющихся нефинансовыми организациями, и облигации с ипотечным покрытием, эмитенты (выпуски) которых не имеют рейтингов рейтинговых агентств или исполнение обязательств эмитента по которым не обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации либо солидарным поручительством ОАО «АИЖК». В 2015 году также принимались решения об увеличении поправочных коэффициентов, снижении дисконтов, применяемых для корректировки стоимости активов, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России.

2.3. Денежно-кредитная политика во взаимодействии с другими функциями Банка России

Изменение ситуации в экономике стало серьезным вызовом не только для денежно-кредитной политики, но и для государственной экономической политики в целом. В 2015 году на начальном этапе адаптации к существенному ухудшению внешнеэкономических условий, произошедшему во второй половине 2014 года, особое значение приобрели вопросы поддержания доверия

к национальной валюте и финансовой системе, обеспечения стабильного функционирования финансовых рынков и банковского сектора, поддержания отдельных сегментов экономики. Для решения этих задач Банк России наряду с инструментами денежно-кредитной политики задействовал также операции с иностранной валютой, специализированные механизмы рефинансирования, изменение нормативов пруденциального регулирования.

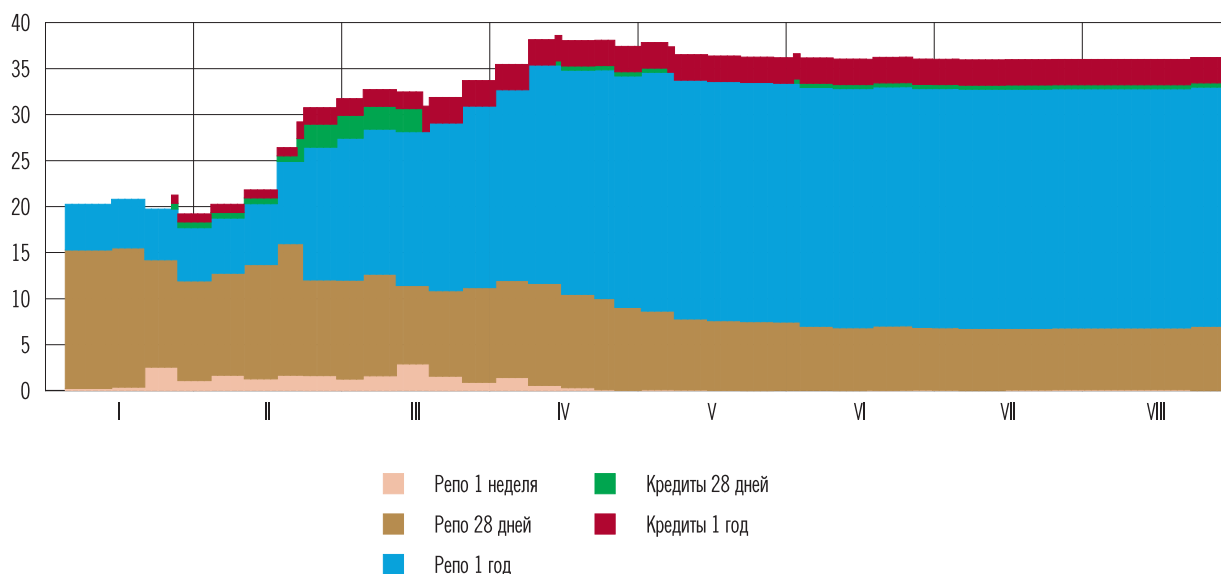
При этом в ходе разработки и применения таких мер существенное внимание уделялось в том числе оценке их влияния на условия осуществления денежно-кредитной политики и перспективы достижения инфляцией целевого уровня. Параметры операций устанавливались и изменялись таким образом, чтобы минимизировать их воздействие на эффективность управления процентными ставками, не искажать действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и нормальную работу рынков, а также не способствовать формированию или наращиванию дисбалансов в экономике.

Во второй половине 2014 года ужесточение условий доступа российских компаний и банков к западным финансовым рынкам в результате введения внешних финансовых санкций и ухудшения геополитической обстановки в совокупности с резким снижением мировых цен на нефть привело к значительному росту напряженности на внутреннем валютном рынке и в результате – к повышению рисков для финансовой и ценовой стабильности. Наиболее острая фаза напряженности была пройдена в декабре 2014 года. Этому в значительной мере способствовали действия Банка России, включая повышение ключевой ставки и меры по поддержанию стабильности финансового сектора, в том числе операции на валютном рынке. Однако в начале 2015 года сохранялась существенная курсовая волатильность, на рубль продолжа-

ла оказывать влияние необходимость погашения существенных объемов внешнего долга. Для стабилизации ситуации на валютном рынке в этих условиях Банк России использовал операции предоставления иностранной валюты на возвратной основе, как предполагалось в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов». При этом с целью дальнейшего расширения возможностей кредитных организаций по управлению собственной валютной ликвидностью и по рефинансированию внешних кредитов российских организаций-экспортеров в иностранной валюте Банк России в начале года наращивал объемы данных операций. Кроме того, в январе 2015 года в дополнение к операциям репо в иностранной валюте Банк России начал проведение аукционов⁴ по предоставлению кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте.

За период с начала января до середины апреля 2015 года совокупная задолженность кредитных организаций по операциям валютного рефинансирования выросла на 15,2 млрд в долларовом эквиваленте. После успешного прохождения российскими организациями пика выплат по внешнему долгу в феврале-марте наблюдались признаки значительного улучшения ситуации с валютной ликвидностью банковского сектора: возвращение балансовых показателей, характеризующих имеющийся у банков объем валютной ликвидности и стоимость ее заимствования на денежном рынке, к уровням, наблюдавшимся в период до введения международных финансовых санкций. Наряду с другими факторами, такими как восстановление цен на нефть относительно минимумов начала года, ослабление доллара США к корзине

⁴ Инструмент введен решением Совета директоров Банка России от 23 декабря 2014 года.

Задолженность кредитных организаций перед Банком России по валютному репо и кредитам в иностранной валюте в 2015 году (млрд долларов США)

Источник: Банк России.

основных мировых валют в марте-апреле, снижение спроса на иностранную валюту со стороны корпоративного сектора и населения, это внесло значительный вклад в снижение волатильности на валютном рынке и более быстрое возвращение курса рубля к фундаментально обоснованным уровням в феврале-апреле.

Укрепление рубля имело положительное влияние на динамику внутренних цен и стало одним из факторов замедления инфляции с апреля 2015 года. Таким образом, операции валютного рефинансирования не только способствовали обеспечению устойчивого функционирования финансового сектора, но также оказали положительное воздействие на условия реализации денежно-кредитной политики через уменьшение инфляционного давления со стороны динамики курса рубля. Наряду с другими факторами это влияние принималось во внимание при принятии решений об уровне ключевой ставки и в том числе позволило осуществлять ее активное снижение в первой половине 2015 года.

При этом предоставление иностранной валюты в форме возвратных операций не оказывало значимого воздействия на процесс управления процентными став-

ками денежного рынка, так как не приводило к оттоку рублевой ликвидности из банковского сектора. Увеличение объема операций валютного репо в первой половине 2015 года способствовало некоторому росту нагрузки на рыночное обеспечение, используемое также для основных операций рефинансирования в рублях. Однако в условиях снижения уровня структурного дефицита ликвидности и роста объемов доступного обеспечения на фоне активного размещения корпоративных облигаций и ОФЗ обострения проблем с достаточностью рыночного обеспечения не наблюдалось и с учетом прогнозируемого развития ситуации с ликвидностью не ожидается до конца 2015 года.

Использование операций Банка России по предоставлению валютной ликвидности позволило в значительной мере смягчить прохождение наиболее сложного этапа адаптации экономики к условиям ограниченного доступа на международные рынки капитала. В дальнейшем на фоне стабилизации ситуации на финансовых рынках Банк России предпринимал меры, призванные стимулировать банки более активно искать альтернативные источники финансовых ресурсов в иностранной валюте, что-

бы инструменты Банка России не подменяли собой рыночные механизмы. В конце марта – апреле 2015 года минимальные процентные ставки по инструментам предоставления ликвидности в иностранной валюте были повышены с целью их сближения с рыночными процентными ставками. Кроме того, с учетом снижения потребности банковского сектора в операциях по предоставлению валютного рефинансирования с июня 2015 года Банк России приостановил проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 364 дня. В период до конца 2015 года Банк России будет готов оперативно принимать решения об изменении лимитов на аукционах валютного репо и кредитных аукционах в случае изменения потребности банковского сектора в валютной ликвидности и при необходимости увеличивать объем предоставленных средств. Ожидается, что объем поступлений по текущему счету платежного баланса и уровень уже накопленных российскими компаниями и банками запасов ликвидных валютных активов в совокупности с операциями валютного рефинансирования Банка России позволят им бесперебойно осуществлять платежи по внешнему долгу в этот период.

В условиях стабилизации ситуации на валютном рынке Банк России в мае 2015 года принял решение о необходимости пополнения международных резервов, учитывая их особую значимость для поддержания устойчивого функционирования финансового сектора в период действия негативных внешних шоков, продолжительность которых может быть значительной.

Объемы операций для пополнения резервов на каждый день устанавливались с учетом конъюнктуры валютного рынка, изменения внешнеэкономических условий, состояния российской экономики и платежного баланса. Покупка иностранной валюты на внутреннем валютном рынке осуществлялась в небольших объемах (100–200

млн долларов США) равномерно в течение дня. Объемы операций на каждый день устанавливались таким образом, чтобы обеспечить минимизацию их влияния на динамику курса рубля и его волатильность и в результате – на уровень рисков для ценовой и финансовой стабильности. В случае необходимости покупки валюты приостанавливались на один день или более продолжительный период. За май-июль совокупный объем покупки иностранной валюты составил 10,1 млрд долларов США, с 28.07.2015 операции не проводились в условиях роста курсовой волатильности под влиянием внешнеэкономических факторов.

Решения о возможности возобновления операций по пополнению международных резервов будут приниматься с учетом развития ситуации на внутреннем валютном рынке, а также на мировых рынках и в экономике России в целом (подробнее см. подраздел 3.3).

В начале 2015 года Банк России также проводил на внутреннем валютном рынке операции, связанные с продажей Федеральным казначейством иностранной валюты с его валютных счетов в Банке России, объем составил 2,3 млрд долларов США. Операции, связанные с пополнением или расходованием Министерством финансов Российской Федерации и Федеральным казначейством суверенных фондов, в 2015 году проводились путем конвертации средств в иностранной валюте в рубли на счетах в Банке России, то есть не оказывали влияния на рыночный валютный курс.

Достижению целей по обеспечению устойчивости российского финансового сектора в 2015 году служило также применение Банком России антикризисных мер в области банковского регулирования. В первом полугодии 2015 года продолжали действовать введенные в декабре 2014 года временные изменения порядка оценки и классификации активов и обязательств

**Процентные ставки по операциям Банка России
по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе (% годовых)**

Вид инструмента	Инструмент	Часть сделки	Срок	Ставка с			
				23.12.2014	30.03.2015	13.04.2015	21.04.2015
Операции постоянного действия ¹	Операции «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	Рублевая ²	1 день	Ключевая ставка – 1,00			
		Валютная		1,5			
Аукционные операции ³	Операции репо в долларах США и евро ⁴		1 неделя	LIBOR + 0,50	LIBOR + 1,00	LIBOR + 1,50	LIBOR + 2,00
			28 дней	LIBOR + 0,50	LIBOR + 1,00	LIBOR + 1,50	LIBOR + 2,00
			12 месяцев	LIBOR + 0,50	LIBOR + 1,00	LIBOR + 1,75	LIBOR + 2,50
	Кредиты в долларах США и евро ⁴		28 дней	LIBOR + 0,75	LIBOR + 1,25	LIBOR + 1,75	LIBOR + 2,25
			365 дней	LIBOR + 0,75	LIBOR + 1,25	LIBOR + 2,00	LIBOR + 2,75

¹ Сделки заключаются по фиксированным процентным ставкам.² Ставка по рублевой части сделок установлена на уровне ключевой ставки, уменьшенной на 1 процентный пункт.³ Приведены минимальные процентные ставки.⁴ Используются ставки LIBOR в соответствующих валютах на сопоставимые сроки.

кредитных организаций, в том числе мораторий на признание отрицательной переоценки по портфелям ценных бумаг, право использовать фиксированные курсы иностранных валют при расчете пруденциальных нормативов, смягчение порядка оценки качества ссудной задолженности⁵.

Использование указанных регуляторных послаблений позволило снизить неблагоприятное влияние значительного ухудшения внешних и внутренних экономических условий, произошедшего в конце 2014 года, на выполнение пруденциальных нормативов банков и их кредитную активность и способствовало поддержанию стабильного функционирования банковской системы. Это в свою очередь способствовало сохранению нормальных условий для реализации денежно-кредитной политики, так как ее влияние на экономику осуществляется через процентные ставки, формирование которых происходит в финансовом секторе, в том числе под влиянием динамики балансовых показателей банков.

В мае 2015 года ряд временных послаблений был продлен до 1.10.2015⁶, включая

изменения в части оценки качества кредитов и учета активов и обязательств по фиксированному курсу, тогда как действие прочих было прекращено. Данные изменения проводились с учетом анализа широкого спектра показателей деятельности банковского сектора и после консультаций с участниками рынка. При этом по мере адаптации банков к последствиям произошедших шоков планируется полный отказ от временных послаблений, чтобы не искажать работу нормальных рыночных механизмов и стимулов в деятельности банков, в том числе в части оценки рисков.

В условиях постепенного сворачивания антикризисных мер в сфере банковского регулирования поддержанию устойчивости банковского сектора будет способствовать реализация государственной программы докапитализации банков через механизм ОФЗ. Данная программа также окажет определенную поддержку динамике приоритетных направлений кредитования, включая ипотечное кредитование, кредитование малого и среднего бизнеса, субъектов Российской Федерации, сельского хозяйства, обрабатывающей промышленности, строительства, транспорта, связи и ЖКХ, так как их наращивание является одним из условий участия в докапитализации.

⁵ См. пресс-релиз Банка России от 17.12.2014 «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора».

⁶ См. пресс-релиз Банка России от 15.05.2015 «Об антикризисных мерах в сфере банковского регулирования».

В 2015 году Банк России также продолжил использование ранее введенных специализированных механизмов рефинансирования, как и предполагалось в «Основных направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов». К ним относились программы, направленные на поддержку финансирования инвестиционных проектов, кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства и экспортно ориентированных отраслей экономики, а также ипотечного кредитования в рамках программы «Военная ипотека». Ряд указанных инструментов был разработан и осуществляется в рамках государственных программ развития отдельных секторов экономики или реализуется совместно с Правительством Российской Федерации.

Поддержка отдельных значимых сегментов кредитования путем предоставления средств на льготных условиях и создания дополнительных стимулов была необходима в условиях, когда их развитие являлось значимым для формирования благоприятных тенденций в структуре экономического роста, но в силу действия ряда неблагоприятных факторов не могла быть обеспечена исключительно через воздействие рыночных механизмов. При этом степень жесткости денежно-кредитных условий, обеспечиваемая применением стандартных инструментов денежно-кредитной политики, оставалась достаточной для обеспечения снижения инфляции до целевого уровня в среднесрочной перспективе.

В 2015 году было продолжено совершенствование программы, направленной на поддержку кредитования малого и среднего бизнеса. Срок рефинансирования был увеличен с 1 года до 3 лет. Акционерному обществу «МСП Банк» была предоставлена возможность рефинансировать в Банке России кредиты, предоставленные микрофинансовым организациям на цели кре-

дитования субъектов малого и среднего предпринимательства, и кредиты индивидуальным предпринимателям. Кроме того, был разработан механизм предоставления кредитов, обеспеченных поручительствами АО «Корпорация «МСП». Был повышен максимальный объем средств, предоставляемых в рамках программы стимулирования финансирования инвестиционных проектов, отобранных в соответствии с правилами, утвержденными Правительством Российской Федерации, а также под обеспечение облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов и включенных в Ломбардный список Банка России, – с 50 до 100 млрд рублей.

Процентные ставки по специализированным инструментам рефинансирования с начала 2015 года не изменялись и оставались ниже ключевой ставки. Предоставление средств по более низкой процентной ставке и на более длительные сроки, чем в рамках стандартных инструментов, должно было создать дополнительные стимулы для кредитования банковским сектором отдельных сегментов экономики и сделать финансовые ресурсы для их развития более доступными. В то же время объем выданных средств оставался значительно ниже объема основных операций по управлению ликвидностью банковского сектора. Так, по состоянию на 1.08.2015 он составил 63,4 млрд рублей, увеличившись на 37,3 млрд рублей по отношению к началу года. Таким образом, реализация специальных программ не оказывала значимого воздействия на уровень процентных ставок в экономике в целом, а следовательно, на эффективность влияния денежно-кредитной политики на экономические процессы.

Также в 2015 году Банк России продолжил работу по оздоровлению банковского сектора, направленную на обеспечение его стабильного функционирования, поддержание доверия к нему со стороны на-

селения и организаций, дестимулирование недобросовестного поведения на финансовых рынках, что необходимо, в частности, для формирования нормальных условий для реализации денежно-кредитной политики. Совершенствование механизмов банкротства и финансового оздоровления банков (в том числе с применением проце-

дуры урегулирования обязательств) должно способствовать повышению эффективности защиты интересов клиентов банков и минимизации влияния данных процедур на функционирование и устойчивость финансового сектора в целом и в результате – на работу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

3. СЦЕНАРИИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В 2016–2018 ГОДАХ

3.1. Сценарии макроэкономического развития на 2016–2018 годы

Банк России принимает решения в области денежно-кредитной политики на основании оценки текущей экономической ситуации и среднесрочного макроэкономического прогноза. При этом рассматриваются не только наиболее вероятные сценарии развития экономики, но и анализируются внешние и внутренние риски, реализация которых может оказать влияние на финансовую систему и экономику в целом и, соответственно, на принятие решений в области денежно-кредитной политики.

При разработке макроэкономических сценариев Банк России исходит из прогноза наиболее вероятного развития внешних условий, а также предполагаемого действия ряда внутренних факторов, находящихся вне влияния денежно-кредитной политики, в частности государственной политики и структурных характеристик экономики. С другой стороны, прогноз развития экономической ситуации формируется с учетом проведения активной денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение внутренней ценовой стабильности, то есть на снижение и стабилизацию на низком уровне инфляции в среднесрочном периоде. Основным инструментом влияния денежно-кредитной политики на экономику является ключевая ставка Банка России, уровень которой определяется с учетом необходимости обеспечить достижение цели по инфляции при сохранении условий для устойчивого развития экономики и поддержания финансовой стабильности на среднесрочном горизонте.

Условия реализации денежно-кредитной политики на прогнозном горизонте 2016–2018 годов, как ожидается, останутся достаточно сложными, что в значительной степени будет определяться внешнеэкономической ситуацией. Наибольшей неопределенностью среди внешних факторов, оказывающих значительное влияние на экономику России, характеризуется динамика мировых цен на нефть. Банк России рассмотрел три сценария экономического развития с различными предпосылками о траектории ее изменения, которая будет складываться в зависимости от действия факторов со стороны спроса и со стороны предложения на мировых рынках. Базовый сценарий предполагает сохранение среднегодового уровня цены на нефть около 50 долларов США за баррель в течение всего трехлетнего периода. Оптимистичный сценарий предполагает постепенный рост среднегодового уровня цены на нефть марки «Юралс» до 70–80 долларов США за баррель в 2018 году, рискованный сценарий – сохранение среднегодового уровня цены на нефть ниже 40 долларов США за баррель в 2016–2018 годах.

Определяющими факторами формирования ценовой конъюнктуры рынка нефти со стороны предложения будут являться технологические изменения и активность расширения добычи нефти из нетрадиционных источников (сланцевая нефть). Определенные риски связаны с возможным влиянием на динамику предложения геополитических факторов.

Динамика спроса на мировом рынке энергоносителей будет определяться перспективами роста мировой экономики, темпы которого во всех рассматриваемых

сценариях, как ожидается, останутся невысокими. В крупнейших экономиках с развитыми рынками предполагается постепенное восстановление экономической активности относительно низких уровней последних лет. Вместе с тем в отношении темпов роста экономик с формирующимися рынками сохраняется более высокая неопределенность. В частности, одним из значительных рисков является возможность ухудшения ситуации в экономике Китая на фоне исчерпания экстенсивной модели роста и схлопывания пузырей на финансовых рынках. Учитывая масштаб экономики Китая, это может оказать значительное влияние на конъюнктуру мировых финансовых и товарных рынков, в том числе рынка нефти, и негативно отразиться на перспективах роста других стран с формирующимися рынками. Наиболее неблагоприятному развитию событий соответствует рассмотренный Банком России рискованный сценарий, сохранению наиболее устойчивого внешнего роста – оптимистичный сценарий.

Помимо цен на нефть и динамики внешнего спроса Банк России также учитывает другие внешние факторы, которые будут влиять на развитие российской экономики, включая внешние инфляционные тенденции и финансовые условия. С учетом прогноза умеренного роста спроса в экономиках как с развитыми, так и с формирующимися рынками, предполагаемого во всех сценариях, инфляция в странах – основных торговых партнерах России несколько ускорится с текущих низких уровней, однако в целом будет оставаться невысокой. Значимых изменений ценовой конъюнктуры большинства мировых товарных рынков, помимо рынка энергоносителей, не предполагается. Сдержанная динамика внешней инфляции будет оказывать влияние как на внутреннюю ценовую конъюнктуру через импортные цены, так и на условия торговли и формирование валютного курса.

Во всех рассматриваемых сценариях ожидается сохранение внешних санкций в отношении российской экономики на протяжении трехлетнего периода без значимого изменения масштаба или характера их действия. Сдерживающее влияние санкций на российскую экономику будет транслироваться через повышенный уровень экономической неопределенности, сохранение ограниченного доступа российских компаний и банков к внешнему финансированию и использованию импорта высокотехнологичной продукции для осуществления инвестиций.

В условиях действия санкций ожидается последовательное частичное погашение внешнего долга российскими компаниями и банками, интенсивность которого будет снижаться по мере диверсификации источников привлечения финансовых средств с международных рынков. Это даже при ожидаемом сокращении оттока капитала в форме приобретения внешних финансовых активов субъектами экономики определит сохранение значительного отрицательного сальдо финансового счета платежного баланса и ограничит потенциал укрепления рубля в реальном выражении.

Действие финансовых санкций будет иметь определяющее влияние на формирование жестких условий внешнего финансирования для российских заемщиков. Другим фактором будет повышение процентных ставок на мировых финансовых рынках по мере ожидаемого перехода большего числа центральных банков, прежде всего стран с развитыми рынками, к постепенному ужесточению денежно-кредитной политики на фоне восстановления экономической активности и снижения дефляционных рисков. На стоимость заимствований российских заемщиков на внешних рынках также будет влиять предполагаемая в сценариях траектория изменения цен на нефть, которая отразится на оценках перспектив роста экономики России

международными инвесторами и, соответственно, рискованных премиях.

На прогнозном горизонте предполагается сохранение действующих ограничений на ввоз отдельных видов импортных товаров, установленных в ответ на введение внешних санкций в отношении России, однако их расширения не ожидается. Соответственно, данный фактор не будет оказывать дополнительного влияния на динамику цен потребительских товаров.

В части внутренних условий одним из важных факторов является влияние государственной политики. На прогнозном горизонте бюджетная политика, по оценкам Банка России, будет оказывать сдержанное влияние на экономический рост. Возможности расширения расходов бюджета будут ограничиваться сокращением относительно предыдущих лет поступлений нефтегазовых доходов, которое будет наибольшим в рисковом сценарии и наименьшим – в оптимистичном сценарии. Сохранение консервативного подхода к государственным расходам позволит ограничить бюджетный дефицит и обеспечить долгосрочную устойчивость государственных финансов с учетом объективных изменений внешних условий и растущей нагрузки на бюджет со стороны пенсионной системы. Вместе с тем продолжение работы по повышению эффективности бюджетных расходов и принятие мер, направленных на улучшение делового климата, будут способствовать преодолению структурных ограничений для роста экономики. При этом сохранение умеренных темпов индексации оплаты труда в бюджетном секторе и тарифов на услуги естественных монополий позволит предотвратить нежелательный рост инфляционных рисков, а также создаст условия для оптимизации издержек производителей.

Прогноз Банка России предполагает, что в рамках всех представленных сценариев в среднесрочной перспективе продолжат

действовать структурные ограничения для роста российской экономики, в том числе связанные с неблагоприятными демографическими тенденциями и невысокой мобильностью трудовых ресурсов. Их воздействие в том числе будет затруднять подстройку экономики к фундаментальному ухудшению внешнеэкономических условий относительно предыдущих лет и ограничивать восстановление экономического роста.

Важным условием повышения долгосрочного потенциала роста экономики должны стать структурные изменения, связанные с перетоком производственных ресурсов из менее конкурентоспособных отраслей в более конкурентоспособные. Кроме того, крайне важными будут меры государственной политики в направлении улучшения делового климата, поддержки повышения качества трудовых ресурсов и роста производительности. В случае если их реализация позволит экономике более динамично преодолевать ресурсные ограничения на среднесрочном горизонте, Банк России не исключает выхода темпов экономического роста на более высокий уровень, чем в рассмотренных сценариях, без дополнительного роста инфляционного давления в экономике.

На прогнозном горизонте будут сформированы условия для снижения инфляционных ожиданий в экономике и последовательного замедления инфляции. Их фактором будет являться сохранение большую часть периода относительно сдержанной динамики доходов и потребительского спроса в условиях реализации консервативной бюджетной политики и последовательной денежно-кредитной политики, направленной на снижение инфляции в среднесрочном периоде.

По мере снижения уровня инфляции и инфляционных ожиданий, имеющих различную скорость в представленных сценариях, Банк России будет снижать ключевую

ставку. Вместе с тем изменение процентной политики будет носить плавный характер, и до устойчивой стабилизации инфляции на низком уровне денежно-кредитная политика останется умеренно жесткой. Это необходимо не только с точки зрения обеспечения снижения уровня инфляции и инфляционных ожиданий, но и с точки зрения поддержания финансовой стабильности. Основным внутренним источником риска для последней может являться чрезмерное ускорение роста кредитной нагрузки, не пропорциональное динамике доходов экономики, возможное в случае избыточного смягчения финансовых условий.

Изменение ключевой ставки будет с лагом до полугода последовательно переноситься в динамику депозитных и кредитных ставок и рыночных кривых доходностей. На прогнозном горизонте смягчение кредитных условий будет происходить не только в форме снижения рыночных процентных ставок вслед за ключевой ставкой Банка России, но и в форме коррекции неценовых условий кредитования на фоне улучшения оценки финансового состояния заемщиков. Последнее будет происходить в том числе по мере снижения накопленной долговой нагрузки субъектов экономики за счет сохранения на первом этапе невысоких темпов роста кредита экономике при умеренно жесткой денежно-кредитной политике.

Скорость восстановления экономического роста в рассмотренных сценариях будет во многом зависеть от изменений деловых настроений и ожиданий, которые наряду с динамикой внешних и внутренних финансовых условий будут влиять на склонность к инвестированию в российскую экономику. Выход темпов роста инвестиций в основной капитал в положительную область ожидается в 2016 году в оптимистичном сценарии, возможен в 2017 году в базовом сценарии. Этот процесс будет поддержан смягчением внутренних финансовых усло-

вий, в том числе по мере снижения ключевой ставки Банка России на прогнозном горизонте. Кроме того, благоприятным фактором будет высвобождение дополнительных средств для инвестиций в основной капитал за счет умеренного роста издержек на оплату труда и услуги инфраструктурных компаний. Вклад в увеличение инвестиций также будут вносить меры по финансированию инфраструктурных проектов за счет средств Фонда национального благосостояния.

Потребительский спрос в краткосрочном периоде будет сдерживаться ухудшением ситуации на рынке труда, характеризующейся сокращением спроса на рабочую силу со стороны компаний и слабым ростом номинальной зарплаты как в частном, так и в государственном секторе. Рост потребительских расходов также будет ограничиваться сдержанным ростом необеспеченного потребительского кредитования при сохранении стабильной склонности населения к сбережению. По мере повышения доходов населения на фоне роста производственной активности, поддерживаемой активизацией инвестиций и положительной динамикой производительности труда, а также повышения доступности заемных ресурсов, в том числе с учетом снижения процентных ставок, ожидается восстановление положительных темпов роста потребления с 2016 года в оптимистичном сценарии и с 2018 года в базовом сценарии.

С учетом указанных тенденций в базовом сценарии темпы роста российской экономики останутся слабоотрицательными в 2016 году, а затем будут постепенно восстанавливаться.

При низком внешнем спросе и неблагоприятной ценовой конъюнктуре мировых товарных рынков темпы роста российского экспорта будут относительно низкими. Однако более существенное снижение спроса на импорт обеспечит сохранение

**Основные показатели прогноза Банка России, %
(если не указано иное)**

	2014 (факт)	2015	2016		2017		2018	
		оценка	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный
Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долларов США за баррель	98	52	50	60	50	70	50	75
Валовый внутренний продукт, год к предыдущему году	0,6	-(3,9-4,4)	-(0,5-1,0)	0,0-0,5	0,0-1,0	1,0-2,0	2,0-3,0	2,5-3,5
Инфляция, декабрь к декабрю предыдущего года	11,4	12,0-13,0	5,5-6,5	5,5-6,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Денежная масса в национальном определении, прирост за год	2,2	5-8	4-7	8-10	8-11	13-16	13-16	13-16
Денежная база в узком определении, прирост за год	2,7	0-3	1-4	5-8	2-5	5-8	5-8	5-8
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте, прирост за год	25,9	4-7	4-7	7-9	8-11	13-16	13-16	13-16

Источник: Банк России.

положительного прироста чистого экспорта в 2016–2017 годах и стабильного уровня сальдо текущего счета платежного баланса России. Помимо динамики торговых компонентов, последнее будет обусловлено уменьшением оттока средств по балансу первичных и вторичных доходов, в большой степени обеспеченным сокращением процентных и дивидендных платежей по внешним обязательствам на фоне последовательного снижения внешнего долга.

Продолжение выплат по внешним обязательствам будет вносить определяющий вклад в формирование отрицательного сальдо финансового счета платежного баланса России. Вместе с тем на фоне ожидаемого сохранения стабильной курсовой динамики, замедления роста доходов в экономике и сохранения привлекательных рублевых процентных ставок, в том числе с учетом динамики ключевой ставки Банка России, прогнозируется сокращение активности вложений резидентов в иностранные финансовые активы. С учетом этого чистый отток капитала частного сектора сократится относительно предыдущих лет и будет находиться в интервале 45–60 млрд долларов США в год. В данном сценарии ожида-

ется, что платежный баланс России будет сбалансирован при достаточно стабильной динамике курса рубля и околонулевом изменении валютных резервов Банка России.

Сохранение сдержанной динамики внутреннего потребительского спроса, относительно стабильной курсовой динамики и инфляционных ожиданий при отсутствии непредвиденных проинфляционных шоков обеспечит последовательное снижение инфляции и выход ее на целевой уровень 4% в 2017–2018 годах. В этом сценарии указанная выше совокупность экономических условий создаст основания для постепенного снижения ключевой ставки Банка России в прогнозном периоде.

В оптимистичном сценарии сдерживающее влияние внешних факторов будет менее выраженным и восстановление роста российской экономики ожидается уже в 2016 году.

Спрос на российский экспорт, как сырьевой, так и несырьевой, сложится на более высоком уровне, чем в базовом сценарии. В свою очередь рост импорта в физическом выражении будет определяться повышением инвестиционного спроса, а затем и восстановлением потребительской активности. Несмотря на несколько опере-

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

	2014 (факт)	2015	2016		2017		2018	
		оценка	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный
ВВП	0,6	-(3,9-4,4)	-(0,5-1,0)	0,0-0,5	0,0-1,0	1,0-2,0	2,0-3,0	2,5-3,5
Расходы на конечное потребление	0,9	-(6,1-6,9)	-(1,0-1,4)	0,0-0,3	(-0,7)-0,3	0,8-1,5	1,5-2,5	2,0-3,0
– домашних хозяйств	1,3	-(9,0-9,5)	-(1,0-2,0)	0,0-0,6	-(0,0-0,9)	1,1-1,7	1,8-2,9	2,5-3,5
Валовое накопление	-7,3	-(21,0-26,0)	-(3,2-6,6)	1,1-3,2	(-0,5)-2,5	4,7-7,7	5,5-7,2	11,5-14,0
– валовое накопление основного капитала	-2,0	-(8,0-8,9)	-(2,8-3,8)	0,6-1,6	(-0,5)-0,5	3,0-4,0	4,0-5,0	5,0-6,0
Чистый экспорт	29,8	74,5-76,5	8,5-10,5	-(1,5-3,5)	8,5-10,5	-(1,5-3,5)	-(5,0-7,0)	-(14,5-16,5)
– экспорт	-0,1	1,5-4,0	0,0-1,0	0,4-1,4	1,0-2,0	1,6-2,6	1,9-2,8	1,9-2,8
– импорт	-7,9	-(18,0-21,5)	-(1,5-2,5)	0,5-2,6	(-1,0)-0,5	3,1-4,0	4,5-6,0	7,0-9,0

Источники: Росстат, Банк России.

жающий рост импорта в реальном выражении относительно экспорта сальдо текущего счета платежного баланса в долларовом эквиваленте останется на более высоком уровне, чем в базовом сценарии. Чистый отток капитала частного сектора на фоне более динамичного восстановления роста доходов в экономике и большего притока средств по счету текущих операций будет также несколько выше базового сценария, находясь в интервале 60–70 млрд долларов США в год. В целом состояние платежного баланса России в данном сценарии позволит Банку России в течение прогнозного периода постепенно наращивать объем валютных резервов. Улучшение внешне-торговых условий на фоне повышения цен на нефть определит нахождение реального курса рубля на более высоком уровне, чем в базовом сценарии.

Благоприятная курсовая динамика в совокупности с предполагаемым снижением инфляционных ожиданий и умеренным ростом потребительского спроса обеспечит замедление инфляции до целевого уровня 4% в 2017–2018 годах при более быстром снижении ключевой ставки Банка России, чем в базовом сценарии.

В рисковом сценарии более неблагоприятное развитие внешней ситуации относи-

тельно предполагающегося в базовом и оптимистичном сценариях обусловит более сильный и продолжительный спад экономики. Негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на экономику реализуется через сокращение доходов от экспорта, ухудшение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте, снижение привлекательности вложений в российскую экономику для российских и внешних инвесторов, а также через ограничение возможностей по финансированию бюджетных расходов. В этих условиях спад ВВП в 2016 году может углубиться до 5 и более процентов.

С учетом увеличения неопределенности развития внешней и внутренней ситуации данный сценарий предполагает рост волатильности на финансовых рынках. В таких условиях возможно резкое ухудшение курсовых и инфляционных ожиданий, которое существенно повышает инфляционные риски и риски для финансовой стабильности. Для предотвращения нарастания указанных рисков в подобной ситуации Банк России может использовать как меры процентной политики, так и другие инструменты, в том числе операции на внутреннем валютном рынке.

**Платежный баланс Российской Федерации
(млрд долларов США)**

	2014 (факт)	2015			2016		2017		2018	
		оценка	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный
Счет текущих операций	59	73	58	83	56	79	51	76		
Торговый баланс	190	156	138	165	131	162	126	164		
Экспорт	498	344	335	374	336	430	346	486		
Импорт	-308	-187	-198	-210	-205	-267	-220	-322		
Баланс услуг	-55	-33	-35	-35	-36	-43	-39	-50		
Экспорт	66	53	54	56	55	59	58	64		
Импорт	-121	-87	-90	-92	-91	-102	-96	-114		
Баланс первичных и вторичных доходов	-75	-50	-44	-46	-39	-40	-37	-38		
Счет операций с капиталом	-42	0	0	0	0	0	0	0		
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	17	73	58	83	56	79	51	76		
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-134	-88	-59	-68	-56	-64	-50	-61		
Сектор государственного управления и центральный банк	29	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3		
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-154	-85	-56	-65	-53	-61	-47	-58		
Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост) ¹	108	15	0	-15	0	-15	0	-15		

¹ Изменения валютных резервов за счет операций Банка России, включая операции репо в иностранной валюте, операции «валютный своп» Банка России, а также конверсионные операции Банка России на внутреннем валютном рынке для обеспечения использования средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния. Во всех представленных сценариях с учетом перехода к режиму плавающего валютного курса предполагается отсутствие в 2016–2018 годах прямых операций Банка России по покупке/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках курсовой политики.

Источник: Банк России.

В рисковом сценарии охлаждение экономической активности, в большой степени обусловленное причинами структурного характера, будет иметь ограниченный дезинфляционный эффект. С учетом этого, а также с учетом сохранения рисков со стороны курсовых и инфляционных ожиданий инфляция будет находиться на более высоких уровнях, составляя 7–9% в 2016 году. Ключевая ставка Банка России в течение продолжительного периода будет оставаться более высокой, чем в базовом и оптимистичном сценариях.

В рамках любого из рассмотренных сценариев возможна также реализация дополнительных рисков, которые могут повлиять на инфляционную динамику. На текущем этапе, по оценкам Банка России, риски в ценовой динамике распределены несимме-

трично и в значительной степени смещены в сторону проинфляционных, что требует сохранения относительно консервативного подхода к формированию денежно-кредитной политики. Риском для прогноза инфляции являются скачки традиционно отличающихся высокой волатильностью цен на продовольствие в зависимости от урожая отдельных сельскохозяйственных культур. Инфляционный эффект также могут иметь изменения бюджетной и тарифной политики, не предполагающиеся в рассмотренных сценариях. Сохраняются внешние риски со стороны геополитических факторов, влияние которых на ценовую динамику может быть реализовано через изменение валютного курса.

Ускорение годовых темпов инфляции под действием указанных выше факторов,

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

Банк России на регулярной основе по мере поступления новых данных будет осуществлять оценку и уточнение параметров прогноза макроэкономического развития, которые могут оказать влияние на решения в области реализации денежно-кредитной политики для достижения установленной цели. Соответствующая информация будет оперативно представляться в публикуемом ежеквартально Докладе о денежно-кредитной политике Банка России.

3.2. Развитие системы инструментов денежно-кредитной политики

Банк России предусматривает сохранение структурного дефицита ликвидности банковского сектора в 2016–2018 годах. При этом в течение рассматриваемого периода ожидается сокращение потребности кредитных организаций в рублевом рефинансировании Банка России, что будет обусловлено главным образом притоком ликвидности в банковский сектор за счет использования средств суверенных фондов в связи с необходимостью финансирования расходов федерального бюджета. При этом увеличение объема наличных денег в обращении на фоне восстановления российской экономики приведет к незначительному оттоку ликвидности из банков-

ского сектора. По прогнозу Банка России, ожидается формирование задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования в диапазоне 3,7–5,6 трлн рублей к концу 2018 года.

В целом процесс формирования системы инструментов денежно-кредитной политики завершен, и в дальнейшем не предполагается значительных изменений. Вместе с тем в предстоящие три года Банк России продолжит совершенствовать отдельные ее элементы.

С начала 2016 года график периодов усреднения обязательных резервов будет синхронизирован с расчетами по основным операциям рефинансирования Банка России, что приведет к снижению вероятности возникновения существенных отклонений спроса на ликвидность от ее предложения. Длина периодов усреднения будет установлена равной 4–5 неделям. Кроме того, в предстоящий трехлетний период Банк России планирует продолжить повышение коэффициента усреднения обязательных резервов, что расширит возможности кредитных организаций по управлению собственной ликвидностью в условиях локальных ее изменений за счет использования механизма усреднения обязательных резервов. В частности, в дни формирования краткосрочной потребности в ликвидности (например, из-за непредвиденных платежей в бюджет) кредитные организации могут снизить уровень корреспондентских счетов в Банке России на необходимую величину, не привлекая средства на денежном рынке или у Банка России. И наоборот, в случае формирования краткосрочного избытка банки не будут стремиться разместить данные средства на денежном рынке.

По мере постепенной адаптации кредитных организаций к сделанным ранее и планируемым изменениям в системе инструментов и повышения ими качества управления собственной рублевой ликвидностью ожидается сокращение частоты ис-

пользования кредитными организациями операций постоянного действия и необходимости проведения Банком России аукционов «тонкой настройки». В конечном итоге это приведет к снижению уровня волатильности краткосрочных процентных ставок денежного рынка и будет способствовать повышению эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Другим направлением работы Банка России в 2016–2018 годах будет совершенствование технологических аспектов проведения операций. В частности, будет организован доступ к трехсторонним сервисам управления обеспечением по операциям репо с корзиной обеспечения через биржевые и внебиржевые каналы предоставления ликвидности. Банк России также планирует развивать электронный документооборот с кредитными организациями при проведении операций по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами.

Кроме того, Банк России усовершенствует договорную базу, регламентирующую проведение операций репо на российском финансовом рынке, путем перехода к единому генеральному соглашению Банка России по всем видам операций репо на условиях единого ликвидационного неттинга.

Банк России также планирует работать в направлении улучшения расчетно-клиринговой инфраструктуры российского финансового рынка с акцентом на развитие и диверсификацию систем управления обеспечением по операциям репо. Данная мера включает осуществление интеграции российского фондового и денежного рынков с международными депозитарными системами и системами управления обеспечением.

Банк России продолжит работу по повышению согласованности времени работы платежной системы, финансовых рын-

ков и времени проведения операций Банка России. Это позволит увеличить эффективность перераспределения ликвидности в банковском секторе и сократить операционные издержки кредитных организаций, а также будет способствовать созданию условий для повышения эффективности механизма реализации денежно-кредитной политики в результате уменьшения частоты использования кредитными организациями операций Банка России постоянного действия по предоставлению рублевой ликвидности.

Банк России по-прежнему будет взаимодействовать с Федеральным казначейством по вопросам управления остатками бюджетных средств на счетах в Банке России и влияния бюджетных потоков на реализацию денежно-кредитной политики Банком России. Проведение Федеральным казначейством операций по размещению временно свободных бюджетных средств на банковские депозиты, а также операций репо позволит сгладить влияние бюджетных потоков на ликвидность банковского сектора.

3.3. Денежно-кредитная политика во взаимодействии с другими функциями Банка России: перспективы развития

В предстоящие три года вероятно сохранение ряда проблем в российской экономике, требующих продолжения реализации дополнительных нестандартных мер Банком России. Данные проблемы будут носить как внешний, так и внутренний характер. Среди внешних факторов следует выделить сохранение санкций со стороны ряда стран в отношении российских компаний. Внутренние проблемы обусловлены текущей структурой российской экономики и ресурсными ограничениями, в том числе связанными с неблагоприятными демографическими тенденциями. Применяя допол-

нительные меры, Банк России продолжит оценивать их влияние на российскую экономику, с тем чтобы не допустить искажения работы рыночных механизмов, а также формирования и наращивания дисбалансов.

Для обеспечения стабильного функционирования банковского сектора и финансового рынка в условиях сохранения ограниченного доступа российских организаций на международные рынки капитала Банк России продолжит проведение операций рефинансирования в иностранной валюте. Данные операции будут проводиться преимущественно в форме аукционов репо. Решения об объеме предоставления иностранной валюты на аукционах будут по-прежнему приниматься Банком России на основе прогноза платежного баланса, в том числе будет учитываться ожидаемый объем погашений финансовыми и нефинансовыми компаниями внешнего долга. При развитии ситуации в экономике по базовому и оптимистичному сценариям по мере постепенной адаптации кредитных организаций и компаний к введенным ограничениям и переориентации на другие источники финансирования, в том числе азиатские рынки капитала, Банк России рассмотрит возможность сокращения объемов рефинансирования кредитных организаций в иностранной валюте. Вместе с тем при развитии ситуации по рисковому сценарию, вероятно, потребуется увеличение объема предоставления иностранной валюты кредитным организациям на возвратной основе.

Банк России продолжит следовать режиму плавающего валютного курса, при этом в случае возникновения угроз для финансовой стабильности будет готов совершать интервенции на внутреннем валютном рынке. Для выявления возникновения угроз для финансовой стабильности Банк России будет осуществлять мониторинг широкого круга показателей, в том числе индикаторов

волатильности на валютном рынке, а также показателей отклонения уровня валютного курса от фундаментально обоснованного уровня.

Для того чтобы в случае возникновения продолжительных негативных шоков была возможность обеспечивать бесперебойное обслуживание иностранных обязательств в течение нескольких лет, а также для стабильного функционирования российской финансовой системы в целом и валютного рынка в частности необходим значительный объем международных резервов. Банк России оценил необходимый объем международных резервов на уровне около 500 млрд долларов США и планирует продолжить проведение операций по покупке иностранной валюты для увеличения объема международных резервов до указанного уровня.

Как и ранее, Банк России не будет устанавливать конкретное значение курса рубля, при достижении которого проведение указанных операций может быть возобновлено или приостановлено. При принятии решений о проведении операций по покупке иностранной валюты и их объемах Банк России будет принимать во внимание тенденции в курсовой динамике, складывающиеся под влиянием фундаментальных и конъюнктурных факторов, состояние российской экономики и платежного баланса. В целом данные операции будут проводиться в небольших объемах равномерно в течение дня таким образом, чтобы не оказывать влияние на внутридневную динамику курса рубля. Опосредованное воздействие, которое интервенции для целей пополнения резервов могут оказать на курс национальной валюты в среднесрочной перспективе, будет приниматься во внимание при подготовке макроэкономических прогнозов и, следовательно, при принятии решений об уровне ключевой ставки. Кроме того, данные операции будут учитываться Банком России при принятии решений об объе-

мах предоставления рублевой ликвидности банковскому сектору и не будут оказывать влияния на эффективность управления процентными ставками.

Наращивание международных резервов до уровня 500 млрд долларов США потребует продолжительного времени и будет зависеть от развития ситуации по тому или иному сценарию.

Операции по покупке иностранной валюты в целях пополнения международных резервов, как и операции валютного рефинансирования, направлены на достижение обеспечения стабильного функционирования финансового сектора, однако на разном временном горизонте. Использование операций предоставления иностранной валюты необходимо в наиболее острую фазу адаптации экономики к условиям ограниченного доступа на международные рынки капитала, а накопление достаточного уровня международных резервов позволяет увеличить запас прочности для прохождения внешних шоков в будущем. При этом в связи с тем, что операции предоставления иностранной валюты проводятся на возвратной основе, в среднесрочной перспективе они не оказывают влияния на уровень достаточности международных резервов, приводя только к краткосрочному сокращению их объема.

В целях стимулирования отдельных сегментов кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами, Банк России в 2016–2018 годах также продолжит использовать специальные инструменты рефинансирования, в рамках которых средства предоставляются кредитным организациям по льготным процентным ставкам на длительные сроки. Данные механизмы направлены на поддержку финансирования инвестиционных проектов, в том числе субъектов малого и среднего предпринимательства, экспортно ориентированных организаций, а также ипотеч-

ного кредитования. Банк России будет осуществлять мониторинг и анализ эффективности специализированных механизмов и принимать меры по оптимизации условий их применения. При этом Банк России по-прежнему будет ограничивать объемы предоставления средств в рамках данных программ, поскольку они не относятся к основным инструментам денежно-кредитной политики и их применение не должно снижать эффективность проводимой денежно-кредитной политики и препятствовать достижению цели по инфляции. Банк России планирует реализовывать специализированные инструменты рефинансирования до тех пор, пока на финансовом рынке не будут созданы условия для замещения программ стимулирования приоритетных сегментов экономики рыночными механизмами.

В предстоящий трехлетний период также будет продолжена работа в направлении усиления координации мер, принимаемых Банком России при выполнении возложенных на него функций.

Банк России продолжит изучение каналов взаимного влияния мер денежно-кредитной политики, макропруденциальной политики и политики по обеспечению финансовой стабильности в целом для обеспечения эффективности воздействия принимаемых мер. Банк России будет стремиться интегрировать количественные оценки данных взаимных влияний в существующие прогнозные модели для их более полного учета при принятии решений.

Банк России планирует проведение комплексной оценки нормативно-правовых актов в области пруденциального регулирования, которые оказывают влияние на кредитную деятельность банков, операции Банка России и в целом на условия проведения денежно-кредитной политики. Полученная информация позволит Банку России в случае необходимости обеспе-

чить возможность адаптации параметров инструментов денежно-кредитной политики к новым условиям.

В целях повышения прозрачности проводимой денежно-кредитной политики, а также для обмена мнениями о ситуации в банковском секторе, экономике в целом и перспективах ее развития Банк России будет предпринимать дальнейшие шаги по расширению взаимодействия с кредит-

ными организациями, банковскими ассоциациями, аналитиками и представителями научного сообщества. Банк России продолжит проведение регулярных встреч с экспертами банковского сектора, опросов кредитных организаций и банковских ассоциаций по наиболее актуальным вопросам денежно-кредитной политики и обеспечения финансовой стабильности.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица 1

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

	Ключевая (целевая) ставка центрального банка, % годовых	Ставка банковского креди- та нефинансовому сектору на срок до 1 года/1 год, % годовых	Инфляция, в % к соот- ветствующему месяцу предыдущего года	Темпы прироста ВВП, в % к соответствующему кварта- лу предыдущего года
Россия	11,0	18,6	15,6	-4,6
Бразилия	14,25	40,2	9,56	-1,6
Индия	7,25	10,3	3,78	7,5
Китай	4,85	4,9	1,6	7,0
ЮАР	6,0	9,3	5,0	2,1
США	0–0,25	3,3	0,2	2,3
Еврозона	0,05	3,1	0,2	1,2

¹ Данные по ключевым (целевым) ставкам приведены по состоянию на 21.08.2015, по банковским ставкам по кредитам – за июнь 2015 года, по инфляции – за июль 2015 года, по темпам прироста ВВП – за II квартал 2015 года (по Бразилии, Индии и ЮАР – за I квартал 2015 года).

Таблица 2

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

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

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, Банк России.

Таблица 3

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продо- вольственные товары	Прирост цен на продо- вольственные товары ¹	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольственные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2013								
Январь	7,1	5,7	8,6	7,8	16,1	5,1	4,9	7,8
Февраль	7,3	5,7	8,7	7,8	16,8	5,3	5,0	8,2
Март	7,0	5,6	8,3	7,7	13,8	5,2	4,9	7,9
Апрель	7,2	5,7	8,8	7,7	18,3	5,1	4,9	8,1
Май	7,4	5,9	9,2	8,0	19,1	5,0	4,8	8,3
Июнь	6,9	5,8	8,0	7,9	8,2	4,9	4,9	8,1
Июль	6,5	5,6	6,8	7,4	1,3	4,8	4,6	8,4
Август	6,5	5,5	6,5	7,2	0,8	4,9	4,6	8,7
Сентябрь	6,1	5,5	6,3	7,2	-1,4	4,7	4,4	7,8
Октябрь	6,3	5,5	6,9	7,2	4,4	4,5	4,3	7,7
Ноябрь	6,5	5,6	7,5	7,3	8,9	4,5	4,4	7,9
Декабрь	6,5	5,6	7,3	7,1	9,3	4,5	4,4	8,0
2014								
Январь	6,1	5,5	6,5	6,4	7,7	4,3	4,3	7,8
Февраль	6,2	5,6	6,9	6,5	10,1	4,3	4,3	7,9
Март	6,9	6,0	8,4	7,5	15,9	4,6	4,5	8,2
Апрель	7,3	6,5	9,0	8,3	14,4	4,9	4,7	8,5
Май	7,6	7,0	9,5	9,5	10,1	5,1	4,9	8,4
Июнь	7,8	7,5	9,8	10,5	3,9	5,3	5,0	8,7
Июль	7,5	7,8	9,8	11,2	-1,5	5,6	5,2	7,0
Август	7,6	8,0	10,3	11,5	-0,8	5,5	5,3	6,7
Сентябрь	8,0	8,2	11,4	12,0	6,1	5,5	5,3	6,9
Октябрь	8,3	8,4	11,5	12,1	5,3	5,7	5,4	7,6
Ноябрь	9,1	8,9	12,6	12,8	11,1	5,9	5,6	8,7
Декабрь	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
2015								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,1	11,6
Июнь	15,3	16,7	18,8	18,4	22,8	14,2	15,0	11,7
Июль	15,6	16,5	18,6	17,5	27,9	14,3	15,0	13,4
Август	15,8	16,6	18,1	17,0	29,1	14,6	15,3	14,1

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Источники: Росстат, Банк России.

Таблица 4

Макроэкономические индикаторы

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

	ВВП ¹	ИБВЭД ²	Промыш- ленное производ- ство	Сельское хозяйство	Строи- тельство	Грузообо- рот транс- порта	Оборот роз- ничной торговли	Оборот оптовой торговли	Инве- стиции в основной капитал	Реальные располагае- мые денеж- ные доходы населения	Реальная зарплатная плата	Уровень безработи- цы (в % к ЗАН)
2013												
Январь		1,3	-0,4	1,6	5,6	-1,6	4,5	2,2	4,0	0,4	5,4	6,0
Февраль		-1,1	-3,1	1,5	3,7	-2,5	3,1	-1,5	1,1	6,6	3,3	5,8
Март	0,7	1,3	-0,1	1,2	4,6	-1,3	4,5	1,0	2,8	9,6	5,1	5,7
Апрель		1,7	1,1	0,8	-1,6	0,3	4,3	4,5	1,7	9,0	8,5	5,6
Май		0,4	-0,5	0,6	0,1	0,4	3,4	-0,5	-0,6	0,2	4,7	5,2
Июнь	1,2	1,2	1,7	1,2	-2,0	-0,5	3,8	-0,9	-0,1	2,1	5,3	5,4
Июль		1,9	0,8	5,5	5,2	-0,3	4,5	-1,8	2,0	4,5	6,4	5,3
Август		0,2	-0,2	3,3	-4,0	0,6	4,2	-2,5	-1,2	4,2	6,8	5,2
Сентябрь	1,3	1,2	1,3	1,8	-4,7	1,9	3,2	1,2	-1,5	0,8	6,3	5,3
Октябрь		2,8	1,0	21,9	0,7	6,2	3,3	0,5	-0,2	5,5	5,4	5,5
Ноябрь		2,8	2,8	10,3	1,6	0,7	4,1	2,8	4,7	2,2	4,1	5,4
Декабрь	2,1	0,9	0,4	1,4	-1,4	2,5	3,5	3,3	-0,2	3,4	2,7	5,6
2014												
Январь		-0,7	-0,2	2,3	-9,2	3,3	2,8	-3,0	-7,3	-1,0	5,2	5,6
Февраль		1,2	2,1	2,5	-4,8	1,1	4,3	-0,6	-4,5	-0,9	4,6	5,6
Март	0,6	0,1	1,4	2,7	-5,7	0,4	4,5	-4,5	-4,7	-7,1	3,8	5,4
Апрель		0,6	2,4	3,5	-4,9	-0,6	3,0	-4,6	-2,6	0,5	3,2	5,3
Май		0,8	2,8	3,5	-8,1	1,4	2,4	-3,7	-2,7	6,2	2,1	4,9
Июнь	0,7	-0,1	0,4	3,0	-3,1	2,9	1,1	-4,8	-0,7	-3,4	2,1	4,9
Июль		0,8	1,5	8,6	-4,4	0,1	1,6	-3,8	-0,9	2,6	1,4	4,9
Август		-0,2	0,0	4,8	-3,3	-1,4	1,6	-4,0	-1,6	4,0	-1,2	4,8
Сентябрь	0,9	2,2	2,8	16,5	-5,9	-1,6	1,8	-4,3	-1,9	0,2	1,5	4,9
Октябрь		-0,1	2,9	-11,7	-1,8	-3,1	1,7	-2,4	-0,8	2,1	0,6	5,1
Ноябрь		-0,5	-0,4	0,7	-4,7	-0,4	1,9	-4,8	-7,8	-3,8	-1,2	5,2
Декабрь	0,4	1,9	3,9	4,2	-2,7	-3,0	5,1	-2,9	-1,1	-6,2	-4,0	5,3
2015												
Январь		-1,1	0,9	2,8	-3,5	-3,9	-3,6	-4,5	-3,9	-0,7	-8,4	5,5
Февраль		-3,1	-1,6	3,2	-3,1	-1,4	-7,0	-8,8	-4,3	-1,6	-7,4	5,8
Март	-2,2	-2,8	-0,6	4,2	-6,7	0,6	-8,5	-9,5	-2,7	-1,6	-10,6	5,9
Апрель		-5,8	-4,5	3,3	-5,2	-1,2	-9,6	-14,2	-4,8	-3,9	-9,6	5,8
Май		-6,8	-5,5	2,7	-10,3	-3,9	-9,2	-13,6	-7,6	-6,5	-7,4	5,6
Июнь	-4,6	-6,1	-4,8	1,6	-10,0	-3,2	-9,4	-9,5	-7,1	-3,1	-8,6	5,4
Июль		-5,9	-4,7	-1,9	-10,3	1,8	-9,2	-13,8	-8,5	-2,0	-9,2	5,3

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

Источник: Росстат.

Таблица 5

**Прогноз показателей денежной программы,
трлн рублей (если не указано иное)¹**

	1.01.2015 (факт)	1.01.2016 (оценка)	1.01.2017		1.01.2018		1.01.2019	
			базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный	базовый	оптимистичный
ДЕНЕЖНАЯ БАЗА (узкое определение)	9,1	9,1	9,3	9,6	9,5	10,1	10,0	10,8
– наличные деньги в обращении (вне Банка России)	8,8	8,8	9,1	9,4	9,5	10,1	10,0	10,8
– обязательные резервы ²	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
ЧИСТЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ	20,7	19,9	19,9	20,7	19,9	21,5	19,9	22,4
– в млрд долларов США	368,0	353,0	353,0	368,0	353,0	383,0	353,0	398,0
ЧИСТЫЕ ВНУТРЕННИЕ АКТИВЫ	-11,6	-10,7	-10,5	-11,1	-10,3	-11,4	-9,8	-11,5
Чистый кредит расширенному правительству	-10,3	-8,2	-6,7	-7,4	-6,0	-6,7	-6,4	-7,5
Чистый кредит банкам	6,5	3,1	1,4	2,4	0,6	1,8	1,5	3,4
– валовой кредит банкам	8,6	5,3	3,9	4,9	3,3	4,5	4,4	6,3
в том числе требования по операциям рефинансирования ³	7,4	4,6	3,2	4,2	2,6	3,8	3,7	5,6
– корреспондентские счета и депозиты кредитных организаций в Банке России	-2,1	-2,2	-2,5	-2,5	-2,7	-2,7	-2,9	-2,9
Прочие чистые неклассифицированные активы	-7,7	-5,6	-5,3	-6,0	-4,9	-6,5	-5,0	-7,5

¹ Показатели денежной программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2015 года (56,2376 рубля за доллар США).

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

³ Включают требования по операциям рефинансирования в национальной валюте, в том числе обеспеченным кредитам, операциям репо, сделкам «валютный своп».

Источник: Банк России.

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 доля процентного пункта.

Бивалютная корзина

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

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

Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)

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

Денежный агрегат М1

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

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

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

Индекс волатильности нефти CBOE

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

Индекс доллара США (DXY)

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

Индекс потребительских цен (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

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 эф-

фактивного 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

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

Ключевая ставка Банка России

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

Контрциклическая валюта

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

Коридор процентных ставок Банка России (процентный коридор)

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

Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)

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

Ликвидность банковского сектора

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

Ломбардный список Банка России

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

Направленность денежно-кредитной политики

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

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция репо

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

Параллельный банковский сектор

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Покрытые облигации (Covered bonds)

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

Потенциальный выпуск

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

Премия за риск рыночного портфеля акций

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

Процентный коридор

См. определение термина «коридор процентных ставок Банка России».

Проциклическая валюта

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

Разрыв выпуска

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

Реализованная волатильность валютного курса (realized volatility)

Мера волатильности валютного курса, рассчитанная на основании 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 нерегулярно воздействовать на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений.

Режим таргетирования инфляции

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

Режим управляемого плавания валютного курса

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

Риск-нейтральная мера (risk-neutral measure)

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

Спред по CDS

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

Средства на счетах расширенного правительства

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

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

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

Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета

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

Текущий дефицит ликвидности

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

«Улыбка» волатильности (volatility smile)

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

Усреднение обязательных резервов

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

Факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

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

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

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

Сумма наличных денег в обращении и остатков средств резидентов Российской Федерации (нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц) на расчетных, текущих и иных счетах до востребования (в том числе счетах для расчетов с использованием банковских карт), срочных депозитов и иных привлеченных на срок

средств, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации и иностранной валюте, а также начисленные проценты по ним.

Butterfly

Опционная позиция из опционов с одинаковыми сроками исполнения, котировка которой рассчитывается по формуле:

$$BF = (CALL + PUT - 2 \cdot ATM) / 2,$$

где CALL и PUT – значения вмененной волатильности для call- и put-опционов с соответствующими дельтами,

ATM – значение вмененной волатильности для опциона «в деньгах».

Данная котировка отражает «тяжесть» хвостов распределения оценок будущих колебаний курса относительно риск-нейтральной меры.

Cross-currency basis swap

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

FRA (forward rate agreement)

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

OIS (overnight index swap)

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

Risk reversal

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

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию
АСВ – Агентство по страхованию вкладов
б. п. – базисный пункт (0,01 п. п.)
БИПЦ — базовый индекс потребительских цен
ВВП — валовый внутренний продукт
ВНОК — валовое накопление основного капитала
ВЦИОМ — всероссийский центр изучения общественного мнения
ВЭБ – Внешэкономбанк
г. — год
гг. — годы
ДДКП — Департамент денежно-кредитной политики Банка России
долл.— доллары
ИПЦ — индекс потребительских цен
КОД — коэффициент обслуживания долга (отношение потока платежей по накопленному долгу, включающих как погашение части основной суммы долга, так и выплату процентов, к величине текущих доходов
КПМ — квартальная прогнозная модель Банка России
МБК — межбанковские кредиты
млн — миллион
млрд — миллиард
МСБ – малый и средний бизнес
НПФ – негосударственный пенсионный фонд
ОАО – открытое акционерное общество
ОНБП — основные направления бюджетной политики
ОФЗ – облигации федеральных займов
ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом
ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом
ПАО – публичное акционерное общество
РПБ6 — Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, Международный валютный фонд
руб. — рубль
РЭБ — «Российский Экономический Барометр»
СФР — страны с формирующимися рынками
США — Соединенные Штаты Америки
трлн — триллион
тыс. — тысяча
УБК – условия банковского кредитования
УК – управляющая компания
ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ
ФОМ — Фонд «Общественное Мнение»
Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds
IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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