

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

Доклад о денежно- кредитной политике

№1 • Январь 2013 года

**Москва
2013**

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

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

Благодарим за содействие.

В целях повышения информационной прозрачности своей деятельности Банк России намерен развивать практику регулярного разъяснения широкой общественности содержания проводимой денежно-кредитной политики. Данным выпуском Банк России начинает публикацию на ежеквартальной основе Доклада о денежно-кредитной политике.

Доклад предназначен для широкой целевой аудитории – профессионального сообщества, прессы, населения. Задачей доклада является улучшение информирования общественности о политике Банка России, целях его деятельности и принимаемых мерах. В целях обоснования принятых Банком России решений по вопросам денежно-кредитной политики в доклад включены разделы, содержащие описание конъюнктуры мировой экономики, а также оценку Банком России текущего состояния российской экономики и перспектив развития экономической ситуации и инфляционных рисков. Отдельный раздел посвящен реализации денежно-кредитной политики, включая описание действующей операционной процедуры и характеристику изменений в системе инструментов Банка России.

Данный выпуск посвящен денежно-кредитной политике Банка России в IV квартале 2012 года. В нем также отражены итоги заседания Совета директоров Банка России, которое состоялось в январе 2013 года.

Содержание

Резюме	3
I. Макроэкономические условия	5
I.1. Внешнеэкономические условия и валютный курс	5
<i>Мировая экономика</i>	5
<i>Товарные рынки</i>	7
<i>Платежный баланс России</i>	8
<i>Политика валютного курса Банка России</i>	10
I.2. Внутренние экономические условия	12
<i>Государственные финансы</i>	12
<i>Финансовый сектор</i>	13
<i>Внутренний спрос</i>	23
<i>Рынок труда</i>	27
<i>Производство</i>	28
I.3. Инфляция	31
II. Перспективы развития экономической ситуации и оценка рисков	33
II.1. Перспективы развития экономической ситуации	33
II.2. Оценка рисков	36
<i>Кратко- и среднесрочные риски</i>	36
<i>Монетарный анализ инфляционных рисков</i>	37
III. Реализация денежно-кредитной политики Банка России	39
III.1. Ключевые решения в области денежно-кредитной политики	39
III.2. Операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора	41
Глоссарий	44
Приложение 1 (раскрытие информации по денежно-кредитной политике на официальном сайте Банка России)	48
Приложение 2 (статистические таблицы)	52

Резюме

Банк России принимает решения в области денежно-кредитной политики на основе анализа внешних и внутренних макроэкономических условий и перспектив экономического развития, а также инфляционных шоков и рисков их распространения на инфляционные ожидания. При этом учитывается необходимость достижения целевых ориентиров по инфляции в среднесрочной перспективе.

В 2012 г. сохранились неблагоприятные тенденции развития мировой экономической конъюнктуры. Рецессия в еврозоне и в целом слабое состояние спроса в экономиках, которые вносят наибольший вклад в мировое потребление, обусловили замедление роста ВВП стран с формирующимися рынками. Все это привело к снижению скорости роста глобального потребления, включая использование первичных ресурсов. Вместе с тем в IV квартале 2012 г. наблюдались признаки того, что спад деловой активности в мире не углубляется. Более устойчивой стала ситуация на финансовых рынках. Этому способствовали стимулирующие меры монетарной политики в США и принятые в еврозоне решения о реагировании на кризисные явления и снижении рисков для финансовой системы валютного союза в долгосрочной перспективе.

Ситуация в реальном секторе российской экономики во второй половине 2012 г. характеризовалась некоторым замедлением темпов роста. Основным фактором экономического роста оставался внутренний спрос, однако в III–IV кварталах темпы роста потребительского и инвестиционного спроса были ниже, чем в соответствующий период 2011 года. Фактический выпуск товаров и услуг, по оценкам, близок к своему потенциальному уровню. Таким образом, состояние спроса в 2012 г. не оказывало повышательного давления на инфляцию.

В IV квартале 2012 г. наблюдалась стабилизация инфляции (в скользящем годовом выражении) после ее повышения в III квартале. В конце года темпы прироста потребитель-

ских цен превышали целевой диапазон 5–6% и были выше, чем в 2011 г., в связи с динамикой волатильных факторов (цен на плодоовощную продукцию). При этом базовая инфляция снизилась.

По оценкам, в 2013 г. низкий уровень деловой активности в мире будет по-прежнему сдерживать рост российской экономики. Кроме того, не исключены еще более пессимистичные сценарии во внешнем секторе. Риски обусловлены неурегулированными до конца проблемами в еврозоне, ростом государственного долга США и изменениями бюджетной политики этой страны. Однако если финансовые рынки не подвергнутся вновь сильным стрессам, а позитивное влияние принимаемых в зарубежных экономиках стабилизационных мер будет в зависимости от обстоятельств подкреплено дополнительными стимулами, глобальная конъюнктура в целом не будет ухудшаться по сравнению с 2012 годом.

Высокая неопределенность внешних перспектив подразумевает возможность корректировок экономических прогнозов для России на 2013 г. и прогнозов платежного баланса, в том числе в отношении потоков частного капитала.

Совокупный спрос, как ожидается, и в 2013 г. не будет оказывать повышательного давления на инфляцию. Сдерживающее влияние на темпы роста внутреннего спроса могут оказать: слабая динамика инвестиций в основной капитал, замедление темпов увеличения спроса на кредитные ресурсы, снижение роста реальных доходов и потребительской уверенности населения.

Воздействие на инфляцию со стороны денежно-кредитных условий, вероятно, будет носить умеренно сдерживающий характер. Замедление темпов роста денежной массы в 2012 г. может сказаться на снижении темпов роста цен во второй половине 2013 года.

Текущая динамика кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам в целом свидетельствует о переходе к более

умеренным темпам роста, хотя темпы роста кредитов населению остаются на достаточно высоком уровне.

В течение 2013 г., в отсутствие дополнительных ценовых шоков, возможно возвращение темпов роста цен к целевым показателям. Риск превышения целевых диапазонов, связанный с динамикой продовольственных цен, в настоящее время оценивается как умеренный.

Исходя из приведенных выше оценок, в IV квартале 2012 г. и январе 2013 г. Банк России не изменял ставки по основным инструментам, определяющим стоимость заимство-

ваний для банков. При этом в декабре 2012 г. были снижены на 0,25 процентного пункта ставки по рублевой части сделок «валютный своп» и повышены на 0,25 процентного пункта ставки по депозитным операциям Банка России на фиксированных условиях. Ширина процентного коридора сократилась до 200 базисных пунктов, его границы стали симметричными относительно минимальной ставки по аукционам краткосрочного предоставления ликвидности. Сужение процентного коридора Банка России направлено на ограничение волатильности ставок денежного рынка.

I. Макроэкономические условия

I.1. Внешнеэкономические условия и валютный курс

Мировая экономика

В IV квартале 2012 г. сохранялись негативные тенденции мировой экономической конъюнктуры, вызванные финансовыми трудностями еврозоны и спадом в европейской экономике. Рецессия в еврозоне продолжилась.

Первый раз за три квартала уменьшился ВВП Германии (по предварительным данным – на 0,4% относительно предыдущего квартала), что соответствовало прогнозам, хотя ожидался меньший спад. Ослабление деловой активности в странах – торговых партнерах Германии ведет к сокращению заказов (внешних и внутренних) на инвестиционные товары и снижению внутренних капиталовложений.

По предварительным данным, ВВП США в IV квартале 2012 г. незначительно сократился относительно предыдущего квартала. Причинами были уменьшение государственного потребления (что связано с его неравномерным распределением по отдельным кварталам), а также снижение темпов роста запасов материальных оборотных средств в производственном секторе. Восходящий тренд динами-

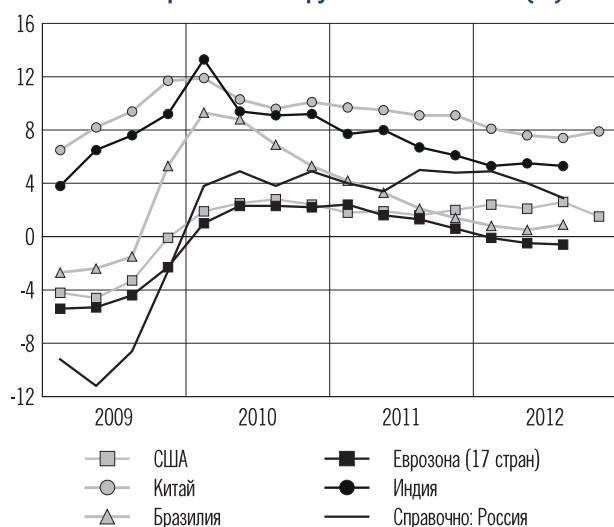
ки ВВП поддерживался ростом внутреннего частного потребления. В IV квартале увеличились инвестиции в основной капитал. В течение квартала поступала позитивная информация по ряду краткосрочных экономических показателей: численности занятых, активности в жилищном строительстве.

Слабый спрос в крупнейших потребляющих экономиках в сочетании с нестабильностью финансовых рынков в 2012 г. обусловил замедление роста ВВП стран с формирующимися рынками, в том числе в азиатском регионе. Тем не менее, в Китае меры поддержки деловой активности посредством увеличения государственных расходов и смягчения денежно-кредитной политики, принимавшиеся в течение года, способствовали повышению в IV квартале 2012 г. (впервые за восемь кварталов) темпов роста ВВП до 7,9% относительно аналогичного периода предыдущего года.

Экономическая ситуация в мире в IV квартале оставалась неблагоприятной, но не отклонилась существенно в худшую сторону от прогнозов. Это способствовало восстановлению менее пессимистичных, чем в III квартале, настроений в деловых кругах, среди инвесторов и потребителей. В течение квартала наблюдалось повышение индексов PMI во многих экономиках (в США и Китае они вновь превысили 50%)¹. Возобновился рост таких показателей, как индекс бизнес-климата в Германии и индекс потребительского доверия в США².

На настроения экономических агентов и участников финансовых рынков в IV квартале 2012 г. повлияло принятое в сентябре Фе-

Темпы роста ВВП зарубежных экономик (%)*

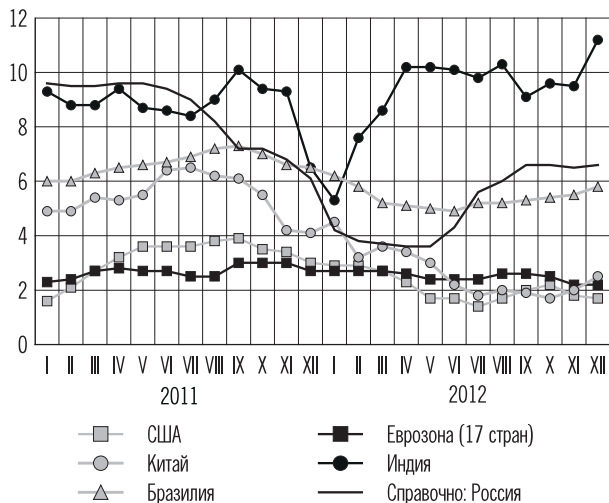


* Прирост относительно соответствующего квартала предыдущего года.
Источник: национальные органы государственной статистики, Евростат.

¹ Показатели деловой активности PMI (Purchasing Managers' Indices) больше 50% означают рост активности, меньше 50% – снижение.

² Индекс бизнес-климата в Германии (CES-Ifo Group, Мюнхен) определяется на основе оценок компаниями текущих экономических условий и краткосрочных перспектив. Индекс потребительского доверия в США (Conference Board, Нью-Йорк): показатель настроений потребителей, проявляющихся в использовании ими доходов на потребление или создание сбережений.

Инфляция в зарубежных экономиках (%)*



* Приrost общего уровня потребительских цен относительно соответствующего месяца предыдущего года.
 Источник: национальные органы государственной статистики, Евростат.

Динамика индексов рынков акций MSCI (1.01.2010 = 100)



Источник: Bloomberg.

деральной резервной системой США (ФРС) решение возобновить покупку MBS³ (сумма операций определена в 40 млрд. долл. США в месяц, срок – до достижения удовлетворительных темпов роста занятости). В декабре ФРС также приняла решение о проведении в 2013 г. операций по покупке долгосрочных государственных ценных бумаг на сумму 45 млрд. долл. США в месяц. Эти меры монетарной политики ФРС будут стимулировать активность на финансовом рынке и в реальном секторе экономики США. Во многих экономиках была продолжена стимулирующая денежно-кредитная политика. В IV квартале снижались процентные ставки в странах Центральной Европы, Швеции, Турции, Бразилии, Корее, Австралии. Продолжилось уменьшение норматива обязательных резервов кредитных организаций в Индии.

В зарубежных странах смягчение денежно-кредитной политики в 2012 г. происходило в условиях снижения инфляции, фундаментальная причина которого состояла в том, что совокупный спрос был ниже потенциального выпуска. Вклад в инфляцию прироста цен на товары, формирующие «корзину» для расчета показателей базовой инфляции, был меньше, чем в предыдущем году. На ослабление инфляционных процессов повлияло сни-

жение по сравнению с уровнем 2011 г. цен на энергоносители и продукты питания. Снижение инфляции продолжилось в IV квартале.

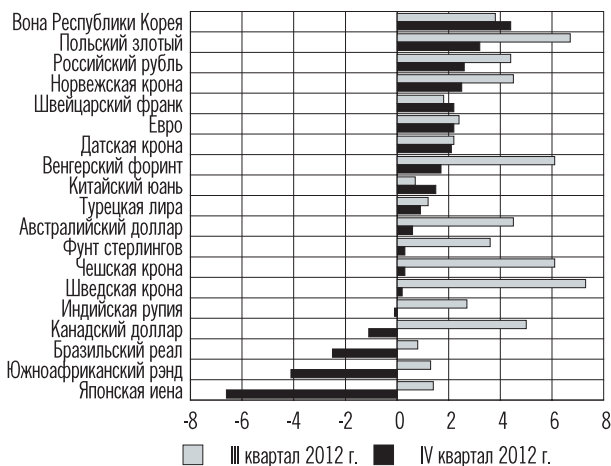
В IV квартале 2012 г., как и в предыдущие три месяца, мировые финансовые рынки не испытывали сильных стрессов. Принимаемые меры по укреплению финансовой стабильности в еврозоне, наряду с продолжившимся смягчением монетарной политики в зарубежных странах и оправдавшимися ожиданиями новых стимулирующих мер ФРС, способствовали ослаблению напряженности. Повлияло также предоставление в декабре трех новых траншей официальной помощи Греции на общую сумму 34,3 млрд. евро, а также кредита Испании на сумму 39,5 млрд. евро (в ценных бумагах Европейского механизма стабильности) для рекапитализации банков.

Преобладающей тенденцией было снижение волатильности фондовых индексов и валютных курсов. Многие валюты укрепились по отношению к доллару США (евро – на 2,2% в среднем за декабрь относительно сентября). Преобладала направленность к повышению фондовых индексов (хотя устойчивые ценовые тренды не сложились); продолжился восстановительный рост цен на акции компаний финансового сектора в Европе. Снижалась стоимость заимствований в рискованных сегментах рынков капитала.

Возобновление количественного смягчения в США с сентября 2012 г. привело к снижению предполагаемого участниками де-

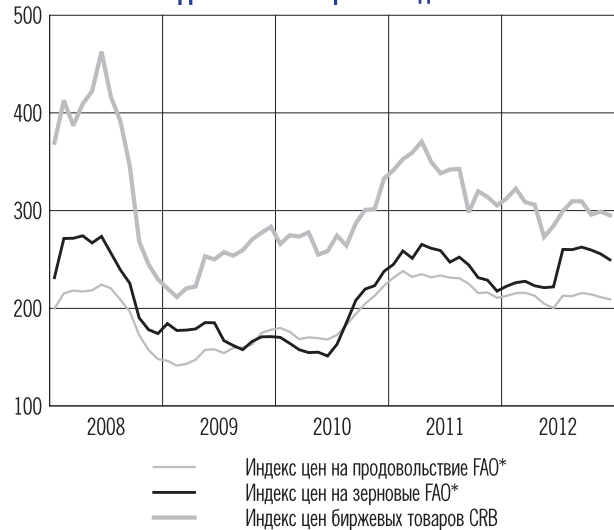
³ Mortgage-backed securities: разновидность секьюритизированных активов – ценные бумаги, обеспеченные пулами требований по предоставленным ипотечным ссудам. ФРС осуществляет покупку MBS, размещаемых с гарантиями федеральных агентств ипотечного кредита.

Процентное изменение курсов валют к доллару США (%)*



* Среднее значение за последний месяц квартала по отношению к среднему значению за последний месяц предыдущего квартала.
Источник: Банк России.

Динамика товарных индексов



* 2002-2004=100.
Источник: FAO, Bloomberg.

нежного рынка уровня кредитного риска, что отразилось в сокращении спредов между ставками LIBOR в долларах США и овернайт-индексами процентного свопа (OIS). Однако волатильность опционов на индекс S&P500 (индекс VIX) указывала на то, что уровень рыночного риска в восприятии участников рынка не уменьшался.

Сохранение напряженности было во многом обусловлено предполагавшейся возможностью резкого ужесточения фискальной политики в США с начала 2013 года. В конце декабря 2012 г. в США были приняты компромиссные решения по налогам и секвестру, смягчающие влияние фискальной политики на экономическую активность, но возникла другая опасность. Государственный долг США достиг установленного законом лимита. Новые займы размещаются в объеме, не превышающем лимит, обслуживание долга осуществляется при помощи резервных средств. Для изменения лимита требуется законодательный акт.

Товарные рынки

Снижение прогнозов роста мировой экономики, вызванное замедлением темпов роста в США, Японии и Китае и рецессией в еврозоне, сохранение политической напряженности на Ближнем Востоке, а также меры по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики ряда стран были основными факторами, определяющими динамику цен на мировых товарных рынках в IV квартале

2012 года. Значение товарного индекса CRB⁴ в декабре 2012 г. снизилось на 4,6% по сравнению с его сентябрьским значением (после роста в сентябре относительно июня на 8,8%), а по сравнению с его значением в декабре 2011 г. оно уменьшилось на 3,4%. В среднем за 2012 г. по сравнению с предыдущим годом энергоресурсы подорожали, тогда как неэнергетические товары и продовольствие подешевели.

Цены на российскую нефть сорта «Юралс» на мировом рынке в IV квартале 2012 г. колебались в диапазоне 107–112 долл. США за баррель. Напряженность на Ближнем Востоке и сохранение квот на добычу нефти странами – членами ОПЕК поддерживали высокий уровень цен, несмотря на значительные объемы мировых запасов нефти и сокращение ее потребления в США и странах ЕС. В итоге средняя цена на нефть в IV квартале 2012 г. составила 109,5 долл. США за баррель и сложилась практически на уровне предыдущего квартала и аналогичного квартала 2011 года. В среднем за 2012 г. цена на нефть сорта «Юралс» составила 110,8 долл. США за баррель и была на 1,1% выше, чем в 2011 году.

На фоне сезонного роста спроса цена на природный газ на европейском рынке в IV квартале 2012 г. по сравнению с предыдущим кварталом увеличилась на 5,4% и была на 2,7% выше, чем в IV квартале 2011

⁴ Сводный индекс цен на товарных рынках, рассчитываемый Thomson Reuters/Jefferies на основе фьючерсных цен 19 биржевых товаров.

Динамика цен на энергоносители



Источник: Reuters, World Bank.

года. По итогам 2012 г. средняя цена на природный газ в Европе была на 9,1% выше, чем годом ранее.

Цены на рынке цветных металлов в IV квартале 2012 г. относительно предыдущего квартала выросли, но были ниже, чем в IV квартале 2011 г. (за исключением цены на медь). В целом за 2012 г. промышленные металлы были заметно дешевле, чем в 2011 году.

Снижение цен на продовольственные товары на мировых рынках в IV квартале 2012 г. связано в основном с корректировкой цен на зерновые культуры после их стремительно-го роста в III квартале и продолжением падения цен на сахар и растительные жиры. Снижение цен на зерновые в октябре-декабре 2012 г. обусловлено уменьшением спроса со стороны животноводства, а также сокращением их использования в промышленных целях. Вместе с тем прогнозируемое уменьшение мировых запасов зерна, связанное с сокращением его производства в 2012/2013 сельскохозяйственном году, способствовало сохранению высокого уровня цен. Снижение цен на продовольствие на протяжении IV квартала 2012 г. отмечалось практически по всем наблюдаемым FAO⁵ товарным группам (кроме молочной продукции и мяса). В результате рассчитываемый FAO индекс цен на продовольствие относительно III квартала 2012 г.

⁵ Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН.

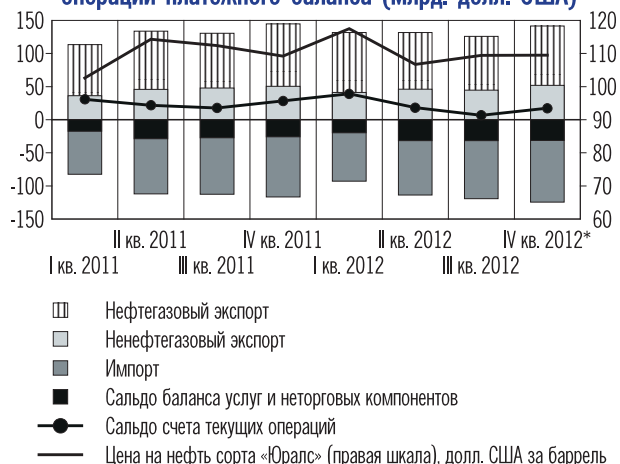
понижился на 0,9% и был на 1,2% ниже, чем в IV квартале 2011 года. В целом за 2012 г. цены на продовольствие были на 7,0% меньше, чем годом ранее. Наиболее существенно снизились цены на сахар (17,1%), молочные продукты (14,5%), растительные масла и жиры (10,7%); цены на зерновые и мясо снизились менее значительно (на 2,4 и 1,1% соответственно).

Платежный баланс России

Профицит счета текущих операций платежного баланса России в IV квартале 2012 г., по предварительной оценке, составил 17,3 млрд. долл. США (в предыдущем квартале – 6,7 млрд. долл. США), или на 39% меньше, чем в IV квартале 2011 года. В целом за 2012 г. относительно предыдущего года профицит текущего счета сократился на 18% и оценивается в 81,3 млрд. долл. США. В IV квартале 2012 г. относительно соответствующего периода 2011 г. более половины его сокращения приходилось на уменьшение профицита торгового баланса, тогда как в целом за 2012 г. основной вклад в его сокращение внесло увеличение дефицита баланса услуг и прочих текущих операций.

Положительное сальдо торгового баланса в IV квартале 2012 г. сложилось в размере 48,6 млрд. долл. США. Это больше, чем в предыдущем квартале (38,4 млрд. долл. США), но меньше, чем в соответствующий период 2011 г. (54,2 млрд. долл. США) вслед-

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

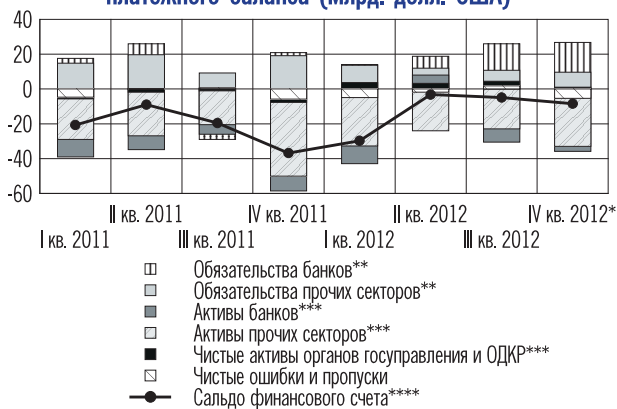


* Оценка.

Примечание: данные за 2011 г. рассчитаны по РПБ5, за 2012 г. - по РПБ6 (см. Пресс-релиз Банка России от 27.06.2012).

Источник: Банк России.

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



* Оценка.
 ** Обязательства: «+» — рост, «-» — снижение.
 *** Активы: «-» — рост, «+» — снижение.
 **** С учетом статьи чистые ошибки и пропуски.
 Примечание: данные за 2011 г. рассчитаны по РПБ5, за 2012 г. — по РПБ6 (см. Пресс-релиз Банка России от 27.06.2012).
 Источник: Банк России.

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



* Оценка.
 ** С учетом статьи чистые ошибки и пропуски.
 *** Рост — «-», снижение — «+».
 Примечание: 1. Активы: «-» — рост, «+» — снижение.
 2. Данные за 2011 г. рассчитаны по РПБ5, за 2012 г. — по РПБ6 (см. Пресс-релиз Банка России от 27.06.2012).
 Источник: Банк России.

ствие сокращения экспорта при продолжающемся росте импорта товаров. По итогам года профицит торгового баланса сократился со 198,2 млрд. долл. США в 2011 г. до 195,4 млрд. долл. США в 2012 г. за счет опережающего роста импорта (почти на 4%) по сравнению с увеличением экспорта товаров (менее чем на 2%). На динамику экспорта основное влияние оказало сокращение поставок нефти и природного газа, не компенсированное ростом физических объемов вывоза других товаров, включая нефтепродукты. При этом вывоз сырой нефти, нефтепродуктов и природного газа в стоимостном объеме экспорта в IV квартале 2012 г. сократился до 63%, а по итогам 2012 г., как и в предыдущем году, он составил более 65%. В то же время импорт товаров увеличился за счет роста физических объемов. Структура ввоза не претерпела существенных изменений. Доля продукции машиностроения в стоимостном объеме импорта товаров продолжала расти и превысила 50%. Удельный вес двух других значимых товарных групп (продовольствия и химических товаров), как и годом ранее, не превышал 30%.

Отрицательное сальдо баланса услуг и прочих текущих операций в IV квартале 2012 г. было ненамного меньше, чем в предыдущем квартале, но существенно превысило его значение в аналогичный период 2011 года. В целом за 2012 г. дефицит баланса услуг и прочих текущих операций оценивается в 114,1 млрд. долл. США (в 2011 г. — 99,3 млрд. долл. США).

Дефицит финансового счета (без учета резервных активов) в IV квартале 2012 г. относительно предыдущего квартала сократился более чем в 2 раза, относительно IV квартала 2011 г. — в 10 раз и оценивается в 3,0 млрд. долл. США. В 2012 г. дефицит финансового счета уменьшился более чем в 2 раза и составил 35,8 млрд. долл. США⁶. Отличительной чертой IV квартала и в целом 2012 г. было доминирование в привлечении внешних ресурсов банковского сектора при резком сокращении вклада корпораций на фоне уменьшения вывоза частного капитала банками и прочими секторами.

Чистый вывоз частного капитала в IV квартале 2012 г. увеличился до 9,4 млрд. долл. США с 7,6 млрд. долл. США в предыдущем квартале, но был значительно меньше, чем в IV квартале 2011 г. (35,0 млрд. долл. США). В целом за 2012 г. чистый вывоз частного капитала сократился до 56,8 млрд. долл. США⁷ (годом ранее — 80,5 млрд. долл. США) в ос-

⁶ С учетом чистых ошибок и пропусков дефицит финансового счета в IV квартале 2012 г. составил 8,4 млрд. долл. США (в предыдущем квартале — 4,9 млрд. долл. США, в IV квартале 2011 г. — 36,8 млрд. долл. США), в 2011 и 2012 гг. — 86,1 и 46,2 млрд. долл. США соответственно.

⁷ В целях сопоставимости с предыдущими периодами показатели чистого вывоза частного капитала, скорректированные на операции «валютный своп», проведенные между коммерческими банками и Банком России, оценены в 16,8 млрд. долл. США в IV квартале 2012 г. и в 65,6 млрд. долл. США в целом за 2012 год.

новном за счет снижения прироста иностранных активов банков и корпораций.

В условиях активизации притока иностранного капитала внешняя задолженность Российской Федерации за IV квартал 2012 г. возросла на 29,3 млрд. долл. США и по состоянию на 1.01.2013 оценивается в 624,0 млрд. долл. США. Почти две трети его прироста (на 18,6 млрд. долл. США) обусловлено увеличением иностранных обязательств банковского сектора, во многом связанного с размещением новых еврооблигационных займов, оцениваемых в IV квартале 2012 г. в 10,8 млрд. долл. США (из 29,9 млрд. долл. США в целом за год). Внешняя задолженность нефинансовых корпораций возросла на 6,9 млрд. долл. США. За 2012 г. внешний долг Российской Федерации увеличился на 83,4 млрд. долл. США (на 15,4%), годом ранее – на 51,6 млрд. долл. США (на 10,6%).

Основной вклад в прирост резервных активов в IV квартале 2012 г. (на 8,9 млрд. долл. США), по данным платежного баланса, внесли сделки «валютный своп» с банками-резидентами и операции прямого РЕПО с контрагентами-нерезидентами, осуществляемые Банком России в рамках управления международными резервами. В целом за 2012 г. прирост резервных активов, по данным платежного баланса, составил 30,0 млрд. долл. США (в 2011 г. –

12,6 млрд. долл. США). Международные резервы Российской Федерации на 1.01.2013 составили 537,6 млрд. долл. США, увеличившись за IV квартал 2012 г. на 7,7 млрд. долл. США, в целом за год – на 39,0 млрд. долл. США (в 2011 г. они возросли на 19,3 млрд. долл. США).

Политика валютного курса Банка России

В IV квартале 2012 г. Банк России продолжал осуществлять курсовую политику в рамках режима управляемого плавающего валютного курса, не препятствуя формированию тенденций в динамике курса рубля, обусловленных действием фундаментальных макроэкономических факторов.

В указанный период волатильность курса национальной валюты была умеренной и его общее изменение – незначительным. Вместе с тем в динамике курса рубля наблюдались разнонаправленные тенденции. На протяжении большей части октября 2012 г. на внутреннем валютном рынке сохранялся относительный баланс спроса и предложения иностранной валюты. Однако в последней декаде месяца коррекция цен на нефть на мировых рынках привела к ослаблению рубля. В ноябре – начале декабря 2012 г. некоторое

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



Источник: Банк России.

восстановление склонности инвесторов к риску способствовало укреплению национальной валюты. Наблюдавшееся во второй декаде декабря 2012 г. ослабление рубля носило краткосрочный характер и затем было компенсировано его укреплением в конце 2012 г., чему, в частности, способствовали ожидания сезонного увеличения поступлений по счету текущих операций в начале 2013 года. В итоге в IV квартале 2012 г. стоимость бивалютной корзины снизилась на 0,5%, до 34,81 рубля.

В октябре-декабре 2012 г. механизм реализации курсовой политики оставался неизменным. Диапазон допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины задавался плавающим операционным интервалом, границы которого корректируются в за-

висимости от объема совершенных валютных интервенций.

В течение большей части IV квартала 2012 г. Банк России не осуществлял операции с иностранной валютой на внутреннем валютном рынке. Лишь в отдельные дни Банк России продавал иностранную валюту в пределах установленных целевых объемов. Объем продаж Банком России иностранной валюты на внутреннем валютном рынке за указанный период составил 77,5 млн. долл. США.

В результате в рассматриваемый период корректировка границ плавающего операционного интервала не осуществлялась и они сохранялись на уровне 31,65 и 38,65 руб. за бивалютную корзину для нижней и верхней границ соответственно.

1.2. Внутренние экономические условия

Государственные финансы

В январе-ноябре 2012 г., согласно отчетным данным Казначейства России, расходы бюджета расширенного правительства составили 34,0% ВВП, непроцентные расходы – 33,3% ВВП, что превышает соответствующие показатели за аналогичный период 2011 г. на 1,5 процентного пункта ВВП. Подобную динамику можно объяснить общим увеличением расходов в процентном отношении к ВВП, а также улучшением равномерности расходования бюджетных средств в течение финансового года. Доля расходов бюджета расширенного правительства в совокупной величине расходов, запланированной на 2012 г., составила в январе-ноябре 81,9% против 80,0% за аналогичный период 2011 года. При этом сохраняется выраженная сезонность в динамике расходования бюджетных средств: большая часть средств по-прежнему приходится на последние месяцы года.

Сложившаяся динамика расходной части бюджета на фоне уменьшения в процентном отношении к ВВП его доходной части привела к снижению в январе-ноябре 2012 г. профицита бюджета расширенного правительства до 3,1% ВВП, или на 2,2 процентного пункта ВВП по сравнению с аналогичным пе-

риодом 2011 года. При этом ненефтегазовый первичный дефицит, который для стран – экспортеров энергоресурсов лучше характеризует проводимую бюджетную политику, за этот же период вырос по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года на 2,5 процентного пункта ВВП, до 6,8% ВВП. Рост бюджетных расходов, в том числе социального характера, на фоне сокращения ненефтегазовых поступлений повышает бюджетные риски, связанные с колебаниями цены на нефть.

В соответствии с «Основными направлениями бюджетной и налоговой политики на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов» (далее – Основные направления) на 2012 г. было запланировано смягчение проводимой бюджетной политики. Профицит бюджета расширенного правительства в 2012 г. может составить 0,2% ВВП, что на 1,4 процентного пункта ВВП ниже, чем в 2011 г., причем данная динамика в основном вызвана ростом непроцентных расходов бюджета. Структурный ненефтегазовый первичный дефицит бюджета расширенного правительства в 2012 г. может составить 9,7% ВВП, что выше по сравнению с 2011 г. на 1,7 процентного пункта ВВП¹. Исходя из динамики разрыва выпуска бюджетная политика в 2012 г. может носить проциклический характер², при этом повышается вероятность возникновения

Равномерность расходования средств бюджета расширенного правительства в 2010-2012 гг. (в долях от совокупной величины непроцентных расходов)

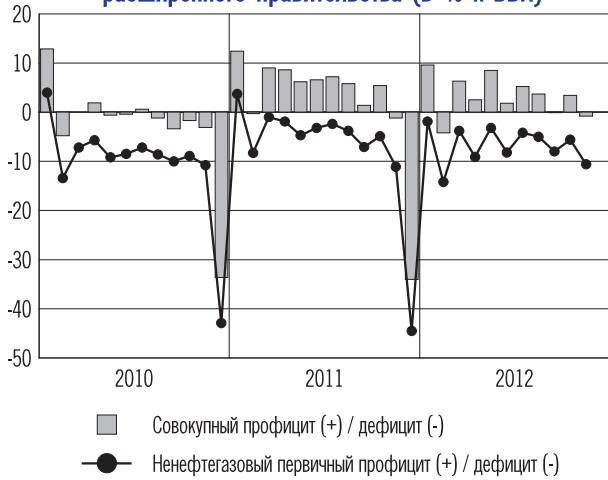


Источник: Казначейство России, Минфин России, Основные направления бюджетной политики на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов.

¹ Здесь и далее расчеты Банка России.

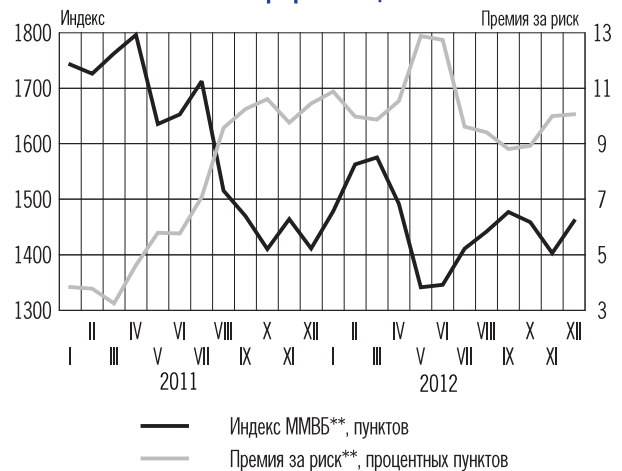
² Контрциклическая, или стабилизирующая, бюджетная политика подразумевает ужесточение бюджетной политики в период «перегрева» экономики и смягчение – в период экономического спада. В качестве индикатора, характеризующего фазу экономического цикла, используется изменение величины разрыва выпуска в годовом выражении, а степень жесткости бюджетной политики определяется динамикой структурного ненефтегазового первичного дефицита (профицита) бюджета. Структурный ненефтегазовый первичный дефицит (профицит) представляет собой элементы бюджета, не зависящие от фазы бизнес-цикла и определяемые решениями правительства. Другими словами, это совокупный дефицит (профицит) бюджета, очищенный от нефтегазовых поступлений, чистых процентных платежей и элементов, зависящих напрямую от изменения экономической активности. Подробнее см. в статье Vlasov S. Russian fiscal framework: Past, present and future. Do we need a change? BOFIT Online 2011, No. 5.

Совокупный и нефтегазовый первичный профицит (+)/ дефицит (-) бюджета расширенного правительства (в % к ВВП)



Источник: Банк России, Казначейство России, Минфин России, Росстат.

Динамика индекса ММВБ и премии за риск рыночного портфеля акций*



* Портфель акций, входящих в базу расчета индекса ММВБ
 ** Средний показатель за месяц
 Источник: Московская Биржа, Bloomberg, расчеты Банка России.

рисков для долгосрочной устойчивости государственных финансов России.

В соответствии с Основными направлениями на 2013 г. запланирован дефицит бюджета расширенного правительства на уровне 0,6% ВВП. В отличие от 2012 г. снижение профицита и образование дефицитного бюджета обусловлено уменьшением величины нефтегазовых доходов бюджета, при этом предполагается ужесточение проводимой бюджетной политики, что связано в том числе с введением новых бюджетных правил. Величина структурного нефтегазового первичного дефицита бюджета расширенного правительства в 2013 г. предположительно снизится до 9,0% ВВП. Исходя из ожидаемой динамики разрыва выпуска бюджетная политика в 2013 г. может носить контрциклический характер.

Финансовый сектор

Цены на активы

В IV квартале 2012 г. неизменность уровня ставок по основным операциям Банка России после их повышения в сентябре способствовала формированию у участников рынка акций определенности относительно стоимости заемных ресурсов, используемых для инвестиций в фондовые активы. Наряду с сохранением высоких мировых цен на нефть и ростом основных мировых фондовых индексов это оказывало стабилизирующее влияние на динамику цен российских акций. Участники рынка акций придерживались преимущественно

но консервативных среднесрочных торговых стратегий, активность операций с акциями и волатильность их цен заметно уменьшились. Премия за риск рыночного портфеля российских акций³ в октябре-декабре лишь незначительно увеличилась относительно сентября. Месячные объемы оттока капитала нерезидентов со вторичного рынка акций в октябре-ноябре были близки к среднегодовому уровню, а в декабре существенно сократились. На конец декабря индексы ММВБ и РТС повысились на 1,1 и 3,5% соответственно по сравнению с концом сентября.

В IV квартале 2012 г. продолжился рост цен на жилую недвижимость. Как и в I–III кварталах, в IV квартале индексы цен на первичном и вторичном рынках жилья, по предварительной оценке, превышали индекс потребительских цен. Это способствовало поддержанию привлекательности жилой недвижимости как финансового инструмента для сбережений населения. В IV квартале несколько ускорился ввод в действие жилых домов. Однако в условиях сохранения высокого уровня спроса увеличение предложения нового жилья не сдерживало удорожание указанного вида активов. Несмотря на продолжившийся рост процентных ставок по ипотечным жилищным кредитам, интенсивное наращивание их объемов по-прежнему оказывало повыша-

³ Премия за риск рыночного портфеля акций рассчитывается как разница между доходностью рыночного портфеля акций, входящих в базу расчета индекса ММВБ, и бескупонной доходностью ОФЗ.

тельное давление на ценовую конъюнктуру рынка недвижимости. В IV квартале повышение цен на жилье дополнительно «подогревалось» традиционной для предновогоднего периода высокой активностью продавцов и покупателей квартир, но относительно меньшей, чем в предыдущие годы, ввиду отсутствия в 2012 г. ее характерного спада в летние месяцы.

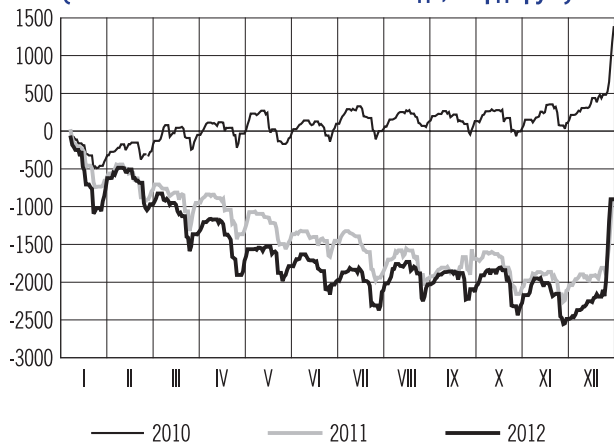
Денежный рынок

Конъюнктура денежного рынка в IV квартале 2012 г. продолжала формироваться в условиях сохранения структурного дефицита ликвидности банковского сектора.

Средний объем средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России в IV квартале 2012 г. увеличился на 61,6 млрд. руб. по сравнению с предыдущим кварталом и составил 787,2 млрд. рублей. Наиболее существенный рост остатков на корреспондентских счетах в Банке России происходил в конце декабря, что было вызвано сезонными факторами. При этом дополнительная потребность в ликвидности, связанная с увеличением усредняемой величины обязательных резервов, в IV квартале составила 18,1 млрд. рублей.

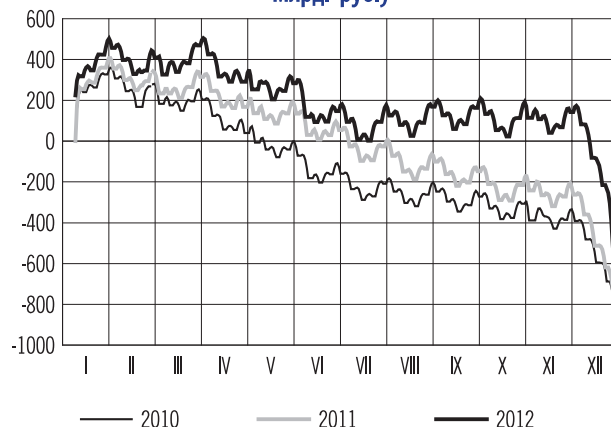
Изменение предложения банковской ликвидности за счет действия автономных факторов в октябре-декабре характеризовалось разнонаправленными тенденциями, однако в целом за IV квартал было положительным – приток средств в банковский сектор составил 0,4 трлн. рублей. Определяю-

Влияние на ликвидность изменения остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России*
(накопленным итогом с начала года, млрд. руб.)



* Знак «+» соответствует снижению остатков, знак «-» – их увеличению.
Источник: Банк России.

Влияние на ликвидность изменения наличных денег в обращении*
(накопленным итогом с начала года, млрд. руб.)



* Знак «+» соответствует сокращению объема наличных денег в обращении, знак «-» – его увеличению.
Источник: Банк России.

щее воздействие на ситуацию с ликвидностью в IV квартале 2012 г. оказывали потоки бюджетных средств и изменение наличных денег в обращении.

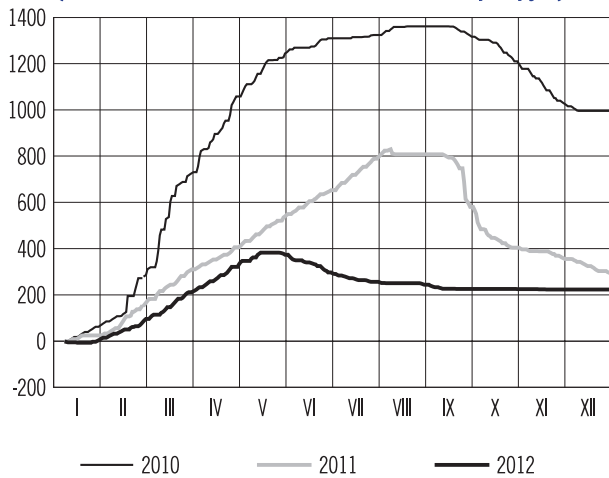
В октябре и ноябре превышение доходов федерального бюджета над его расходами привело к снижению ликвидности банковского сектора на 0,5 трлн. руб., однако традиционный для декабря рост бюджетных расходов способствовал формированию совокупного притока средств по бюджетному каналу в целом за IV квартал 2012 г. в объеме 1,2 трлн. рублей.

Спрос со стороны банковского сектора на аукционах по размещению Федеральным казначейством средств на депозитах кредитных организаций в IV квартале сохранялся на достаточно высоком уровне, однако по итогам квартала объем бюджетных средств на банковских счетах практически не изменился. В результате по итогам IV квартала указанные операции не оказали существенного влияния на ликвидность банковского сектора, тогда как в III квартале приток средств в банковский сектор за счет них составил 0,5 трлн. рублей.

Благоприятная конъюнктура на мировых финансовых рынках и позитивные ожидания участников рынка относительно завершения в начале 2013 г. процесса либерализации доступа иностранных инвесторов⁴ на россий-

⁴ Заключение сделок с депозитарным обслуживанием в международных расчетных системах Euroclear и Clearstream.

Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке (накопленным итогом с начала года, млрд. руб.)



Источник: Банк России.

ский рынок государственных ценных бумаг способствовали сохранению высокой активности кредитных организаций на аукционах по размещению ОФЗ Минфином России. В результате отток средств из банковского сектора за счет данных операций на чистой основе составил 0,2 трлн. руб. по сравнению с притоком 0,1 млрд. руб. в предыдущем квартале.

Динамика объема наличных денег в обращении в IV квартале, как и на протяжении всего 2012 г., выступала вторым по значимости автономным фактором формирования ликвидности банковского сектора и определялась в основном действием сезонных причин. Наиболее существенным изменением объема наличных денег было в декабре (эмиссия составила 0,8 трлн. руб.) в связи со значительными выплатами населению по итогам года и вследствие повышения спроса на наличные деньги для осуществления потребительских расходов накануне и в период новогодних праздников. В целом за IV квартал увеличение объема наличных денег в обращении привело к изъятию средств из банковского сектора на сумму 0,8 трлн. руб. (в III квартале влияние данного фактора на ликвидность было практически нейтральным).

В условиях повышения гибкости курсообразования существенно снизилось влияние интервенций Банка России на состояние ликвидности банковского сектора. В IV квартале в результате проведения Банком России операций на внутреннем валютном рынке банковская ликвидность сократилась всего

Влияние текущего и структурного дефицита ликвидности на ставку денежного рынка



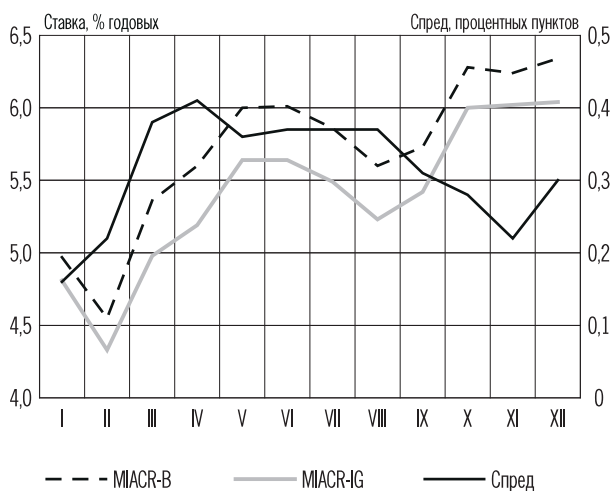
Источник: Банк России.

на 2,5 млрд. руб. по сравнению с 71,7 млрд. руб. в III квартале.

В результате действия указанных факторов, определявших сохранение структурного дефицита ликвидности, операции Банка России продолжали играть существенную роль в обеспечении баланса спроса и предложения на денежном рынке: валовой кредит Банка России кредитным организациям за IV квартал увеличился на 0,5 трлн. рублей. При этом краткосрочные ставки денежного рынка находились в верхней части процентного коридора Банка России. В частности, ставка MIACR по однодневным межбанковским кредитам в рублях в течение большей части IV квартала колебалась в диапазоне от 5,54 до 6,50% годовых. Ограничению волатильности стоимости межбанковских заимствований в этот период способствовало снижение Банком России ставки по рублевой части сделок «валютный своп» с 6,75 до 6,5% годовых.

Средний уровень однодневной межбанковской процентной ставки в IV квартале 2012 г. составил 6,1% годовых, увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом на 0,6 процентного пункта. Средняя месячная ставка по однодневным рублевым МБК повысилась с 5,5% годовых в сентябре до 6,1% годовых в октябре и ноябре и до 6,2% годовых в декабре. Удорожание заимствований на межбанковском рынке было связано как с повышением процентных ставок по операциям Банка России в сентябре 2012 г. вследствие нарастания инфляционных ожиданий,

Спред ставок по однодневным рублевым МБК в 2012 г.



Источник: Банк России.

так и с увеличением структурного дефицита ликвидности.

Волатильность ставок денежного рынка на протяжении всего IV квартала оставалась умеренной. В анализируемый период не было отмечено случаев превышения однодневными ставками денежного рынка верхней границы процентного коридора Банка России. Спред между ставками, отражающими заимствования групп участников с разными кредитными рейтингами (MIACR-IG против MIACR-B), в IV квартале 2012 г. сузился по сравнению с предшествующим кварталом. Это свидетельствует о снижении оценки кредитного риска по межбанковским операциям участниками рынка.

В IV квартале на основных сегментах денежного рынка не наблюдалось существенных изменений активности участников по сравнению с предыдущим кварталом. В оборотах межбанковских операций по-прежнему преобладали необеспеченные кредиты (депозиты) и операции «валютный своп» при невысокой доле операций РЕПО. Как и ранее, основной объем сделок на денежном рынке приходился на операции сроком 1 день. Доля инструментов денежного рынка в активах российского банковского сектора оставалась умеренной. Объем требований по межбанковским кредитам и депозитам, размещенным на внутреннем рынке, на начало декабря составил 1,67 трлн. руб. (3,5% суммарных активов российских банков) против 1,56 трлн. руб.

(3,4%) на начало октября и 1,65 трлн. руб. (4,0%) на начало января 2012 года.

Долговой рынок

В IV квартале 2012 г. ситуация с ликвидностью банковского сектора вызвала потребность кредитных организаций в активах, способных служить обеспечением по операциям рефинансирования Банка России и междилерского РЕПО, что было одним из факторов увеличения активности участников рынка долговых ценных бумаг.

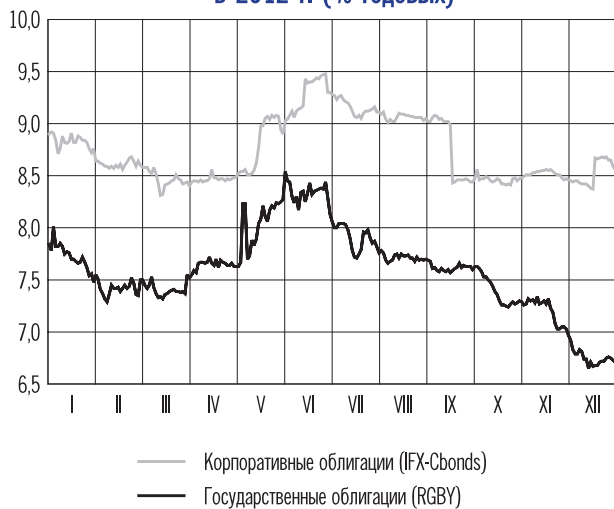
Повысившийся интерес к рублевым долговым ценным бумагам, в частности благодаря мерам по либерализации российского рынка ценных бумаг⁵, позволил эмитентам осуществлять на первичном рынке масштабное размещение облигаций на достаточно выгодных условиях. Объем реализованных эмитентами ценных бумаг в IV квартале 2012 г. по сравнению с III кварталом 2012 г. увеличился на рынке ОФЗ в 1,3 раза (до 296,9 млрд. руб. по номиналу), на рынке корпоративных облигаций – в 2,4 раза (519,4 млрд. руб. по номиналу). Минфин России реализовал почти все выпуски ОФЗ с дисконтом к их доходности на вторичном рынке или доходности сопоставимых обращающихся инструментов. Корпоративные заемщики размещали облигации, как правило, в границах первоначально объявленных ориентиров ставки первого купона, а отдельные эмитенты высокого кредитного качества – со ставками купонов ниже объявленных в период сбора заявок диапазонов.

Активность участников вторичных торгов в IV квартале 2012 г. по сравнению с III кварталом 2012 г. также повысилась. Объем операций с ОФЗ возрос в 1,4 раза – до 1702,3 млрд. руб., с корпоративными облигациями – в 1,2 раза, до 1711,5 млрд. руб. по фактической стоимости.

Политика эмитентов на первичном рынке и ожидания участников рынка относительно завершения процесса либерализации до-

⁵ В 2012 г. ОФЗ были допущены к обращению на фондовых биржах Российской Федерации и на внебиржевом рынке, а также произведена унификация депозитарного учета и порядка получения инвесторами выплат по государственным и негосударственным ценным бумагам. В сентябре 2012 г. нормативно закреплено право нерезидентов на прямой доступ к торгам российскими государственными ценными бумагами, в том числе через международные расчетные системы Euroclear и Clearstream.

Доходность рублевых облигаций на внутреннем рынке в 2012 г. (% годовых)



Источник: Сбондс.ру, Московская Биржа.

стуга иностранных инвесторов на рынок ОФЗ оставались основными факторами, воздействовавшими на формирование доходности долговых инструментов на вторичном рынке, поэтому повышение в сентябре Банком России процентных ставок по своим операциям, вызвавшее рост кредитных ставок на межбанковском рынке, не привело к смене тенденции в динамике доходности долговых ценных бумаг. В октябре-декабре доходность ОФЗ продолжала снижаться, доходность корпоративных облигаций⁶ изменялась в горизонтальном коридоре. На конец декабря 2012 г. доходность ОФЗ снизилась относительно конца сентября 2012 г. на 89 базисных пунктов – до 6,71% годовых, доходность корпоративных облигаций – повысилась на 12 базисных пунктов, до 8,56% годовых.

Банковские процентные ставки и неценовые условия кредитования

В 2012 г. по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям процентные ставки колебались вокруг уровня, сложившегося к концу 2011 г., а по долгосрочным кредитам – отмечалась неустойчивая тенденция к повышению ставок. В ноябре 2012 г. средневзвешенная процентная ставка по рублевым кредитам этой категории заемщиков на срок до 1 года составила 9,1% годовых, на срок свыше 1 года – 11,9% годовых. В те-

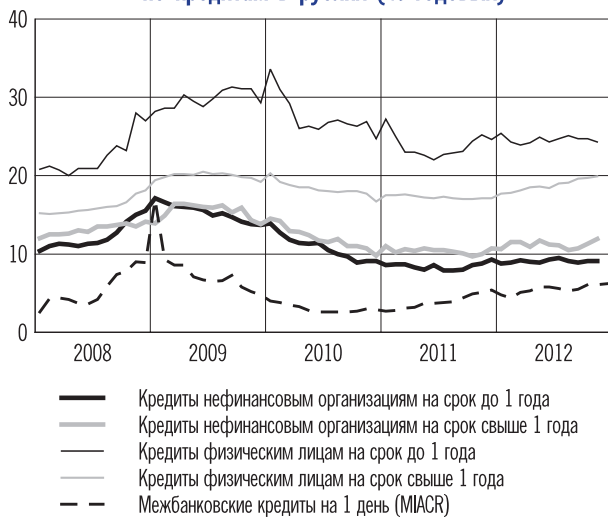
чение большей части IV квартала 2012 г. ставки по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям оставались неизменными, тогда как по долгосрочным – продолжали увеличиваться. Неценовые условия банковского кредитования нефинансовых организаций⁷ в IV квартале продолжали ужесточаться. Как и в III квартале, основным направлением их изменения было повышение требований к финансовому положению заемщиков и обеспечению по кредитам. Кроме того, в условиях сохраняющейся неопределенности ряд банков уменьшал максимальный срок кредитования.

В динамике процентных ставок по кредитам физическим лицам на срок до 1 года в 2012 г. не наблюдалось ярко выраженных тенденций. В то же время ставки по кредитам данной категории заемщиков на срок свыше 1 года заметно повысились. Средневзвешенные процентные ставки по рублевым кредитам физическим лицам на срок до 1 года и на срок свыше 1 года в ноябре 2012 г. составили 24,3 и 19,9% годовых соответственно. Средняя за октябрь-ноябрь ставка по краткосрочным розничным кредитам в рублях по сравнению с аналогичным показателем III квартала несколько снизилась, по долгосрочным кредитам – возросла. Многие банки в IV квартале продолжили повышать ставки по таким пользующимся высоким спросом у населения долгосрочным кредитам, как ипотечные и автокредиты. В IV квартале отмечалось некоторое ослабление конкуренции между банками в сегменте кредитования населения. В этих условиях неценовые условия банковского кредитования изменялись разнонаправленно. Как и в предшествующем квартале, наблюдалось смягчение отдельных неценовых условий кредитования (смягчение требований к обеспечению по кредиту, внедрение новых кредитных продуктов). В то же время ряд банков ужесточал требования к финансовому положению заемщиков и сокращал максимальные сроки кредитов.

⁶ 17.09.2012 и 17.12.2012 была пересмотрена база расчета индекса IFX-Cbonds.

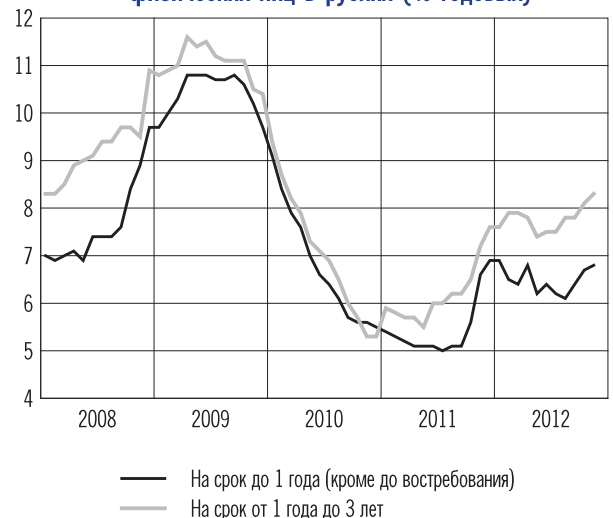
⁷ Условия банковского кредитования оцениваются по данным ежеквартального обследования кредитных организаций, проводимого Банком России. Методика оценки опубликована в «Вестнике Банка России» № 68 (1311) от 14.12.2011 (с. 11). Результаты обследований публикуются на сайте Банка России в разделе «Информационно-аналитические материалы», подразделе «Финансовые рынки».

Номинальные процентные ставки по кредитам в рублях (% годовых)



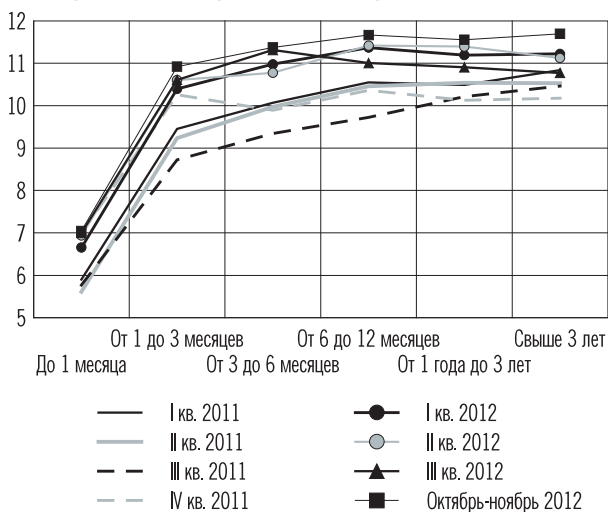
Источник: Банк России.

Номинальные процентные ставки по вкладам физических лиц в рублях (% годовых)



Источник: Банк России.

Срочная структура процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям в рублях (% годовых)



Источник: Банк России.

Индексы условий кредитования (пунктов)



Источник: Банк России.

По вкладам физических лиц к концу 2012 г. наметилась тенденция к росту процентных ставок. Так, по наиболее популярным у населения рублевым вкладам – на сроки от 6 до 12 месяцев и от 1 года до 3 лет, средние за октябрь-ноябрь процентные ставки повысились по сравнению со средними значениями за III квартал на 0,7 и 0,5 процентного пункта, до 7,4 и 8,2% годовых соответственно. По результатам мониторинга Банка России средняя максимальная процентная ставка по рублевым вкладам 10 российских кредитных организаций, привлекающих наибольший объем вкладов, в третьей декаде декабря 2012 г. составила 9,65% годовых, увеличив-

шись на 0,3 процентного пункта по сравнению с третьей декадой сентября 2012 года⁸.

По оценкам банков, в первом полугодии 2013 г. продолжится слабое ужесточение условий кредитования для всех категорий заемщиков. В начале 2013 г. банки ожидают сезонное замедление роста спроса населения на кредиты, а во II квартале – его ускорение. Спрос нефинансовых организаций на кредиты

⁸ С сентября 2012 г. – без учета влияния комбинированных депозитных продуктов. С октября 2012 г. Банк России уделяет повышенное внимание кредитным организациям, у которых ставки по вкладам более чем на 2,0 процентного пункта превышают данный индикативный показатель.

будет плавно расти. При реализации этих ожиданий к концу II квартала 2013 г. можно ожидать умеренное повышение ставок по кредитам нефинансовым организациям.

Кредитные агрегаты

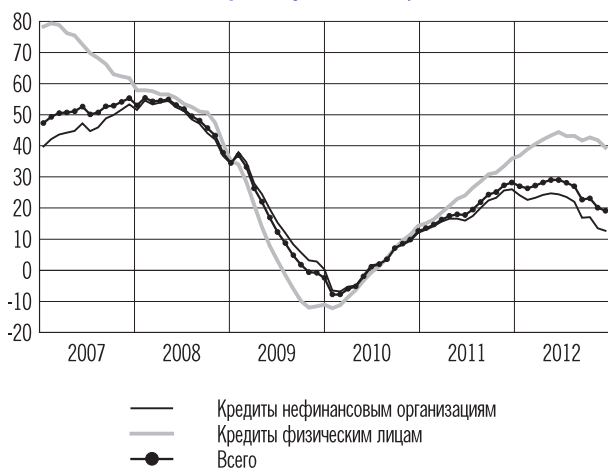
Текущая динамика кредитных агрегатов в целом свидетельствует о переходе кредитного роста в более умеренную фазу. Годовой темп прироста общей задолженности по кредитам по итогам 2012 г. составил 19,1% (28,2% в 2011 г.). Отличительной чертой текущей ситуации на кредитных рынках от предыдущих лет является разнонаправленность в динамике кредитов различным секторам экономики. В то время как темпы роста кредитов нефинансовым организациям резко снижаются, вызывая замедление роста общей задолженности по кредитам, темпы роста кредитов населению остаются на достаточно высоком уровне. Так, годовой темп прироста задолженности по кредитам нефинансовым организациям по итогам 2012 г. составил 12,7% (26% в 2011 г.), а по кредитам физическим лицам – 39,4% (35,9% в 2011 г.). В результате впервые для российской банковской системы вклад прироста кредитов населению в общий годовой темп прироста кредитного портфеля банков практически сравнялся с вкладом корпоративных кредитов.

Объем задолженности по кредитам нефинансовым организациям на срок свыше 1 года за IV квартал 2012 г. возрос на 4,9% (за III квартал – на 3,6%). За 2012 г. темп прироста этих кредитов составил 16,5%. Объем краткосроч-

ных кредитов за IV квартал сократился после его заметного увеличения в III квартале. Доля кредитов нефинансовым организациям на срок свыше 1 года в их общем объеме на 1.01.2013 достигла максимального за последние несколько лет значения – 69,3%. В отраслевом разрезе корпоративного кредитования наиболее существенно увеличилась задолженность по кредитам организациям транспорта и связи – на 9,6% за IV квартал. Организации оптовой и розничной торговли за этот период нарастили кредитный портфель на 2,0%, обрабатывающие производства – на 1,7%, сохранив лидирующие позиции в отраслевой структуре корпоративных кредитов. Опережающий по сравнению с крупными заемщиками рост кредитного портфеля в IV квартале был отмечен у субъектов малого и среднего предпринимательства.

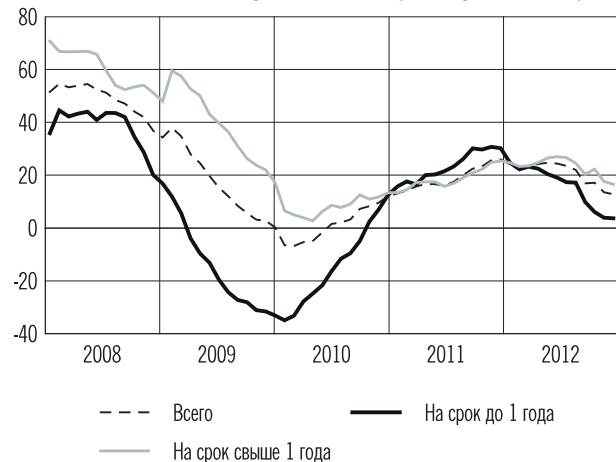
Темп прироста объема задолженности по кредитам физическим лицам за IV квартал (2,5%) был на 0,4 процентного пункта меньше, чем за III квартал. Розничное кредитование по-прежнему развивалось интенсивнее корпоративного. Доля кредитов физическим лицам в совокупном кредитном портфеле банков увеличилась до 22,8% на 1.01.2013. Объем кредитов этой категории заемщиков на срок до 1 года в IV квартале, как и в III квартале, увеличился больше (на 10,7%), чем на срок свыше 1 года (на 7,6%). Это связано главным образом с сокращением объема долгосрочных кредитов физическим лицам в иностранной валюте, в том числе из-за валютной переоценки. Тем не менее, доля кредитов фи-

Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам (прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)



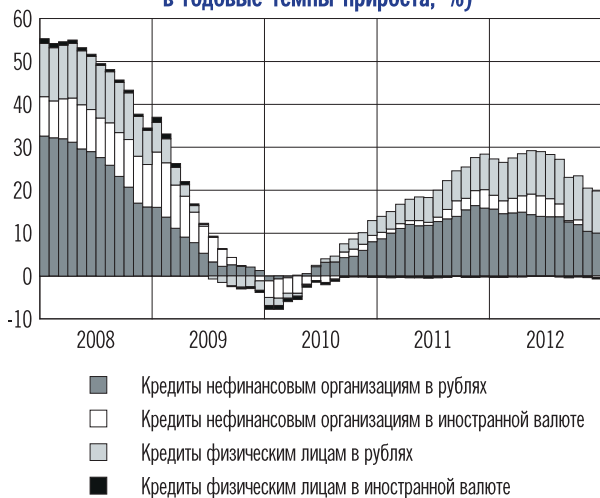
Источник: Банк России.

Кредиты нефинансовым организациям в рублях и иностранной валюте на различные сроки (прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)



Источник: Банк России.

Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам (вклады различных категорий кредитов в годовые темпы прироста, %)

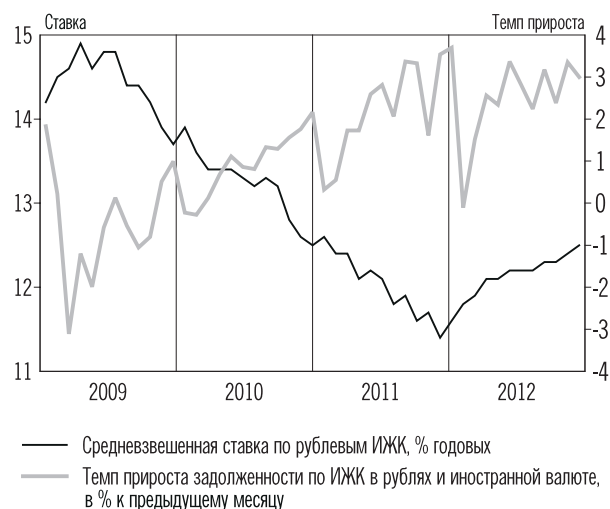


Источник: Банк России.

зическим лицам на срок свыше 1 года в их общем объеме осталась доминирующей – более 80%. Сохранилась тенденция к постепенному удорожанию долгосрочных розничных кредитов, в том числе ипотечных и автокредитов. Так, средневзвешенная процентная ставка по ипотечным жилищным кредитам (ИЖК) в рублях повышалась, начиная с августа, примерно на 0,1 процентного пункта ежемесячно и в ноябре достигла 12,5% годовых. Тем не менее, за октябрь-ноябрь средний темп прироста объема ИЖК (3,2%) превышал аналогичный показатель за III квартал (2,6%). Это может объясняться стремлением потенциальных заемщиков привлечь ипотечный кредит на текущих условиях в ожидании их дальнейшего ужесточения. Устойчивое развитие рынка автокредитов в конце 2012 г. поддерживалось конкуренцией между банками, в частности посредством смягчения отдельных неценовых условий кредитования. Средний за октябрь-ноябрь темп прироста объема автокредитов составил 1,9%, что на 0,3 процентного пункта больше, чем в среднем за III квартал.

Анализ кредитных агрегатов с учетом изменения в динамике основных макроэкономических переменных (в частности, снижения темпов роста как реального, так и номинального ВВП) по-прежнему свидетельствует о том, что темпы роста кредитной активности остаются на достаточно высоком уровне. Так, несмотря на снижение номинальных темпов роста задолженности по кредитам нефинансовым организациям и населению, значения реаль-

Отдельные характеристики рынка ипотечного жилищного кредитования



Источник: Банк России.

ных⁹ темпов роста, а также годового прироста отношения кредитов к ВВП на конец III квартала 2012 г. были сопоставимы со значениями соответствующих показателей в начале 2006 г. (то есть в период до начала предкризисного кредитного бума).

Денежная масса

В динамике годовых темпов прироста денежного агрегата M2 на протяжении первой половины 2012 г. не наблюдалось ярко выраженных тенденций. Однако начиная со II квартала 2012 г. годовые темпы прироста рублевой денежной массы стали постепенно снижаться, а в III и IV кварталах эта тенденция усилилась. Показатель 6-месячных темпов прироста M2 в годовом исчислении, который в меньшей степени зависит от эффекта базы, был заметно ниже годовых темпов прироста, однако в последние месяцы года он немного повысился. В итоге годовой темп прироста денежного агрегата M2 в 2012 г. составил 11,9%, что существенно меньше соответствующего показателя за 2011 г. (22,3%). Сложившееся в 2012 г. снижение темпов роста денежной массы будет способствовать снижению инфляционных рисков в среднесрочной перспективе (см. подраздел «Монетарный анализ инфляционных рисков» раздела II.2).

Среди компонентов рублевой денежной массы наиболее стабильной была динамика депозитов населения. Их годовые темпы при-

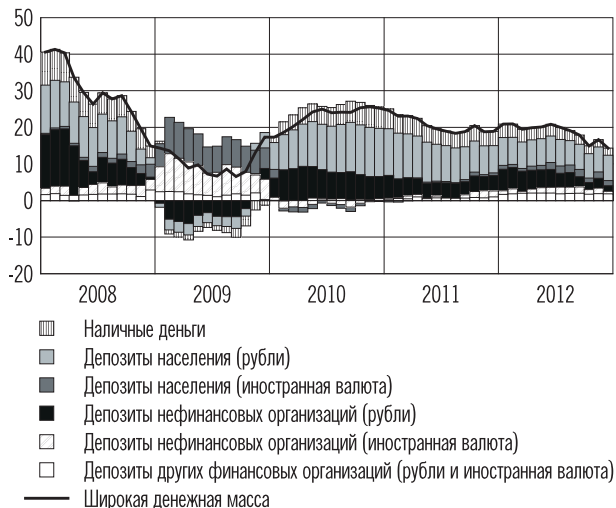
⁹ Показатель в реальном выражении рассчитывался с помощью дефлятора ВВП.

Динамика сезонно сглаженных денежных агрегатов М2 и широкой денежной массы (%)



Источник: Банк России.

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



Источник: Банк России.

роста снижались менее интенсивно, чем денежный агрегат М2, и на 1.01.2013 составили 19% (на 1.01.2012 – 22,4%). Годовые темпы прироста рублевых депозитов нефинансовых и финансовых организаций на протяжении января-июля 2012 г. превышали темпы прироста депозитов населения. Однако с августа они стали снижаться и на 1.01.2013 составили 6,4% (на 1.01.2012 – 26,0%).

Годовые темпы прироста широкой денежной массы в течение 2012 г., аналогично динамике денежного агрегата М2, также постепенно снижались и на 1.01.2013 составили 12,1%. В то же время показатель 6-месячных темпов прироста широкой денежной массы в годовом исчислении на протяжении большей части года снижался менее интенсивно,

Уровень долларизации депозитов (%)



Источник: Банк России.

Основные активы банковской системы и широкая денежная масса (годовой прирост, млрд. руб.)



Источник: Банк России.

но по сравнению с аналогичным показателем темпов роста рублевой денежной массы.

Годовые темпы прироста депозитов в иностранной валюте (в рублевом выражении) на 1.01.2013 составили 12,9%, то есть в целом за 2012 г. остались на уровне соответствующего показателя годом ранее (13,0%). В то же время вследствие изменения курсовой динамики темпы роста депозитов в иностранной валюте во II и III кварталах 2012 г. повысились. Тем не менее, несмотря на некоторое повышение уровня долларизации депозитов¹⁰ в июне-октябре, реакция динамики долларизации на колебания курса рубля в 2012 г.

¹⁰ Под уровнем долларизации в данном случае имеется в виду доля депозитов в иностранной валюте в общем объеме депозитов банковского сектора.

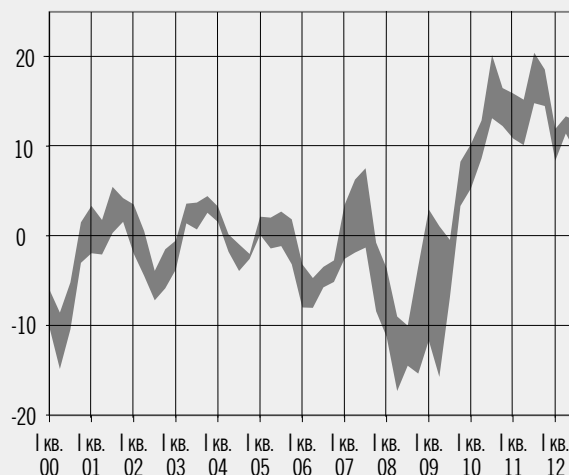
Использование показателей монетарных разрывов при анализе динамики денежной массы

Основным показателем, применяемым при анализе динамики денежной массы, является темп прироста денежных агрегатов. В то же время показатель общего количества денег в экономике можно использовать для расчета индикаторов, которые могут содержать информацию, необходимую для эффективной реализации денежно-кредитной политики. Одним из наиболее распространенных подходов к расчету таких показателей является оценка функции спроса на деньги, представляющая собой зависимость между денежной массой и факторами, определяющими потребность экономики в деньгах. На основе функции спроса на деньги может быть рассчитан показатель монетарного разрыва как отклонение фактического значения денежного агрегата от расчетного уровня, соответствующего текущим значениям основных макроэкономических индикаторов. На рисунке представлен диапазон значений монетарных разрывов, рассчитанных для российской экономики¹.

Изменение монетарного разрыва может рассматриваться как индикатор того, насколько быстро или медленно относительно динамики фундаментальных факторов растет денежная масса. В частности, можно отметить, что увеличение монетарного разрыва в конце 2009 г. и первой половине 2010 г. свидетельствует о том, что ускорение роста монетарных агрегатов происходило значительно быстрее, чем восстановление темпов роста расчетного значения спроса на деньги. В то же время, начиная со второй половины 2011 г., динамика монетарного разрыва указывала на то, что темп роста денежной массы в целом был ниже темпа роста фундаментальных факторов спроса на деньги.

Значение монетарного разрыва (то есть его нахождение в положительной или отрицательной области) также может рассматриваться как характеристика состояния монетарной сферы экономики, однако должно интерпретироваться с осторожностью. Так, сохраняющийся в настоящее время положительный монетарный разрыв свидетельствует о том, что соотношения макроэкономических показателей, входящих в функцию спроса на деньги, не находятся в равновесии (то есть в экономике имеется избыточная денежная масса). Теоретически существует несколько возможных вариантов восстановления такого равновесия. Во-первых, это может произойти в результате замедления роста денежной массы. Такое предположение дает основание рассматривать текущее снижение темпов роста основных денежных агрегатов как естественный процесс, не создающий угроз для функционирования экономики. В то же время возврат к равновесию может произойти и при неизменных темпах роста денежной массы за счет ускорения темпов роста показателей, определяющих спрос на деньги (например, за счет роста цен на товары и услуги или на активы). В этой связи положительный монетарный разрыв может рассматриваться как индикатор сохраняющихся инфляционных рисков. Также нельзя исключать, что равновесие было нарушено из-за изменения факторов, не учтенных в используемых функциях спроса на деньги (например, изменения в поведении экономических агентов вследствие кризиса). В этом случае нахождение монетарного разрыва в положительной области может не иметь макроэкономических последствий (однако если эти изменения являются временным явлением, эффекты, связанные с наличием избыточной денежной массы, могут начать проявляться по мере нормализации ситуации).

Диапазон значений монетарных разрывов (%)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Монетарные разрывы рассчитаны для денежных агрегатов M1 и M2. Методология расчета подробно представлена в статье Ponomarenko, A., Vasilieva, E., Schobert, F. (2012) Feedback to the ECB's Monetary Analysis: The Bank of Russia's Experience with Some Key Tools. ECB Working Paper No. 1471.

была слабее по сравнению с другими эпизодами, которые наблюдались в предыдущие годы (см. вставку «Влияние колебаний валютного курса на динамику долларизации», Кварталь-

ный обзор инфляции, II квартал 2012 г., Банк России).

Рост кредита экономике был основным источником увеличения широкой денежной

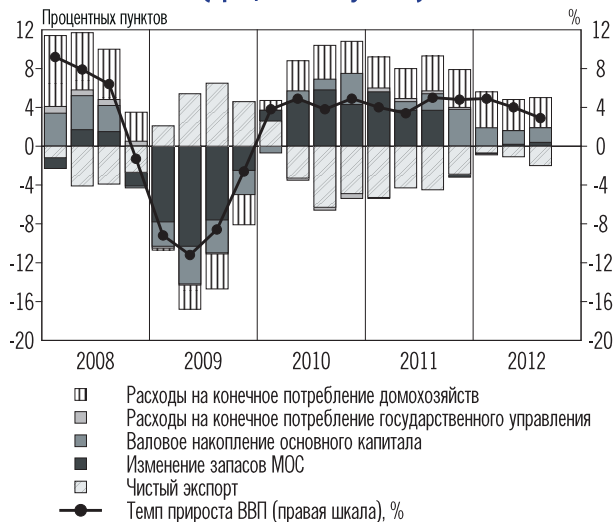
массы в 2012 году. В то же время существенное сдерживающее влияние на динамику денежной массы в течение этого периода оказывало сокращение чистых требований к органам государственного управления со стороны Банка России. Вклад прироста чистых иностранных активов Банка России в рост денежной массы уменьшился по сравнению с 2011 годом.

Внутренний спрос

В январе-сентябре 2012 г. ВВП увеличился на 3,9%, в III квартале – на 2,9%. Основным фактором экономического роста оставался внутренний спрос.

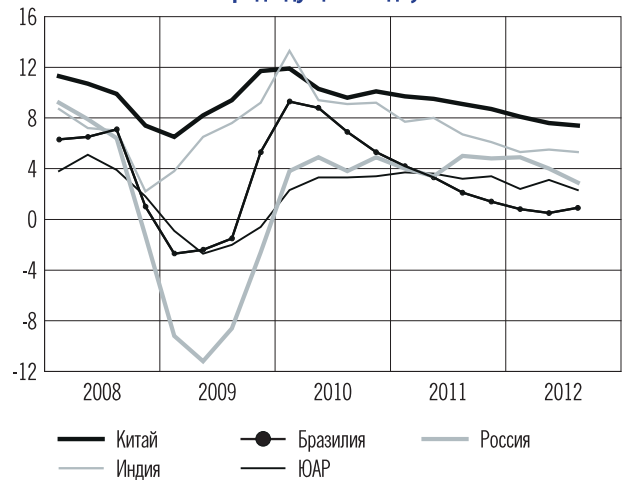
По сравнению с соответствующим периодом 2011 г. в III квартале 2012 г. в условиях более низких темпов роста потребительской активности сократился вклад расходов на конечное потребление домашних хозяйств в прирост ВВП. Вклад расходов на конечное потребление госуправления в этот период был отрицательным. Более низкие, чем в III квартале 2011 г., темпы роста инвестиций в основной капитал, а также снижение запасов материальных оборотных средств повлияли на уменьшение вклада валового накопления в прирост ВВП. На фоне роста физических объемов экспорта товаров и услуг и замедления темпов роста их импорта отрицательный вклад чистого экспорта заметно уменьшился. В III квартале 2012 г. темпы роста внутреннего спроса на импортную продукцию были выше, чем на отечественную.

Структура прироста ВВП по элементам использования (процентных пунктов)



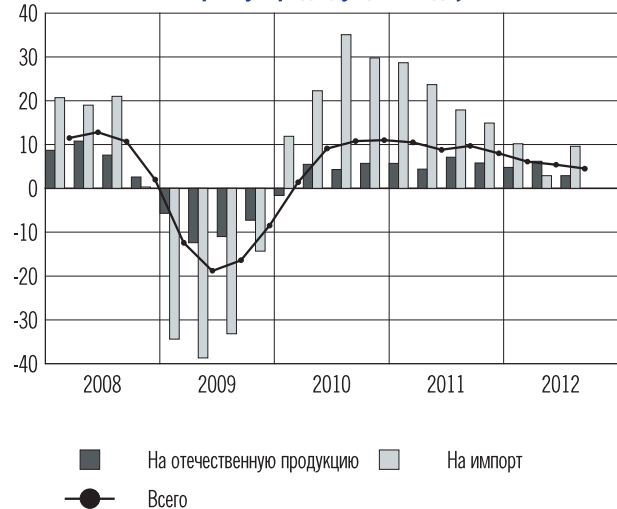
Источник: расчеты Банка России, Росстат.

Динамика реального ВВП стран БРИКС (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



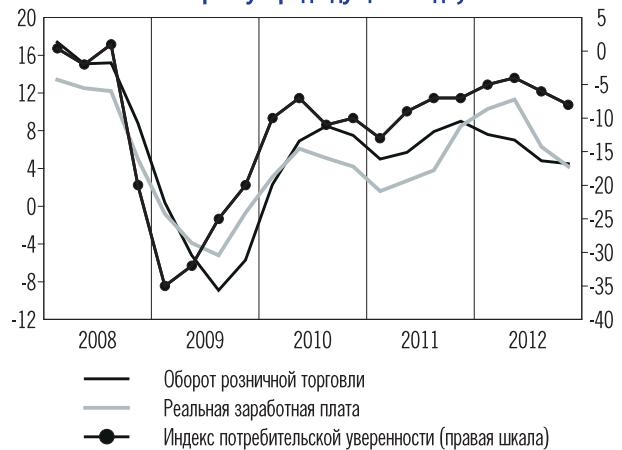
Источник: национальная статистика, Росстат.

Внутренний спрос (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России, Росстат.

Динамика реального оборота розничной торговли, реальной заработной платы и настроений потребителей (прирост в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источник: Росстат.

Фактический выпуск товаров и услуг оценивается как близкий к потенциальному уровню, что свидетельствует об отсутствии значимого давления на инфляцию на потребительском рынке со стороны внутреннего спроса.

Потребление

Расходы на конечное потребление домашних хозяйств в III квартале 2012 г. по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года увеличились на 6,0% (в III квартале 2011 г. – на 7,2%). В IV квартале под влиянием замедления роста реальной заработной платы по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года темпы роста реальных расходов населения на покупку товаров и услуг, по оценке, снизились с 8,3 до 5,3%. В 2012 г. прирост этого показателя составил, по оценке, 5,8%.

В IV квартале 2012 г. индекс потребительской уверенности (по опросам Росстата) продолжал снижаться. Это связано с ухудшением оценок населения произошедших и ожидаемых изменений экономической ситуации, благоприятности условий для крупных покупок и произошедших изменений в личном материальном положении. Наиболее заметно замедлился рост спроса населения на продовольствие, что в некоторой степени связано с ускорением темпов роста цен на эту группу товаров.

Расходы на конечное потребление домашних хозяйств вносят наибольший вклад в экономический рост. В условиях производственного разрыва, близкого к нулю, сложившаяся динамика потребительских расходов населения не усиливает инфляционные риски.

Склонность населения к сбережению в IV квартале 2012 г., в том числе во вкладах и ценных бумагах, была выше, чем в соответствующий период 2011 года. В определенной степени увеличение доли расходов на сбережения связано с повышением в IV квартале 2012 г. процентных ставок по вкладам физических лиц крупнейшими российскими банками. В целом в 2012 г. склонность населения к сбережению была меньше аналогичного показателя предыдущего года.

Инвестиции

В III квартале 2012 г. валовое накопление основного капитала увеличилось на 7,2% (в III квартале 2011 г. – на 7,9%). В IV квартале

темпы прироста инвестиций в основной капитал были существенно меньше, чем в соответствующий период 2011 года. В 2012 г. объем инвестиций в основной капитал увеличился на 6,7%.

Одним из факторов замедления инвестиционной активности остается ухудшение в 2012 г. динамики собственных средств организаций¹¹ как источника финансирования инвестиций в основной капитал. Несмотря на возобновление роста прибыли во второй половине 2012 г., его темпы были существенно ниже соответствующих показателей 2011 года. В феврале-марте 2012 г. темпы роста прибыли организаций замедлялись, в апреле-июле прибыль сократилась по сравнению с соответствующим периодом 2011 г., а в августе-октябре отмечался ее рост. В целом в январе-октябре 2012 г. сальдированный финансовый результат организаций повысился на 9,4% (в январе-октябре 2011 г. – на 22,4%).

Кроме того, в 2012 г. заметно замедлился рост спроса на кредитные ресурсы со стороны нефинансовых организаций. За 11 месяцев 2012 г. темп прироста объема кредитов, выданных нефинансовым организациям, был меньше аналогичного показателя 2011 г. более чем в 2 раза. В определенной мере это связано с ужесточением многими российскими банками неценовых условий кредитования нефинансовых организаций (прежде всего требований к их финансовому положению, обеспечению по кредиту, сокращению сроков предоставления кредита). В структуре финансирования инвестиций в основной капитал доля кредитов банков в январе-сентябре 2012 г. была на 0,4 процентного пункта меньше, чем в соответствующий период 2011 г., и составила 8,2%.

На замедление темпов роста инвестиций в основной капитал повлияла высокая база второй половины 2011 года.

Объемы бюджетных ассигнований на строительство объектов, предусмотренных адресной инвестиционной программой на 2012 г., по сравнению с 2011 г. сократились. Помесячная динамика объема работ, выполненных по виду деятельности «Строительство», в 2012 г. была волатильна. После сокращения в III квартале по сравнению с соот-

¹¹ В структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования доля собственных средств в январе-сентябре 2012 г. составляла 47,7%.

О показателе разрыва выпуска

Показатель разрыва выпуска (*output gap*) определяется как отклонение фактического выпуска в текущем периоде от «потенциального выпуска».

Существует несколько способов оценки потенциального выпуска. При анализе и прогнозировании в целях поддержки решений в области денежно-кредитной политики, направленной на достижение целевых значений инфляции, понятие потенциального выпуска трактуется как инфляционно-нейтральное. В этом случае под потенциальным выпуском понимается объем продукции, которая может быть произведена и реализована без создания предпосылок к изменению темпов роста цен.

Таким образом, потенциальный выпуск не связан с каким-либо определенным уровнем инфляции, а лишь свидетельствует о наличии или отсутствии предпосылок к ее ускорению/замедлению. В случае превышения фактическим выпуском потенциального (положительный разрыв) ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен. Положительный разрыв означает, что экономика функционирует выше своих возможностей из-за наличия избыточного спроса. Отрицательный разрыв выпуска свидетельствует о наличии избыточного предложения (неиспользуемых мощностей) или замедлении экономического роста вследствие сокращения спроса и указывает на ожидаемое замедление темпов роста цен.

Для целей денежно-кредитной политики важны не столько ретроспективные оценки, сколько кратко- и среднесрочные прогнозы изменения ключевых показателей при различных сценарных предположениях. Разрыв выпуска позволяет в удобной для анализа форме формулировать суждения о будущей динамике спроса и инфляционном давлении и поэтому является одним из важнейших показателей для денежно-кредитной политики. Центральные банки в равной степени озабочены как ростом спроса, так и его снижением, влияющими на положение инфляции выше или ниже цели. Поэтому обычно, когда ожидается, что спрос превысит потенциал экономики (положительный разрыв), центральные банки ужесточают политику и повышают ставки для охлаждения спроса и снижения инфляционного давления. И соответственно, наоборот: когда ожидается падение спроса ниже потенциального уровня (отрицательный разрыв), центральные банки снижают ставки для стимулирования спроса и предотвращения падения инфляции ниже цели.

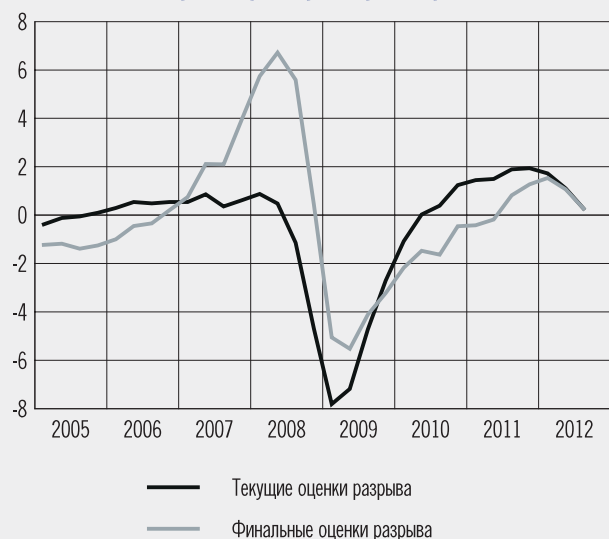
Потенциальный выпуск является ненаблюдаемой переменной и напрямую никак не измеряется. В настоящее время не существует единственного оптимального способа для оценки потенциального выпуска.

Основной проблемой при оценивании является так называемая «проблема конечной точки». Она заключается в том, что оценки потенциального выпуска в текущем (то есть последнем в данной выборке) периоде могут быть значительно скорректированы при добавлении к выборке новых наблюдений и повторной оценке по расширенной выборке. Эта проблема характерна для моделей, использующих минимальный набор данных и структурных предположений. Один из самых известных примеров такой модели – одномерный фильтр Ходрика-Прескотта.

На графике приведены текущие и финальные оценки разрыва на основе фильтра Ходрика-Прескотта. Траектория «текущих» оценок построена по последним точкам линий разрыва, полученных при оценке одномерным фильтром Ходрика-Прескотта с использованием последовательно расширяемой на одно наблюдение выборки. Для финальных же оценок использована выборка за период с 2003 г. по III квартал 2012 года. По сравнению с результатами оценки по всему массиву данных до середины 2012 г. расчеты на более коротких выборках приводили к недооценке роста разрыва перед кризисом 2008 г., а впоследствии – к переоценке отрицательного разрыва.

Второй проблемой является адекватность экономическим реалиям используемых предположений и структурных ограничений. Для российской экономики данная проблема усугубляется недостаточной продолжительностью и неодно-

Одномерный фильтр Ходрика-Прескотта



Источник: расчеты Банка России.

родностью временных рядов со статистической точки зрения, что затрудняет использование оптимизационных методов параметризации и во многих случаях заставляет прибегать к калибровке параметров на основе экспертных оценок. Поэтому достоверность результатов модели часто зависит от качества суждений экспертов, верифицировать которые практически невозможно.

Таким образом, для повышения надежности оценок целесообразно использовать несколько различных методов. Среди методов, используемых в Банке России, – одномерная фильтрация, многомерный фильтр Ходрика-Прескотта, эконометрическая модель ненаблюдаемых компонентов, а также многомерный фильтр Калмана, оценки которого в настоящее время считаются наиболее достоверными.

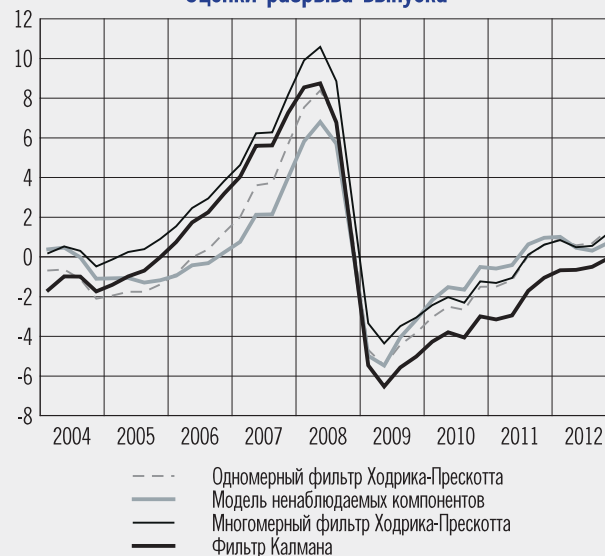
Многомерный фильтр Ходрика-Прескотта позволяет учитывать информацию об уровне инфляции и безработицы. Формально эту информацию можно применять для улучшения качества оценок фильтра путем включения остатков соответствующих уравнений (аналогов закона Оукена и кривой Филипса), выраженных через значения разрыва, в функцию потерь¹.

Эконометрический подход основан на представлении фильтра в виде многомерной модели ненаблюдаемых компонентов с общим циклом. При этом модель дополнена процессом для описания динамики безработицы. По аналогии с законом Оукена в колебаниях уровня безработицы выделена равновесная составляющая, а ее циклические колебания увязаны с колебаниями разрыва выпуска².

Для оценки с помощью фильтра Калмана используется система уравнений, основанная на новокейнсианской макроэкономической парадигме и реализующая набор структурных предпосылок о предполагаемом характере связи между разрывом выпуска, инфляцией и рядом других макроэкономических показателей. Преимуществом метода является использование при оценивании широкого спектра наблюдаемых индикаторов, характеризующих экономическую активность, реальные монетарные условия и состояние внешнего сектора. Это позволяет в наибольшей мере снизить остроту проблемы «конечной точки», так как оценки увязываются с динамикой наблюдаемых переменных, значения которых не меняются при переоценке на расширенной выборке. Кроме того, в структуре системы уравнений в явном виде используется предпосылка о связи разрыва и инфляции, что позволяет получить оценки потенциального ВВП, содержательно соответствующие поставленной задаче, то есть отражающие именно инфляционное давление со стороны спроса, а не просто некоторый абстрактный статистический тренд в динамике ВВП.

Несмотря на значительное количество структурных предпосылок и широкий спектр используемых наблюдаемых переменных, полностью избавиться от проблемы «конечной точки» не представляется возможным. Поэтому оценки исторической динамики разрыва выпуска могут меняться по мере поступления новых данных. Наиболее существенными такие изменения бывают в случае, если краткосрочные прогнозы наблюдаемых переменных оказываются неточными. В условиях высокой неопределенности, связанной с кризисными явлениями в мировой экономике в последние годы, подобная ситуация не является редкостью, особенно в части прогнозов внешнего сектора.

Оценки разрыва выпуска



Источник: расчеты Банка России.

¹ Laxton D., Tetlow R. (1992). A simple multivariate filter for the measurement of potential output, Bank of Canada technical report No 59.

² Scott A. (2000). A multivariate unobserved components model of cyclical activity. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper #2000/04.

ветствующим периодом 2011 г. производство в строительстве в IV квартале вновь возросло. В целом в 2012 г. объем работ в строительстве увеличился на 2,4% (в 2011 г. – на 5,1%).

По данным обследования деловой активности строительных организаций (Росстат), индекс предпринимательской уверенности в строительстве в IV квартале 2012 г.

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



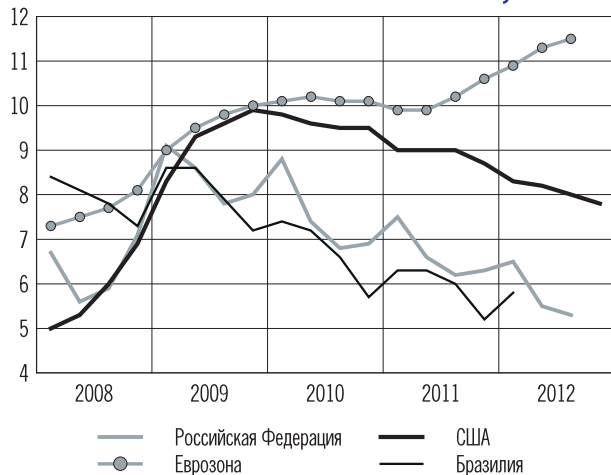
Источник: Росстат.

по сравнению с предыдущим кварталом снизился, что соответствует сезонной динамике этого показателя. Среди факторов, сдерживающих деятельность строительных организаций, большинство опрошенных руководителей организаций выделяли высокий уровень налогов и высокую стоимость материалов, конструкций, изделий.

Рынок труда

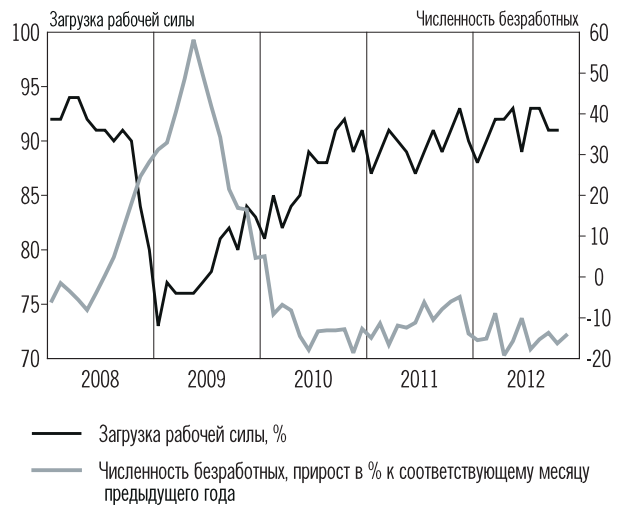
В IV квартале 2012 г. продолжился рост численности занятого в экономике населения. За 11 месяцев 2012 г. численность работников, находящихся в простое по вине работодателя и по причинам, не зависящим

Уровень безработицы в России, США и еврозоне (в среднем за отчетный квартал, в % от численности экономически активного населения)



Источник: национальная статистика, Евростат, МОТ, Росстат.

Общая численность безработных и загрузка рабочей силы в промышленности



Источник: Российский экономический барометр, Росстат.

от работодателя и работника, по сравнению с соответствующим периодом 2011 г. сократилась. Сокращение размеров неполной занятости свидетельствует о высоком уровне загрузки рабочей силы в экономике, что в условиях низкого уровня безработицы ограничивает рост занятости в экономике. Так, по оценке, темп прироста численности занятого населения в 2012 г. был меньше, чем в 2011 году.

Уровень безработицы в 2012 г. достиг минимальных значений за последние 20 лет (5,2% в августе и сентябре, 5,3% в декабре). С исключением сезонного фактора этот показатель в октябре-декабре продолжил траекторию снижения. Общий уровень безработицы в 2012 г. оценивается ниже долгосрочного тренда, что на фоне ускорения темпов роста удельных издержек на рабочую силу¹² (УИРС) отражает наличие определенного проинфляционного давления в экономике со стороны роста издержек производства.

Темп прироста производительности труда в III квартале был ниже, чем в I и II кварталах 2012 г., и по итогам января-сентября составил, по оценкам, 3%. Начиная с III квартала 2009 г. темпы роста реальной зарплаты в целом со-

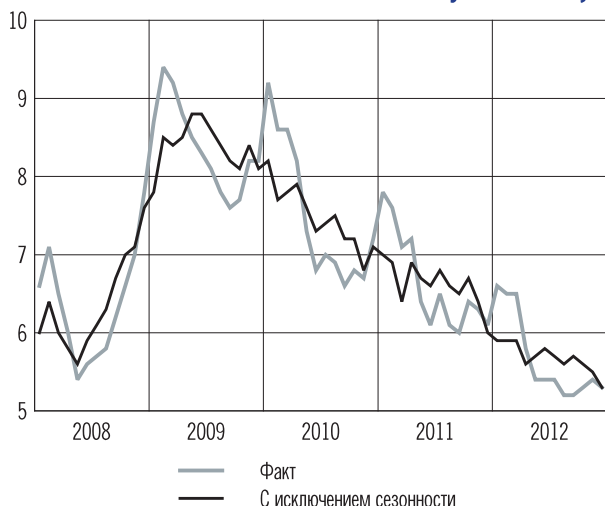
¹² Рассчитывается как отношение темпов роста номинальной заработной платы одного работника к темпам роста производительности труда. Является аналогом показателя темпов роста «unit labour cost», рассчитываемого статистическими ведомствами США и других стран как отношение среднечасовой номинальной оплаты труда к производительности труда, отражающего давление издержек на оплату труда на инфляцию.

Уровень безработицы (за квартал)*



* Долгосрочный тренд оценен при помощи фильтра Ходрика-Прескотта.
 ** С исключением сезонного фактора.
 Источник: расчеты Банка России, Росстат.

Уровень безработицы (численность безработных по МОТ в % к экономически активному населению)



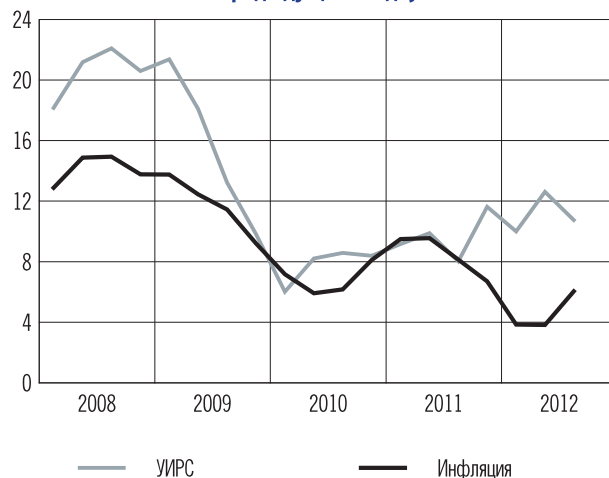
Источник: расчеты Банка России, Росстат.

Средняя номинальная начисленная зарплата по экономике в целом и в отраслях с высокой долей государственного участия в финансировании (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

Удельные издержки на рабочую силу (УИРС) и инфляция (в % к соответствующему кварталу предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России, Росстат.

ответствовали темпам изменения производительности труда. С IV квартала 2011 г. темпы роста реальной зарплаты ускорились под влиянием относительно низкой базы предыдущего года и существенного замедления инфляции. В 2012 г. значительно ускорились темпы роста зарплаты в видах деятельности, которые в существенной степени финансируются из государственного бюджета. Однако их уровень все еще отстает от общероссийского уровня среднемесячной зарплаты. Так, в январе-октябре 2012 г. средняя зарплата работников здравоохранения и предоставления социальных услуг составила 82% к ее уровню в обрабатывающих производствах, зарплата работников образования – 75% (в январе-октябре 2011 г. – 79 и 70% соответственно).

Производство

В январе-сентябре 2012 г. наибольший вклад в прирост произведенного ВВП внесли оптовая и розничная торговля, операции с недвижимым имуществом, финансовая деятельность. В IV квартале, как и в предыдущие три квартала 2012 г., темп прироста выпуска товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности¹³ был ниже, чем в соответствующие кварталы 2011 г. (в октябре 2012 г. он со-

¹³ Исчисляется на основе данных об изменении физического объема производства продукции сельского хозяйства, добычи полезных ископаемых, обрабатывающих производств, производства и распределения электроэнергии, газа и воды, строительства, транспорта, розничной и оптовой торговли.

Прирост промышленного производства и загрузка производственных мощностей (%)



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

ставил 0,8%, в ноябре – 1,2%), что связано с сокращением выпуска сельскохозяйственной продукции и замедлением темпов роста производства в строительстве, промышленности, на транспорте и в розничной и оптовой торговле. В целом в январе-ноябре производство продукции по базовым видам экономической деятельности увеличилось на 2,7%.

С исключением сезонного фактора среднемесячный темп прироста производства в промышленности в IV квартале был ниже, чем в соответствующий период 2011 года. В 2012 г. производство промышленной продукции увеличилось на 2,6%. По данным опросов Росстата, настроения производителей в добывающих и обрабатывающих производствах в IV квартале 2012 г. ухудшались. Среди факторов, сдерживающих рост производства, отмечались высокий уровень налогообложения, неопределенность экономической ситуации, недостаток финансовых ресурсов и недостаточный спрос на продукцию предприятий на внутреннем рынке (в обрабатывающих производствах). Индекс предпринимательской уверенности в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды в IV квартале по сравнению с предыдущим кварталом снизился, что соответствует сезонной динамике этого показателя.

Загрузка производственных мощностей в промышленности достигла докризисного уровня. По данным «Российского экономиче-

Промышленное производство по видам деятельности (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

Индексы предпринимательской уверенности по видам деятельности (прирост в % к соответствующему месяцу предыдущего года)



Источник: Росстат.

ского барометра», в январе-ноябре 2012 г. этот показатель в среднем составил 79,1%.

Урожай зерновых культур в 2012 г. сократился по сравнению с предыдущим годом вследствие ухудшения климатических условий в большинстве регионов России. В хозяйствах всех категорий намолочено 70,7 млн. т зерна, что на 25% меньше, чем в 2011 г. (94,2 млн. т). Значительное сокращение урожая может негативно отразиться на динамике цен на продовольствие в первой половине 2013 года.

В 2012 г. объем ВВП увеличился на 3,4% (в 2011 г. – на 4,3%).

Индекс финансовых условий

Индекс финансовых условий (ИФУ)¹ может использоваться для определения, способствуют ли финансовые условия экономическому росту или, наоборот, замедляют его. Предполагается, что отклонение каждой отдельной финансовой переменной от своего долгосрочного тренда оказывает влияние на выпуск товаров (предоставление услуг), тем самым увеличивая или сокращая разрыв выпуска.

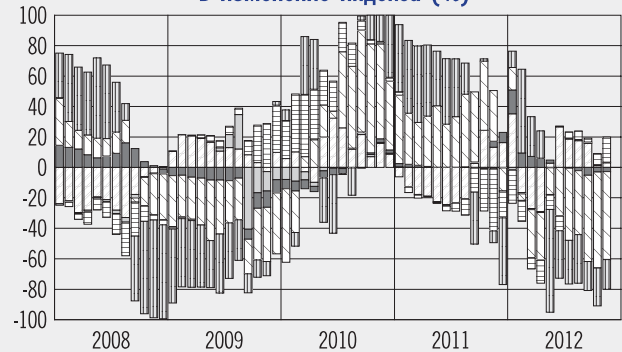
Согласно расчетам, в ноябре 2012 г. индекс финансовых условий был близок к нулю, что свидетельствует об отсутствии существенных рисков замедления темпов экономического роста со стороны финансового сектора. Фактором, вносящим наибольший отрицательный вклад в значение индекса, является высокая ставка по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям.

Индекс финансовых условий*
(стандартных отклонений)



* Тренд, нормированный ряд.
Источник: расчеты Банка России.

Вклад финансовых переменных
в изменение индекса (%)



- Реальный обменный курс рубля к доллару США
- Чистые иностранные активы банковского сектора
- Денежная масса (M2)
- ▨ Ставка по кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года
- ▨ Показатель достаточности собственных средств (H1)
- ▨ Индекс ИФУ

Источник: расчеты Банка России.

¹ В основе расчета данного индекса лежит та же идея, что и при расчете индекса монетарных условий, впервые предложенного Ч. Фридманом (С. Freedman «The role of monetary conditions and monetary conditions index in the conduct of policy», Bank of Canada Review, Autumn 1995). Индекс финансовых условий рассчитывается на основе следующих показателей: реальный обменный курс рубля к доллару США, денежная масса (M2), индекс РТС, чистые иностранные активы банковского сектора, показатель достаточности собственных средств (H1), ставка по кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года. В процессе расчета индекса из всех переменных выделяются циклическая и случайная компоненты, и они подвергаются процедуре нормирования. Нормирование позволяет сравнивать между собой силу влияния отдельных переменных на выпуск. На заключительном этапе индекс рассчитывается как взвешенная сумма финансовых переменных. Веса определяются с использованием функции реакции на импульс из модели векторной авторегрессии.

1.3. Инфляция

В IV квартале 2012 г. наблюдалась стабилизация инфляции (в скользящем годовом выражении) после ее повышения в III квартале. В декабре инфляция составила 6,6%, что выше целевого диапазона (5–6%), установленного на 2012 г. «Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов».

Повышение годовых темпов роста цен на продовольственные товары в IV квартале истекшего года было заметно меньшим, чем в III квартале. Так, в июне по отношению к тому же месяцу 2011 г. темпы прироста цен на них составляли 3,6%, в сентябре – 7,3%, а в декабре – 7,5%.

В рассматриваемый период наблюдалось снижение цен на плодоовощную продукцию (за последние три месяца 2011 г. они выросли). В декабре цены на эту группу продуктов питания были на 11,0% выше, чем в декабре 2011 года. Замедлились темпы роста цен на другие продукты питания. На сдерживание роста цен на продовольственном рынке были направлены зерновые интервенции, проводимые с октября 2012 года.

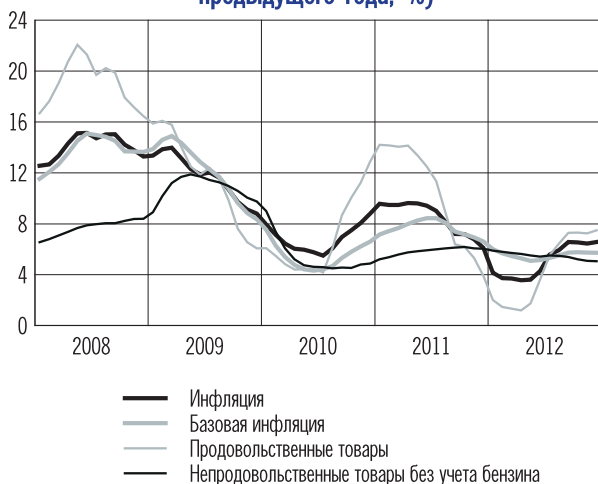
В IV квартале 2012 г. сохранилась наблюдавшаяся с начала года тенденция к пониже-

нию годовых темпов прироста цен на непродовольственные товары (к сопоставимым месяцам предыдущего года). В декабре они составили 5,2%, что на 0,2 процентного пункта меньше, чем в сентябре. Продолжилось также снижение темпов удорожания непродовольственных товаров без учета бензина, в наименьшей степени подверженных влиянию административных и волатильных факторов. В декабре они оцениваются на уровне 5,1%, что на 0,3 процентного пункта ниже, чем в сентябре.

В декабре 2012 г. темпы роста цен на услуги по отношению к соответствующему месяцу предыдущего года составили 7,3% – столько же, сколько и в сентябре.

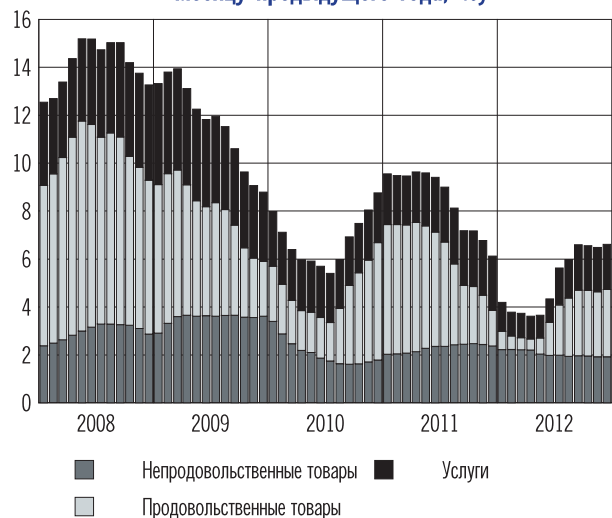
В целом, в декабре 2012 г. инфляция была выше, чем в декабре 2011 г., на 0,5 процентного пункта, что связано с действием волатильного фактора – динамики цен на плодоовощную продукцию. Темпы удорожания товаров и услуг без учета этой группы продуктов питания (около 97% потребительской корзины) составили в декабре 2012 г. по отношению к декабрю предыдущего года 6,4% (в декабре 2011 г. – 7,5%). Базовая инфляция в декабре 2012 г. составила 5,7%, что на 0,9 процентного пункта ниже, чем годом ранее.

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



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

Вклад в инфляцию (месяц к соответствующему месяцу предыдущего года, %)



Источник: Росстат, расчеты Банка России.

В 2012 г. состояние спроса не оказывало повышательного давления на инфляцию: разрыв выпуска в течение года оценивается как близкий к нулю. По расчетам, совокупный эффект изменения динамики курса рубля на ин-

фляцию являлся сдерживающим. По оценке, темпы прироста регулируемых цен и тарифов в 2012 г. были ниже, чем в предыдущем году (10,4% против 10,9%).

II. Перспективы развития экономической ситуации и оценка рисков

II.1. Перспективы развития экономической ситуации

Внешнеэкономическая ситуация в первом полугодии 2013 г., по прогнозам, будет характеризоваться сохранением низких темпов роста мировой экономики. При этом ожидается продолжение рецессии в еврозоне в ближайшие месяцы с последующим восстановлением экономической активности во второй половине года, а также сохранение наметившейся тенденции к постепенному улучшению экономической ситуации в Китае и США при условии прогресса в решении проблемы стабилизации государственных финансов последних. Агрегированные показатели экономического роста и инфляции в странах – торговых партнерах России во второй половине 2012 г. продолжали снижаться, при этом краткосрочные прогнозы состояния экономики торговых партнеров оставались в целом пессимистичными, но существенно не ухудшались. Согласно этим прогнозам еврозона (крупнейший консолидированный торговый партнер России) избежала наиболее неблагоприятных сценариев углубления рецессии. Разрыв выпуска в еврозоне по итогам 2012 г. составит -2,4% потенциального ВВП (-1,5% в 2011 г.) и около -3% в I–II кварталах 2013 года. Ожидается, что отрицательный разрыв выпуска в зоне евро сохранится до 2016 года¹. Таким образом, внешний спрос останется слабым и будет оказывать сдерживающее влияние на динамику мировых цен сырьевых товаров, в том числе энергоносителей, и ограничивать рост российского чистого экспорта. При сохранении высокой неопределенности риски реализации негативных сценариев остаются значительными, однако, по оценкам Банка России, их вероятность снизилась.

По прогнозам, зарубежная инфляция останется умеренной. На этом фоне представляется маловероятным сворачивание стиму-

лирующих мер центральными банками ведущих стран. Во II квартале 2013 г. возможно снижение ставки рефинансирования ЕЦБ с 0,75 до 0,5% годовых. Повышение ключевой процентной ставки Федеральной резервной системой (ФРС) США ожидается не ранее 2015 года².

Несмотря на пессимистичные оценки перспектив роста мировой экономики, меры стимулирования экономик США и еврозоны будут оказывать поддержку ценам на нефть, поэтому в начале 2013 г. ожидается сохранение цен на нефть на мировых рынках примерно вблизи текущих уровней.

Сохранение цен на нефть на достаточно высоком уровне будет поддерживать внутренний спрос, в то время как слабый внешний спрос останется сдерживающим фактором. Проводимые в настоящее время меры количественного смягчения, предпринимаемые зарубежными центральными банками, как ожидается, не приведут к ускорению инфляции. При условии отсутствия дополнительных ценовых шоков на мировых рынках и факторов существенного изменения валютного курса риски для темпов роста потребительских цен в России со стороны импортируемой инфляции останутся незначительными.

Внутренние условия в первом полугодии 2013 г. будут характеризоваться сохранением основных тенденций в российской экономике, наблюдавшихся во второй половине 2012 года. На фоне сравнительно слабого внешнего спроса основным двигателем российской экономики будет внутренний спрос.

В 2012 г. экономический рост поддерживался в основном повышением внутреннего спроса, который был обусловлен увеличением реальной зарплаты, объемов кредитования населения и численности занятых в эко-

¹ По оценкам Еврокомиссии и МВФ.

² В соответствии с прогнозами Bloomberg и Thomson Reuters.

номике. Однако к концу года наблюдалось ослабление как потребительской, так и инвестиционной активности, в результате чего уже в III квартале прирост ВВП ощутимо замедлился. По оценкам, темпы экономического роста в IV квартале 2012 г. и в первом полугодии 2013 г. будут меньше, чем в соответствующие периоды предыдущего года. При этом близкие к нулю значения разрыва выпуска в течение 2012 г. позволяют говорить о ликвидации последствий экономического спада в 2008–2009 годах. В дальнейшем на динамику разрыва выпуска будут оказывать влияние преимущественно сдерживающие факторы, прежде всего – возможное замедление темпов роста цен на нефть, слабый внешний спрос, а также ожидаемое продолжение реального укрепления рубля.

Невысокие темпы роста реальных доходов населения, а также переход кредитного роста в более умеренную фазу будут ограничивать темпы роста потребительского спроса. Рост инвестиций в основной капитал также может замедлиться вследствие снижения темпов роста прибыли нефинансовых организаций – основного источника финансирования инвестиций. Прирост ВВП в первом полугодии 2013 г. по отношению к соответствующему периоду 2012 г., по прогнозам, составит 2,5–3,5%.

Безработица в 2012 г. находится на минимальном (за последние 20 лет) уровне и ниже долгосрочного тренда, что на фоне увеличения по сравнению с соответствующим периодом 2011 г. темпов роста удельных издержек на рабочую силу может привести к формированию определенного инфляционного давления в экономике. Однако оценки разрыва выпуска с использованием показателей безработицы (см. врезку «О показателе разрыва выпуска») не позволяют с уверенностью идентифицировать риски перегрева, связанные с состоянием рынка труда.

Не ожидается существенного отклонения выпуска от потенциального. Предполагается, что разрыв выпуска в 2013–2014 гг. будет находиться вблизи нулевых значений, однако существуют предпосылки для формирования незначительного отрицательного разрыва, связанные с неопределенностью внешнеэкономической ситуации.

Некоторое сдерживающее влияние на экономический рост возможно со стороны де-

нежно-кредитных условий. Так, по данным обследований Банка России, неценовые условия банковского кредитования ужесточаются и в дальнейшем ожидается сохранение этой тенденции. В то же время индекс финансовых условий (ИФУ) находится около нуля, что с учетом текущей экономической конъюнктуры отражает отсутствие существенных рисков для замедления роста экономики со стороны финансового сектора.

Среднесрочный прогноз инфляции предполагает ее постепенное снижение. Однако в первой половине 2013 г. инфляция с высокой вероятностью будет превышать установленный целевой диапазон 5–6%. В I квартале 2013 г. возможно краткосрочное повышение годовой инфляции, обусловленное прежде всего динамикой цен на продовольствие на фоне низкой статистической базы предыдущего года. Проведение планового повышения регулируемых цен и тарифов в середине года создаст предпосылки для более равномерной внутригодовой динамики инфляции и стабилизации инфляционных ожиданий. В отсутствие дополнительных ценовых шоков и существенного инфляционного давления со стороны совокупного спроса это должно способствовать формированию более умеренных темпов роста потребительских цен.

В последнее время отмечается снижение оценок ожидаемой инфляции. Так, консенсус-прогноз годовой инфляции «Рейтерс» на I квартал 2013 г. по итогам опросов экспертов в январе 2013 г. понижен по сравнению с октябрём 2012 г. на 0,4 процентного пункта, до 6,9%. Краткосрочные инфляционные ожидания, рассчитанные по данным финансового рынка, прекратили рост. Результаты опросов населения³ свидетельствуют о том, что потребительские ожидания все еще находятся под влиянием ускоренного роста цен, наблюдавшегося во II–III кварталах 2012 года. В то же время предварительные результаты опроса, проведенного в декабре, позволяют предположить, что высокие краткосрочные ожидания в значительной мере объясняются традиционно ожидаемым скачком цен в январе.

³ Опросы населения проводятся ФОМ по заказу Банка России (с декабря 2009 г. проведено 12 опросов). Целью опросов являются оценка и анализ динамики инфляционных ожиданий и потребительских настроений населения.

Риски превышения целевого диапазона, установленного в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015

годов» (в 2013 г. – 5–6%, в 2014–2015 гг. – 4–5%), в настоящее время оцениваются как умеренные.

II.2. Оценка рисков

Среднесрочный прогноз инфляции играет важную роль при принятии решений в области денежно-кредитной политики. Он учитывает наличие лагов воздействия этих решений на экономику. Существует ряд рисков, реализация которых может привести к превышению инфляцией целевого диапазона по итогам 2013 г. и повлиять на направленность денежно-кредитной политики в будущем.

Кратко- и среднесрочные риски

В настоящее время ситуация в экономике России оценивается как относительно стабильная, и основные риски связаны с внешним сектором. Динамика мировой экономики и конъюнктура финансовых рынков во многом будут зависеть от хода процесса урегулирования долговых проблем в США и еврозоне. Одним из наиболее существенных факторов риска может стать в начале 2013 г. так называемый «бюджетный обрыв» в США («fiscal cliff») – предусмотренный законодательством секвестр бюджетных расходов при одновременном истечении срока действия законодательства, в соответствии с которым в последние годы в США сохранялись сниженные ставки подоходного налога и другие фискальные стимулы. Хотя достигнутое в начале 2013 г. политическими силами США соглашение позволило избежать резкого ужесточения фискальной политики, основные внешнеэкономические риски в ближайшие месяцы будут связаны с возможным затягиванием переговоров о стратегии стабилизации государственных финансов страны. Результатами могут стать резкое сокращение чистого потребления государственного сектора и рецессия в США. Рецессия может усилить предпосылки к спаду экономической активности в крупных развивающихся экономиках. Другим фактором риска может стать более длительная по сравнению с текущими прогнозами рецессия в еврозоне и/или более медленное восстановление экономик США и Китая. Кроме того, не исключено обострение долгового кризиса в еврозоне в случае возникновения трудностей с реализацией мер бюджетной экономии в отдель-

ных странах. Реализация любого из названных рисков может принять затяжной характер, что повлечет за собой снижение цен на сырьевые товары и рост напряженности на мировых финансовых рынках.

Продолжительное ослабление внешнего спроса и снижение цен на товары российского экспорта, сопровождаемое ужесточением условий доступа к финансовым ресурсам, могут оказать заметное негативное влияние на развитие российской экономики вследствие существенной зависимости от состояния мировых рынков сырья.

Длительное ухудшение внешних условий повлечет за собой дальнейшее сокращение доходов частного и государственного секторов российской экономики, снижение темпов роста инвестиционного и потребительского спроса, замедление экономического роста. Ухудшение состояния платежного баланса может привести к ускорению роста рублевой стоимости бивалютной корзины.

Динамика курса национальной валюты, в случае достаточно длительного и значительного ее ослабления, является потенциальным источником инфляционного риска. В то же время в текущей ситуации не ожидается длительного и существенного снижения курса национальной валюты, которое может быть вызвано реализацией описанных выше внешнеэкономических рисков. Принятые за последние месяцы европейскими властями меры и временное устранение угрозы автоматического ужесточения фискальной политики США в начале 2013 г. оказали стабилизирующее воздействие на финансовые рынки и несколько снизили вероятность реализации рисков сценариев в текущем году. Ультрамягкая денежно-кредитная политика ведущих центральных банков и большой объем свободной ликвидности, накопленный в результате принятых ими антикризисных мер, могут уменьшить глубину падения цен активов (в том числе сырья, а также активов стран с формирующимися рынками, включая Россию).

Реакцией монетарной политики при реализации внешних рисков может стать ее значи-

тельное смягчение на среднесрочном горизонте. При этом в случае заметного обесценения рубля и возникновения в связи с этим инфляционных рисков возможно кратковременное повышение процентной ставки во избежание роста инфляционных ожиданий.

Одним из основных источников инфляционных рисков, по оценкам Банка России, является динамика цен на продовольствие. Значимость данного фактора для России объясняется существенной, в том числе по мировым меркам, долей этой категории товаров в структуре корзины для расчета индекса потребительских цен – в 2012 г. она составляла 37,3%¹. На данном этапе существует высокая неопределенность в оценках будущего урожая основных сельскохозяйственных культур в России и мире. Однако пока отсутствуют факторы, которые могли бы сформировать ожидания значительного роста цен на продовольствие в текущем году. Кроме того, достаточно высокая база по ценам продовольственных товаров, сложившаяся во второй половине 2012 г., будет оказывать благоприятное влияние на динамику инфляции в 2013 году.

Доля продовольствия* в структуре ИПЦ в отдельных странах (%)

Индия	49,7**
Россия	37,3
Япония	19,1
Бразилия	23,1
ЮАР	21,6
США	15,3
Германия	13,5

* Включая алкогольные напитки.

** Включая табачные изделия. Приведена доля в общем ИПЦ. Для сельского и городского ИПЦ доля составляет соответственно 59,3 и 37,2%.

Справочно: доля табачных изделий в структуре ИПЦ в России в 2012 г. составляла 0,75%.

Источник: статистические агентства соответствующих стран.

Кроме того, определенные инфляционные риски могут возникнуть в случае длительного превышения темпами инфляции целевого диапазона, поскольку это может оказать

влияние на ожидания субъектов экономики. Риски того, что инфляция в 2013 г. окажется ниже целевого ориентира, в настоящее время оцениваются Банком России как несущественные.

Монетарный анализ инфляционных рисков

Выявление роли динамики денежной массы в формировании инфляционных процессов является важным условием для эффективной реализации денежно-кредитной политики. Опыт последнего финансового кризиса также указывает на то, что предотвращение монетарных дисбалансов необходимо для снижения рисков не только ценовой, но и финансовой и общеэкономической нестабильности.

Развитие и трансформация финансового сектора экономики, значительные изменения факторов, определяющих спрос на деньги, а также существенная роль немонетарных факторов в динамике ИПЦ в России обуславливают отсутствие полного соответствия между темпами роста отдельно взятых денежных агрегатов и темпами инфляции в краткосрочном аспекте. В связи с этим методология учета динамики денежной массы при оценке инфляционных рисков основывается на анализе наиболее значительных изменений низкочастотных компонентов инфляции². Проведенные в соответствии с такими подходами расчеты позволили прийти к следующим выводам.

Резкое снижение темпов инфляции, начавшееся в конце 2011 г., не в полной мере соответствовало динамике денежной массы, наблюдавшейся в предшествующие периоды. Данное обстоятельство указывало на возможные риски того, что тенденция к замедлению темпов роста ИПЦ может оказаться неустойчивой (частично это реализовалось во второй половине 2012 г.), и давало основания для ужесточения денежно-кредитной политики.

В то же время ускорение темпов роста цен само по себе не свидетельствует о дальнейшем росте монетарных рисков инфляции. Напротив, замедление темпов роста денежной массы до относительно низкого уровня может

¹ На момент подготовки Доклада структура корзины для расчета индекса потребительских цен в 2013 г. не была опубликована.

² Основные методологические принципы такого подхода изложены подробно в главе 4 Papademos, L. D. and Stark, J. (2010) *Enhancing Monetary Analysis*, European Central Bank.

оказать значительное сдерживающее влияние на темпы роста цен в 2013 году.

При отсутствии явных предпосылок к ускорению темпов роста банковского кредитования (являющегося в настоящее время основным источником роста денежного предложения), а также при условии сохранения сбалансированного характера бюджетной политики можно предположить, что тенденции, сложившиеся в динамике денежных агрегатов по итогам 2012 г., сохранятся и в 2013 году. Это будет способствовать уменьшению инфляционных рисков и достижению цели по инфляции в среднесрочной перспективе.

При принятии решений по вопросам денежно-кредитной политики Банк России будет учитывать вышеназванные инфляционные риски наряду с другими факторами, включая оценки перспектив экономического роста. В случае увеличения рисков сохранения инфляции выше целевого диапазона целесообразность ужесточения политики будет определяться с учетом характера инфляционного шока, рисков его влияния на инфляционные ожидания, а также на среднесрочные прогнозы по инфляции.

Динамическая факторная модель взаимосвязи роста денежной массы и инфляции

Одним из методов анализа монетарных рисков инфляции, применяемых в Банке России, является использование динамической факторной модели¹ для выделения из временного ряда темпов роста ИПЦ компоненты, общей для динамики широкого спектра денежных и ценовых показателей. Предположительно, именно эта компонента характеризует монетарную составляющую роста цен и может наиболее эффективным образом анализироваться с помощью методов монетарного анализа. Такое разложение позволяет осуществлять содержательную интерпретацию колебаний в темпах инфляции, что необходимо для обеспечения взвешенной реакции со стороны денежно-кредитной политики.

Как представлено на рисунке, снижение темпов годового прироста ИПЦ, начавшееся в конце 2011 г., не было характерно ни для одного другого рассмотренного ценового индекса (по итогам II квартала 2012 г. темпы годового прироста других ценовых индексов были меньше среднего значения примерно на одно стандартное отклонение, в то время как в случае с ИПЦ эта разница составила два стандартных отклонения). Наблюдаемые темпы инфляции также были значительно ниже уровня, рассчитанного на базе модели как сумма базисной (трендовой) компоненты и эффекта шоков, идентифицированных как монетарные. Таким образом, можно предположить, что наблюдаемое ускорение темпов роста ИПЦ не связано со смягчением монетарных условий в экономике (точно так же, как предшествующее замедление инфляции не было связано с их ужесточением), а скорее является возвращением инфляции к уровню, соответствующему действию долгосрочных факторов. В то же время снижение прогнозного значения трендовой и монетарной компоненты в динамике роста ИПЦ может рассматриваться как индикатор снижения инфляционных рисков в средне- и долгосрочный период.

Годовые темпы роста ИПЦ и других ценовых индексов (стандартные отклонения (ст. откл.) от среднего значения)



Источник: расчеты Банка России.

¹ Подробнее см., например, Nobili, A., (2009). "Composite indicators for monetary analysis", Bank of Italy Working papers 713.

III. Реализация денежно-кредитной политики Банка России

III.1. Ключевые решения в области денежно-кредитной политики

Банк России принимает решения в области денежно-кредитной политики на основе анализа текущей ситуации и перспектив экономического развития с учетом необходимости достижения целевых ориентиров по инфляции в среднесрочной перспективе.

При этом принимаются во внимание внешние и внутренние факторы, определяющие развитие экономики и инфляционных процессов.

В течение всего IV квартала годовой темп роста потребительских цен превышал установленный целевой диапазон, составив по состоянию на конец года 6,6%. Кроме того, учитывалось, что в первой половине 2013 г. инфляция с высокой вероятностью сохранится на уровне выше 6%. Учитывая возможное влияние превышения инфляцией цели на ожидания субъектов экономики, Банк России рассматривал данный фактор как источник инфляционных рисков.

Вместе с тем в указанный период ускорение инфляции практически прекратилось – наблюдалась стабилизация темпов роста цен широкого круга товаров и услуг при некотором замедлении роста цен на непродовольственные товары. Инфляционное давление со стороны совокупного спроса также отсутствовало: по оценкам Банка России, совокупный выпуск сохранялся на близком к потенциальному уровню.

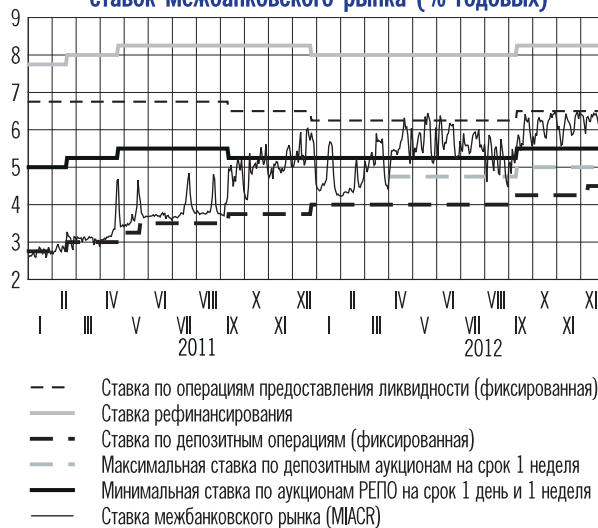
В то же время сохранялись риски охлаждения экономической активности в среднесрочной перспективе.

Невысокие темпы роста внешнего спроса, неустойчивая инвестиционная активность, а также динамика потребительских расходов, ограниченная низкими темпами повышения реальных доходов населения и ожидаемым замедлением кредитной активности, могут привести к замедлению темпов роста

российской экономики. В целом состояние совокупного спроса не будет оказывать повышающего давления на темпы роста цен. Сдерживающее влияние на инфляцию будет также оказывать последовательное снижение темпов роста денежного предложения.

С учетом прогнозируемых внутренних и внешних макроэкономических тенденций и баланса рисков Банк России в октябре 2012 – январе 2013 г. не изменял направленность денежно-кредитной политики. При этом в декабре 2012 г. Совет директоров Банка России принял решение о снижении ставки по рублевой части сделок «валютный своп» с 6,75 до 6,5% и повышении с 4,25 до 4,5% ставки по депозитным операциям Банка России на фиксированных условиях. Указанные меры были направлены на техническое сужение процентного коридора Банка России и укрепление его границ в целях ограничения волатильности ставок денежного рынка и усиления действенности процентного канала

Коридор процентных ставок Банка России и динамика ставок межбанковского рынка (% годовых)



Источник: Банк России.

трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Ширина процентного коридора сократилась до 200 базисных пунктов,

его границы стали симметричными относительно минимальной ставки по аукционам краткосрочного предоставления ликвидности.

III.2. Операции Банка России по регулированию ликвидности банковского сектора

Действующая операционная процедура формирует основу для реализации решений Совета директоров Банка России в области процентной политики. Процентный коридор Банка России, верхняя и нижняя границы которого определяются ставками по его краткосрочным операциям постоянного действия по предоставлению и абсорбированию денежных средств, задает диапазон приемлемой волатильности краткосрочных ставок денежного рынка.

Процесс управления ликвидностью банковского сектора помимо обеспечения нормальной работы денежного рынка, а также бесперебойного осуществления расчетов и платежей направлен на поддержание краткосрочных ставок денежного рынка на уровне, соответствующем достижению конечной цели денежно-кредитной политики. Для решения этой задачи Банк России проводит операции по краткосрочному регулированию банковской ликвидности, стремясь удовлетворить потребность банковского сектора либо в рефинансировании, либо в размещении свободных денежных средств в первую очередь с помощью рыночных операций, параметры которых устанавливаются на основе сводного прогноза ликвидности банковского сектора.

Для повышения прозрачности порядка расчета лимитов по рыночным операциям Банка России на срок 1 неделя с декабря 2012 г. Банк России приступил к регулярной публикации еженедельных прогнозов факторов формирования ликвидности банковского сектора. Эти данные отражают ожидаемые движения потоков ликвидности, влияние на банковскую ликвидность операций с наличными деньгами, операций с бюджетом, изменений нормативов обязательных резервов, а также задолженности по операциям с центральным банком. Алгоритм расчета публикуемых показателей содержится в Примере расчета недельного лимита, приведенном на сайте Банка России (http://cbr.ru/dkp/standart_system/raschet.xls).

В IV квартале 2012 г. в условиях сохранения структурного дефицита ликвидности кредитные организации предъявляли высокий

спрос на операции рефинансирования Банка России: валовой кредит банкам¹ за рассматриваемый период увеличился на 0,5 трлн. руб. – до 2,7 трлн. рублей.

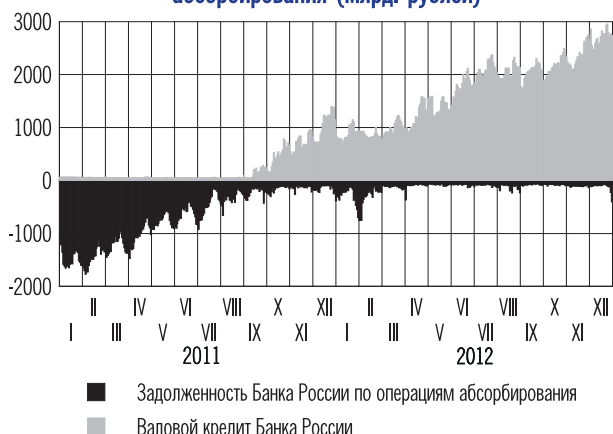
Предоставление ликвидности Банком России кредитным организациям по-прежнему осуществлялось преимущественно в форме операций на аукционной основе, прежде всего аукционов прямого РЕПО Банка России. По итогам IV квартала задолженность по операциям РЕПО на аукционной основе увеличилась на 334,1 млрд. рублей. Общая задолженность по операциям прямого РЕПО во второй половине декабря достигала максимального за весь период действия инструмента уровня 2 трлн. рублей.

Кредитные организации продолжили использовать аукционы прямого РЕПО на срок 1 неделя в качестве основного источника привлечения ликвидности со стороны Банка России: как и в предыдущем квартале, задолженность кредитных организаций по данному виду операций в среднем превышала 1 трлн. рублей. Участие кредитных организаций в аукционах прямого РЕПО Банка России на срок 1 день главным образом было связано с целями оперативного управления собственной ликвидностью. Так, в декабре в условиях сезонного увеличения масштабов и волатильности денежных потоков наблюдался рост спроса на данный инструмент. В результате в IV квартале средний объем средств, предоставляемых Банком России на однодневных аукционах прямого РЕПО, увеличился практически в два раза и составил 330,6 млрд. рублей.

В IV квартале сохранился умеренный спрос кредитных организаций на операции по предоставлению ликвидности на аукционной основе на более длительные сроки. Задолженность кредитных организаций по операциям прямого РЕПО и ломбардным кредитным аукционам сроком на 3 месяца снизилась на 12,3 млрд. руб. – до 136,7 млрд. руб. к концу декабря. При этом проведенные в IV квар-

¹ Без учета субординированного кредита Сбербанку России и депозитов, размещенных Банком России в кредитных организациях.

Валовой кредит Банка России кредитным организациям* и обязательства Банка России по операциям абсорбирования (млрд. рублей)



* Без учета субординированного кредита Сбербанку России и депозитов, размещенных Банком России в кредитных организациях.
Источник: Банк России.

тале аукционы прямого РЕПО и ломбардные кредитные аукционы на срок 1 год в связи с отсутствием спроса были признаны несостоявшимися, а задолженность кредитных организаций по данным инструментам не изменилась и сохранилась на уровне 30 млрд. рублей.

Снижение Банком России процентной ставки по рублевой части сделок «валютный своп» в условиях сохранения структурного дефицита ликвидности банковского сектора привело к увеличению в IV квартале частоты проведения этих операций, а также средних объемов предоставляемой ликвидности в дни их проведения до 53,6 млрд. руб. (в III квартале – 17,8 млрд. руб.). При этом максимальный объем заключенных Банком России сделок в указанный период превысил 300 млрд. руб. (в III квартале – 49 млрд. руб.).

Наиболее активно операции «валютный своп» Банка России, как и ранее, проводились в периоды, для которых характерен рост процентных ставок денежного рынка, в том числе в периоды налоговых выплат. Существенные объемы сделок «валютный своп» заключались Банком России и в дни, когда спрос кредитных организаций на аукционах прямого РЕПО был ниже установленного Банком России лимита предоставления средств, что могло быть обусловлено, в том числе, недостаточной активностью перераспределения средств на денежном рынке и неравномерностью распределения обеспечения между его участниками.

Кредитные организации продолжили предъявлять существенный спрос на креди-

ты Банка России, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами кредитных организаций. За IV квартал средний объем задолженности по данному виду кредитов увеличился с 592,3 до 712,1 млрд. рублей.

Объем других операций рефинансирования по фиксированным ставкам (кредитов «овернайт», ломбардных кредитов, кредитов, обеспеченных золотом, а также операций прямого РЕПО) в отчетный период оставался незначительным.

С учетом растущей потребности в рефинансировании Банк России в 2012 г. осуществлял меры, направленные на расширение круга ценных бумаг, которые могут быть использованы в качестве обеспечения в операциях с центральным банком: в Ломбардный список Банка России было включено более 250 выпусков ценных бумаг номинальным объемом около 2 трлн. рублей.

Спрос кредитных организаций на размещение свободных денежных средств в отчетный период остался практически неизменным (среднедневной объем задолженности Банка России по депозитным операциям с кредитными организациями увеличился со 102,2 до 102,6 млрд. руб.).

В IV квартале 2012 г. в условиях сохранения дефицита ликвидности и увеличения спроса кредитных организаций на рефинансирование определяющее воздействие на уровень ставок денежного рынка оказывали ставки Банка России по операциям краткосрочного аукционного РЕПО и сделкам «валютный своп». С учетом сентябрьского повышения Банком России ставок по своим операциям средний уровень процентной ставки MIACR по однодневным межбанковским кредитам в рублях по сравнению с предыдущим кварталом вырос на 0,6%, до 6,1%. При этом средний уровень спреда между ставкой MIACR и минимальной ставкой краткосрочного аукционного РЕПО увеличился на 43 базисных пункта.

В I квартале 2013 г. ожидается сохранение дефицита ликвидности (см. врезку «Прогноз факторов формирования ликвидности на I квартал 2013 года»), что будет способствовать сохранению высокой потребности кредитных организаций в операциях рефинансирования Банка России.

Имеющийся набор инструментов Банка России достаточен для того, чтобы обеспечить

удовлетворение потребностей банковского сектора в ликвидности в объемах, необходимых для поддержания нормального функционирования финансовых рынков, а также в соответствии с целями процентной политики Банка России.

Объем потенциального обеспечения (в виде ценных бумаг и нерыночных активов) по операциям рефинансирования Банка России, находящегося в распоряжении кредитных организаций, в настоящее время составляет около 5 трлн. руб. (примерно 3/4 – ценные бумаги, 1/4 – нерыночные активы).

Уровень использования рыночного обеспечения в настоящее время составляет около 60%, то есть при наличии потребности кредитных организаций Банк России может

предоставить им с использованием соответствующих механизмов рефинансирования дополнительно до 1,5 трлн. рублей.

Что касается нерыночных активов, то в настоящее время кредитные организации используют в качестве обеспечения около 30% указанных активов, проверенных Банком России и включенных в состав активов, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России. Таким образом, увеличение объемов предоставления Банком России ликвидности с использованием данного механизма может составить до 900 млрд. руб. без учета возможности включения Банком России новых нерыночных активов кредитных организаций в состав активов, принимаемых в обеспечение по кредитам Банка России.

Прогноз факторов формирования ликвидности на I квартал 2013 года

Основным фактором формирования уровня ликвидности банковского сектора в среднесрочной перспективе будет изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России и объема наличных денег в обращении.

Ожидается, что в 2013 г. сохранится неравномерность расходования бюджетных средств. Исходя из сезонных тенденций в I квартале 2013 г. превышение бюджетных доходов над расходами, по оценке Банка России, может привести к оттоку ликвидности из банковского сектора в объеме порядка 0,9 трлн. рублей. В этих условиях повышается значение использования механизма размещения временно свободных средств федерального бюджета на депозитах в кредитных организациях, что должно способствовать некоторому сглаживанию внутригодовой неравномерности бюджетных потоков и снижению воздействия бюджетных потоков на состояние банковской ликвидности и конъюнктуру денежного рынка.

Главным фактором, определяющим влияние наличных денег в обращении на ликвидность банковского сектора в I квартале 2013 г., является сезонное изъятие существенного объема наличных денег из обращения в январе вследствие значительных потребительских расходов в период новогодних праздников, а также в связи с традиционным превышением расходов над доходами населения в целом за указанный месяц. По оценке Банка России, в целом за январь-март 2013 г. ожидается, что снижение объема наличных денег в обращении станет фактором поступления в банковский сектор порядка 0,6 трлн. рублей.

Направление и масштаб воздействия на объем ликвидности валютных интервенций Банка России будут зависеть от развития ситуации на внутреннем валютном рынке. Вместе с тем в рамках действующего механизма курсовой политики, обеспечивающего гибкость курса национальной валюты, влияние операций Банка России на валютном рынке на ликвидность значительно снизилось по сравнению с предыдущими годами.

Глоссарий

Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора

Изменения баланса центрального банка, которые оказывают влияние на уровень корреспондентских счетов кредитных организаций, но находятся вне прямого контроля системы управления ликвидностью. К таким факторам относятся изменение объема наличных денег вне Банка России, изменение остатков на счетах расширенного правительства в Банке России, а также операции Банка России на внутреннем валютном рынке.

Бивалютная корзина

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

Валовой кредит Банка России

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

Денежный агрегат М2

Сумма наличных денег в обращении и безналичных средств. Показатель денежной массы в национальном определении включает все средства нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации, в наличной и безналичной форме в рублях.

Долларизация депозитов

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

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

Один из важнейших показателей, характеризующих инфляционные процессы. ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной службой государственной статистики и измеряет отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода.

Индекс реального эффективного курса рубля

Геометрическое взвешенное среднее индексов реальных курсов рубля к валютам стран – основных торговых партнеров Российской Федерации (с весовыми коэффициентами, определяемыми в соответствии с долями отдельных стран в совокупном внешнеторговом обороте Российской Федерации с основными торговыми партнерами).

Реальный курс рубля к иностранной валюте рассчитывается как произведение номинального курса рубля к иностранной валюте и отношения индекса потребительских цен в Российской Федерации к индексу потребительских цен в иностранном государстве.

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

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)

Диапазон значений фиксированных процентных ставок Банка России на срок 1 день. Верхняя граница процентного коридора задается ставкой по ломбардным кредитам и операциям РЕПО по фиксированной ставке, нижняя – ставкой по депозитным операциям по фиксированной ставке (на условиях «овернайт»). Вместе с тем может использоваться понятие широкого процентного коридора, в качестве верхней границы которого рассматривается ставка по кредитам «овернайт» Банка России, в настоящее время равная ставке рефинансирования.

«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».

Обобщающий (композитный) индекс потребительской уверенности

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Остатки средств на счетах расширенного правительства

Остатки средств 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.

Премия за риск рыночного портфеля акций

Рассчитывается, согласно модели оценки долгосрочных финансовых активов (*Capital asset pricing model*), 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. 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) ожидается формирование тенденции к ускорению темпов роста цен. Наличие отрицательного разрыва выпуска указывает на ожидаемое замедление темпов роста цен.

Сальдо операций Банка России

Рассчитывается как разница между обязательствами Банка России перед банковским сектором и требованиями Банка России к банковскому сектору со сроками исполнения, приходящимися на текущий день. При этом под обязательствами Банка России перед банковским сектором понимается объем возврата Банком России денежных средств по депозитным операциям и за счет погашения находящихся в обращении облигаций Банка России за вычетом объема привлечения Банком России денежных средств по депозитным операциям и за счет размещения облигаций Банка России за предыдущие дни со сроками исполнения, приходящимися на текущий день. Под требованиями Банка России к банковскому сектору понимается объем возврата кредитными организациями денежных средств Банку России по операциям прямого РЕПО и «валютный своп», а также за счет погашения кредитов Банка России за вычетом объема предоставления средств Банком России по операциям прямого РЕПО, «валютный своп» и кредитам Банка России за предыдущие дни со сроками исполнения, приходящимися на текущий день. Кроме того, в сальдо операций включается объем операций Банка России с банками по продаже/покупке иностранной валюты за предыдущий рабочий день на условиях «том-некст».

Свободные резервы кредитных организаций

Включают остатки средств на корреспондентских счетах в валюте Российской Федерации (в том числе усредненную величину обязательных резервов) и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России, вложения кредитных организации в облигации Банка России.

Срочная структура процентных ставок

Доходность долговых финансовых инструментов (кредитов, депозитов, облигаций и др.) на различные сроки. Дает представление о стоимости денег на финансовом рынке в зависимости от срока заимствования. Визуальное представление срочной структуры процентных ставок на рынке облигаций (кривая доходности) – график, на котором по оси абсцисс отражается срок до погашения облигации, а по оси ординат – ее доходность к погашению.

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

Превышение спроса банковского сектора на ликвидные средства над их предложением, формируемое за счет автономных факторов, то есть находящихся вне прямого контроля системы управления ликвидностью со стороны центрального банка. Обратная ситуация характеризует структурный

профицит (избыток) ликвидности. В отличие от кратковременного, в том числе сезонного дефицита (профицита) ликвидности структурный дефицит (профицит), как правило, имеет более длительный характер, проявляется либо как устойчивое состояние, либо как доминирующая тенденция.

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

Процесс, посредством которого решения, принимаемые в области денежно-кредитной политики (в частности, решения центрального банка относительно изменения процентных ставок по своим операциям), воздействуют на экономику в целом и особенно на уровень цен.

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

Включает все компоненты денежного агрегата M2 и депозиты в иностранной валюте.

Приложение 1

(раскрытие информации по денежно-кредитной политике на официальном сайте Банка России)

№	Наименование раздела, подраздела официального сайта Банка России, адрес страницы в сети Интернет	Содержание раздела/подраздела
1	Главная страница – Денежно-кредитная политика (http://www.cbr.ru/dkp/)	
	<i>Денежно-кредитная политика</i>	
	Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики	Архив документов начиная с 2000 г.
	Цели и меры денежной политики	Изменение ставки рефинансирования
		Изменение нормативов обязательных резервов, коэффициентов усреднения для расчета усредненной величины обязательных резервов
		Границы изменений обменного курса рубля, введение политики плавающего курса рубля
	Пресс-релизы по вопросам денежно-кредитной политики	Архив пресс-релизов с 2000 г.
	Об определении лимитов по рыночным операциям Банка России по предоставлению (абсорбированию) ликвидности	Лимит по рыночным операциям Банка России в контексте управления ликвидностью банковского сектора Роль операций Банка России в формировании ликвидности банковского сектора Прогнозирование предложения ликвидности банковского сектора Прогнозирование спроса на ликвидность банковского сектора Расчет лимитов по операциям прямого РЕПО на срок 1 день Расчет лимитов по операциям на аукционной основе на срок 1 неделя
	<i>Инструменты денежно-кредитной политики</i>	
	Процентные ставки по операциям Банка России	Таблицы с процентными ставками по операциям Банка России за 2011–2012 гг.
	Нормативы обязательных резервов (резервные требования) Банка России	Законодательная и нормативная база по обязательным резервам, подлежащим депонированию в Банке России
		Депонирование обязательных резервов в Банке России
		Регулирование размера обязательных резервов
		Механизм усреднения обязательных резервов, в т.ч. статистические данные
		Источники информации по обязательным резервам Банка России
	Обеспеченные кредиты Банка России	Условия проведения Банком России операций по предоставлению кредитным организациям обеспеченных кредитов Банка России по фиксированным процентным ставкам
		Законодательная и нормативная база
		Общее описание системы рефинансирования (кредитования) Банка России
		Кредиты под залог (блокировку) ценных бумаг из Ломбардного списка Банка России (внутридневные кредиты, кредиты овернайт и ломбардные кредиты)
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами
		Кредиты, обеспеченные золотом
		Перспективы развития операций рефинансирования (кредитования) Банка России
	Операции прямого РЕПО Банка России	Рефинансирование и Система банковских электронных срочных платежей Банка России (БЭСП)
		Основные характеристики инструмента
		Участники операций прямого РЕПО
		Обеспечение по операциям РЕПО
		Дисконты по операциям прямого РЕПО
		Параметры проведения операций прямого РЕПО

№	Наименование раздела, подраздела официального сайта Банка России, адрес страницы в сети Интернет	Содержание раздела/подраздела
	Сделки «валютный своп» Банка России	Основные характеристики инструмента
		Контрагенты по сделкам «валютный своп» с Банком России
		Параметры сделок «валютный своп»
	Депозитные операции Банка России	Виды депозитных операций
		Требования к кредитным организациям – контрагентам Банка России
		Депозитные операции, проводимые через территориальные учреждения Банка России
		Депозитные операции, проводимые с использованием системы «Рейтерс-Дилинг»
		Депозитные операции, проводимые с использованием Системы электронных торгов ЗАО ММВБ
		Статистические и графические данные
		Перспективы развития депозитных операций Банка России
		Источники информации по депозитным операциям Банка России
	Операции с облигациями Банка России	Основные характеристики инструмента
		Участники операций с ОБР
		Параметры проведения операций с ОБР
		Вторичный рынок ОБР
	Операции Банка России по покупке/продаже ценных бумаг на открытом рынке	Основные характеристики инструмента
	Кредиты Банка России без обеспечения	Основные характеристики инструмента
Условия предоставления кредитным организациям кредитов без обеспечения		
Участники операций		
Принятые акты Банка России, устанавливающие (изменяющие) порядок предоставления кредитным организациям кредитов без обеспечения		
Результаты опроса коммерческих банков по вопросам рефинансирования	Информационный материал, 2005 г.	
Состояние денежной сферы и реализация денежно-кредитной политики	Аналитический, табличный и графический материал, ежеквартально, архив с 2010 г.	
Политика валютного курса Банка России		
	История курсовой политики Банка России в 1999–2010 гг.	
	Действующий механизм курсовой политики Банка России	
2	Главная страница – Издания Банка России – Перечень изданий Банка России (http://www.cbr.ru/publ/)	
	Годовой отчет Банка России	Архив годовых отчетов Банка России с 1992 г.
	Вестник Банка России	Материалы доступны спустя месяц после выхода номера, архив с 1998 г.
		Перечень нормативных актов, распорядительных документов и писем Банка России, опубликованных в «Вестнике Банка России»
		Интервью и выступления, опубликованные в «Вестнике Банка России»
		Консультации Банка России, опубликованные в «Вестнике Банка России»
	в том числе аналитические материалы, публикуемые в «Вестнике Банка России»	Обзор состояния внутреннего рынка наличной иностранной валюты
		Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации
		Зарубежные финансовые рынки
		Состояние денежной сферы и реализация денежно-кредитной политики
		Состояние банковского сектора России
		Состояние внутреннего финансового рынка
Изменения условий банковского кредитования		
Бюллетень банковской статистики	Архив ежемесячных статистических бюллетеней с 1998 г.	
Квартальный обзор инфляции	Архив квартальных обзоров с 2004 г.	
Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами	Архив квартальных обзоров с 2007 г.	

№	Наименование раздела, подраздела официального сайта Банка России, адрес страницы в сети Интернет	Содержание раздела/подраздела
3	Главная страница – Информационно-аналитические материалы (http://www.cbr.ru/analytics/)	
	Финансовые рынки	
	Обзор финансового рынка	Архив полугодовых обзоров с 2009 г.
	Состояние внутреннего финансового рынка	Архив ежемесячных информационно-аналитических материалов с 2007 г.
	Аналитическое обозрение «Небанковские финансовые посредники»	Архив полугодовых обзоров с 2009 г.
	Обзор «Изменения условий банковского кредитования»	Архив ежеквартальных обзоров с 2009 г.
	Финансовая стабильность	
	Отчет о состоянии рынка междилерского РЕПО	Ежеквартальные отчеты за I–III кварталы 2012 г.
	Обзор глобальных рисков	Ежемесячные обзоры с января 2012 г.
	Рейтинговая структура обеспечения по операциям прямого РЕПО	Ежемесячные таблицы с июня 2012 г.
	Обзор финансовой стабильности	Первый выпуск – за II–III кварталы 2012 г.
4	Главная страница – Банк России сегодня – Публикации и доклады (http://www.cbr.ru/today/?Prtid=pubdoc)	
	Обзор финансовой стабильности	Архив ежегодных обзоров за 2009–2011 гг.
	Доклады руководителей Банка России	Доклады 2010–2012 гг.
5	Главная страница – Пресс-центр (http://www.cbr.ru/press/)	
	Интервью руководителей Банка России российским и зарубежным СМИ	Архив интервью с 2008 г.
6	Главная страница – База данных по курсам валют (http://www.cbr.ru/currency_base/)	
	Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно	База данных за 1992–2012 гг.
	Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежедневно	Нормативные документы Банка России по вопросам установления официальных курсов иностранных валют к рублю
	Динамика официального курса заданной валюты	База данных за 1992–2012 гг.
	Официальные курсы валют на заданную дату, устанавливаемые ежемесячно (до 11.01.2010)	База данных за 1999–2010 гг.
	Курсы валют за период до 1.07.1992	База данных до 1992 г.
7	Главная страница – Показатели ставок межбанковского рынка (http://www.cbr.ru/mkr_base/)	
	Ставки межбанковского кредитного рынка MIBID, MIBOR, MIACR, MIACR-IG, MIACR-B и соответствующие им обороты операций	База данных за 2000–2012 гг.
8	Главная страница – Статистика (http://www.cbr.ru/statistics/)	
	Денежно-кредитная и финансовая статистика	
	Денежная база в широком определении	База данных с 2002 г.
	Денежная масса	База данных с 1997 г.
	Обзор центрального банка	База данных с 2001 г.
	Обзор кредитных организаций	База данных с 2001 г.
	Обзор банковской системы	База данных с 2001 г.
	Обзор других финансовых организаций (по данным страховых организаций и негосударственных пенсионных фондов)	Данные с 1.01.2006
	Обзор финансового сектора (по данным организаций банковской системы, страховых организаций и негосударственных пенсионных фондов)	Данные с 1.01.2006
	Показатели денежно-кредитной и финансовой статистики	Базы данных за 2008–2012 гг., 2001–2007 гг., 1995–2000 гг.
	Аналитические группировки счетов органов денежно-кредитного регулирования	База данных за 1995–2000 гг.
	Аналитические группировки счетов кредитных организаций	База данных за 1995–2000 гг.
	Денежный обзор	База данных за 1995–2000 гг.
	Баланс Банка России	База данных за 1996–2012 гг.
	Показатели ликвидности банковского сектора	
	Сведения об остатках средств на корреспондентских счетах кредитных организаций	База данных за 1997–2012 гг.
	Факторы формирования ликвидности банковского сектора	База данных за 2011–2012 гг. (рисунок и таблица)

№	Наименование раздела, подраздела официального сайта Банка России, адрес страницы в сети Интернет	Содержание раздела/подраздела
	Прогноз факторов формирования ликвидности банковского сектора для определения лимита по рыночным операциям Банка России на срок 1 неделя	Еженедельный прогноз начиная с декабря 2012 г.
	Сводные данные по процентным ставкам	
	Процентные ставки	База данных за 1995–2012 гг.
	Статистика внешнего сектора	
	Основные производные показатели динамики обменного курса рубля	База данных за 2004–2012 гг.
	Инструменты денежно-кредитной политики Банка России	
	Ставка рефинансирования Банка России	Данные с 1992 г.
	Сальдо операций Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности	База данных с 2003 г.
	Обязательные резервы	Информация с 1991 года
	Операции на валютном рынке <ul style="list-style-type: none"> – данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке – динамика границ плавающего операционного интервала курсовой политики Банка России – структура бивалютной корзины 	Информация с августа 2008 г. Информация с февраля 2009 г. Информация с февраля 2005 г.
	Операции прямого РЕПО	Информация с 2002 г.
	Операции по предоставлению кредитов без обеспечения	Информация с октября 2008 г.
	Ломбардные кредиты и ломбардные кредитные аукционы	Информация с 2003 г.
	Кредиты «overnight»	Данные доступны с 18.06.1998
	Внутридневные кредиты Банка России	Данные доступны с 29.06.2007
	Другие кредиты Банка России	Данные доступны с 10.10.2007
	Валютный своп	Данные доступны с 26.09.2002
	Депозитные операции	Базы данных с 1997 г. и 2002 г.
	Операции с ОБР и операции ОМР (обратного модифицированного РЕПО)	База данных с 1998 г.
	Операции Минфина России	
	База данных по размещению бюджетных средств на депозиты коммерческих банков	Данные доступны с 18.04.2008 по 28.12.2012
	Показатели деятельности кредитных организаций	
	Ставки по кредитам нефинансовым организациям и депозитам физических лиц в российских рублях	База данных за 1998–2012 гг.
	Средние процентные ставки кредитных организаций России по краткосрочным кредитам в иностранной валюте	База данных за 1998–2012 гг.

Приложение 2 (статистические таблицы)

Таблица 1

Процентные ставки по операциям Банка России

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Процентная ставка, % годовых			
				23.12.2011	15.06.2012	13.09.2012	10.12.2012
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Кредиты «овернайт»	1 день	8,00		8,25	
		Сделки «валютный своп» (рублевая часть)	1 день	8,00	6,50	6,75	6,50
		Ломбардные кредиты, прямое РЕПО	1 день, 1 неделя ¹	6,25		6,50	
		Ломбардные кредиты	30 дней ¹	6,25		6,50	
		Прямое РЕПО	12 месяцев ¹	7,75		8,00	
		Кредиты, обеспеченные золотом	До 90 дней	6,75		7,00	
			От 91 до 180 дней	7,25		7,50	
			От 181 до 365 дней	7,75 ²		8,00	
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	До 90 дней	7,00		7,25	
			От 91 до 180 дней	7,50		7,75	
	От 181 до 365 дней		8,00		8,25		
	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы прямого РЕПО	1 день	5,25		5,50	
		Ломбардные аукционы, аукционы прямого РЕПО	1 неделя	5,25		5,50	
			3 месяца	6,75		7,00	
			6 месяцев ¹	7,25		7,50	
12 месяцев			7,75		8,00		
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	1 неделя	4,75 ³		5,00	
			1 месяц ¹	5,5		5,75	
			3 месяца ¹	6,5		6,75	
	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Депозитные операции	1 день, 1 неделя ¹ , 1 месяц ⁴ , до востребования	4,00		4,25	4,50
			Справочно:				
Ставка рефинансирования				8,00		8,25	

¹ Проведение операций приостановлено.

² Процентная ставка установлена со 2.04.2012.

³ Процентная ставка установлена с 10.04.2012.

⁴ Процентная ставка установлена со 2.07.2012.

Таблица 2

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары ¹	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2010								
Январь	1,6	0,5	1,4	0,8	7,2	0,2	0,3	3,9
Февраль	0,9	0,5	1,3	0,8	5,6	0,3	0,3	1,0
Март	0,6	0,5	1,0	0,7	4,2	0,4	0,4	0,4
Апрель	0,3	0,2	0,3	0,2	1,1	0,3	0,3	0,2
Май	0,5	0,1	0,7	-0,1	7,2	0,4	0,3	0,4
Июнь	0,4	0,2	0,5	0,0	4,6	0,2	0,2	0,4
Июль	0,4	0,4	0,3	0,4	-0,6	0,3	0,2	0,6
Август	0,6	0,7	0,9	1,2	-1,4	0,4	0,4	0,3
Сентябрь	0,8	1,1	1,6	1,8	0,2	0,6	0,6	0,0
Октябрь	0,5	0,8	0,7	1,0	-1,8	0,6	0,7	0,0
Ноябрь	0,8	0,7	1,4	1,0	4,0	0,7	0,7	0,2
Декабрь	1,1	0,7	2,0	1,2	8,6	0,5	0,4	0,4
В целом за год (декабрь к декабрю)	8,8	6,6	12,9	9,4	45,6	5,0	4,9	8,1
2011								
Январь	2,4	1,1	2,6	1,6	11,2	0,9	0,6	4,1
Февраль	0,8	0,7	1,2	1,0	2,7	0,3	0,5	0,8
Март	0,6	0,7	0,9	0,9	1,4	0,5	0,6	0,3
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,6	-1,6	0,5	0,5	0,5
Май	0,5	0,4	0,0	0,2	-1,6	0,8	0,4	0,7
Июнь	0,2	0,3	-0,2	0,1	-3,2	0,4	0,3	0,7
Июль	0,0	0,4	-0,7	0,4	-9,2	0,3	0,3	0,6
Август	-0,2	0,4	-1,4	0,3	-16,0	0,5	0,4	0,3
Сентябрь	0,0	0,5	-0,6	0,2	-9,8	0,7	0,7	-0,1
Октябрь	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,1
Ноябрь	0,4	0,5	0,5	0,7	-1,0	0,6	0,5	0,1
Декабрь	0,4	0,4	0,7	0,6	1,3	0,3	0,4	0,3
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,1	6,6	3,9	7,4	-24,7	6,7	6,0	8,7
2012								
Январь	0,5	0,5	0,8	0,6	2,8	0,4	0,5	0,2
Февраль	0,4	0,4	0,7	0,5	2,1	0,3	0,4	0,0
Март	0,6	0,5	0,8	0,6	2,7	0,5	0,5	0,4
Апрель	0,3	0,4	0,2	0,3	-0,4	0,4	0,4	0,3
Май	0,5	0,2	0,6	0,0	5,8	0,4	0,3	0,7
Июнь	0,9	0,4	1,6	0,3	13,4	0,2	0,2	0,8
Июль	1,2	0,5	1,1	0,8	3,5	0,3	0,3	2,7
Август	0,1	0,6	-0,5	0,8	-10,8	0,4	0,4	0,6
Сентябрь	0,6	0,7	0,1	0,8	-5,6	0,7	0,6	1,0
Октябрь	0,5	0,6	0,5	0,8	-2,2	0,7	0,6	0,1
Ноябрь	0,3	0,5	0,5	0,6	-1,3	0,4	0,4	0,0
Декабрь	0,5	0,4	0,9	0,7	2,4	0,3	0,3	0,4
В целом за год (декабрь к декабрю)	6,6	5,7	7,5	7,1	11,0	5,2	5,1	7,3

¹ Без учета плодоовощной продукции.² Оценка Банка России.

Примечание. Таблицы 2, 3 – данные Росстата, расчеты Банка России.

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары ¹	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина ²	Прирост цен на платные услуги
2010								
Январь	8,0	7,6	6,1	6,6	0,7	9,1	9,0	9,1
Февраль	7,2	6,3	5,5	5,8	1,4	7,7	7,4	8,7
Март	6,5	5,4	4,8	5,1	1,1	6,6	6,1	8,4
Апрель	6,0	4,8	4,4	4,5	2,4	5,9	5,2	8,4
Май	6,0	4,4	4,4	4,1	5,4	5,7	4,7	8,4
Июнь	5,8	4,3	4,5	4,0	6,1	5,1	4,6	8,4
Июль	5,5	4,3	4,2	4,2	2,1	4,8	4,6	8,2
Август	6,1	4,6	6,1	5,1	13,1	4,5	4,5	8,0
Сентябрь	7,0	5,3	8,7	6,5	28,0	4,4	4,6	8,0
Октябрь	7,5	5,8	10,0	7,6	33,9	4,4	4,5	8,1
Ноябрь	8,1	6,2	11,2	8,5	38,0	4,7	4,8	8,1
Декабрь	8,8	6,6	12,9	9,4	45,6	5,0	4,9	8,1
2011								
Январь	9,6	7,2	14,2	10,2	51,1	5,6	5,2	8,2
Февраль	9,5	7,4	14,2	10,5	46,9	5,6	5,4	7,9
Март	9,5	7,7	14,1	10,8	42,9	5,8	5,6	7,9
Апрель	9,6	8,0	14,1	11,2	39,1	5,9	5,8	8,2
Май	9,6	8,3	13,4	11,6	27,7	6,3	5,9	8,6
Июнь	9,4	8,4	12,5	11,7	18,3	6,6	5,9	8,8
Июль	9,0	8,4	11,3	11,7	8,1	6,6	6,0	8,9
Август	8,2	8,1	8,8	10,7	-7,9	6,8	6,1	9,0
Сентябрь	7,2	7,4	6,4	8,9	-17,1	6,8	6,1	8,8
Октябрь	7,2	7,2	6,2	8,4	-15,2	6,9	6,2	9,0
Ноябрь	6,8	6,9	5,3	8,0	-19,3	6,8	6,1	8,8
Декабрь	6,1	6,6	3,9	7,4	-24,7	6,7	6,0	8,7
2012								
Январь	4,2	6,0	2,0	6,3	-30,4	6,2	5,9	4,7
Февраль	3,7	5,7	1,5	5,8	-30,8	6,2	5,8	3,9
Март	3,7	5,5	1,3	5,5	-29,9	6,2	5,7	3,9
Апрель	3,6	5,3	1,2	5,2	-29,1	6,1	5,6	3,7
Май	3,6	5,1	1,7	4,9	-23,8	5,6	5,5	3,7
Июнь	4,3	5,2	3,6	5,1	-10,8	5,4	5,4	3,8
Июль	5,6	5,3	5,5	5,6	1,7	5,5	5,5	5,9
Август	5,9	5,5	6,5	6,1	8,0	5,3	5,5	6,2
Сентябрь	6,6	5,7	7,3	6,7	13,1	5,4	5,4	7,3
Октябрь	6,5	5,8	7,3	7,0	10,1	5,3	5,2	7,2
Ноябрь	6,5	5,8	7,3	7,0	9,8	5,2	5,1	7,2
Декабрь	6,6	5,7	7,5	7,1	11,0	5,2	5,1	7,3

¹ Оценка Банка России.² Без учета плодоовощной продукции.

