



## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по данным на 1.06.2016.  
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 1.06.2016.

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

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

# Содержание

РЕЗЮМЕ .....	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....	5
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ.....	23
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	31
Динамика основных статей платежного баланса России в I квартале 2016 года .....	31
Прогноз платежного баланса на 2016–2018 годы .....	34
Экономическая ситуация в регионах России .....	37
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России .....	39
Статистические таблицы .....	41
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....	50
ГЛОССАРИЙ .....	51
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ.....	59



## РЕЗЮМЕ

В условиях улучшения внешнеэкономической конъюнктуры в марте-мае 2016 г. в российской экономике сложилась более благоприятная ситуация, чем ожидалось ранее (в Докладе о денежно-кредитной политике в марте). Темпы падения ВВП существенно замедлились, появились признаки приближения экономики к фазе восстановительного роста. Такая динамика выпуска сопровождалась снижением инфляции. Годовая инфляция замедлилась в марте до 7,3% и стабилизировалась на этом уровне в апреле-мае, хотя прогнозировалось ее ускорение. Инфляционные риски, связанные с динамикой бюджетных расходов, инфляционных ожиданий и цен на нефть, уменьшились. Некоторое ускорение роста номинальных заработных плат не имело инфляционных последствий. Позитивные процессы в динамике цен позволили с большей уверенностью ожидать дальнейшего устойчивого замедления инфляции до целевого уровня 4% в 2017 году. В этих условиях Банк России принял решение в июне снизить ключевую ставку на 50 базисных пунктов до 10,50% годовых после сохранения на уровне 11,00% годовых в апреле.

Данные о динамике ВВП в I квартале 2016 г., а также макроэкономические показатели за апрель свидетельствуют о постепенном снижении зависимости экономики от динамики цен на нефть и росте ее устойчивости к изменению внешних условий. В промышленности появляются новые точки восстановительного роста, что связано в том числе с развитием процессов импортозамещения и расширения несырьевого экспорта. Вместе с тем улучшение показателей производственной активности происходит неравномерно по отраслям и не сопровождается восстановлением потребительского и инвестиционного спроса. Таким образом, улучшение ситуации в экономике не создает дополнительного инфляционного давления. Напротив, слабый внутренний спрос ограничивает рост цен. Замедлению и последующей стабилизации инфляции также способствуют временные факторы: укрепление рубля на фоне роста цен на нефть и стабильная ситуация на мировом рынке продовольствия. Замедление роста потребительских цен сопровождается снижением инфляционных ожиданий.

Учитывая существенное изменение баланса спроса и предложения на нефтяном рынке, траектория цен на нефть в базовом сценарии прогноза была пересмотрена вверх. В то же время Банк России сохранил консервативный подход к определению предпосылок по цене на нефть в прогнозе, поскольку наблюдавшийся рост нефтяных котировок происходил преимущественно под влиянием временных факторов. В базовом сценарии прогноза предполагается коррекция средней цены на нефть марки «Юралс» до 40 долларов США за баррель во втором полугодии 2016 г. и ее сохранение на данном уровне в 2017–2018 годах. Ожидается, что наблюдаемые позитивные тенденции в экономике сохранятся. Поддержку производству будет оказывать стабильный внешний спрос, а позже и внутренний спрос. Увеличение внутреннего спроса начнется в 2017 году. Росту инвестиций будут способствовать постепенное снижение неопределенности, улучшение деловых настроений, смягчение денежно-кредитных условий и снижение долговой нагрузки. Постепенно будет восстанавливаться и потребительский спрос. При этом склонность населения к сбережению будет снижаться медленно в условиях постепенного снижения реальных ставок и рост спроса не будет иметь существенных инфляционных последствий. По прогнозу Банка России, в 2016 г. ВВП снизится на 0,3–0,7%, в 2017 г. выпуск увеличится на 1,1–1,4%, в 2018 г. – на 1,6–2,0%.

В условиях стабилизации цен на энергоносители и плавного восстановления импорта положительное сальдо текущего счета платежного баланса в течение прогнозного периода будет постепенно сокращаться. Чистый отток частного капитала на прогнозном горизонте сохранится на низком уровне, что будет обусловлено продолжением постепенного снижения выплат по внешнему

долгу и расширения возможностей по его рефинансированию до конца 2017 года. Поступлений по текущему счету будет достаточно для погашения внешнего долга, и банки будут иметь возможность полностью погасить задолженность по инструментам валютного рефинансирования перед Банком России.

Годовые темпы инфляции продолжат снижаться. Регулируемые цены и тарифы будут проиндексированы в июле в соответствии с заявленными планами и в меньшей мере, чем годом ранее, что будет способствовать замедлению инфляции. Консервативное потребительское поведение при сохранении сберегательной модели поведения населения продолжит сдерживать рост цен. Замедлению инфляции также будет способствовать дальнейшая оптимизация издержек производителями и уменьшение инфляционных ожиданий. По прогнозу Банка России, инфляция снизится до 5–6% к концу 2016 г. и до целевого уровня 4% к концу 2017 года.

Несмотря на то что риски со стороны динамики цен на нефть за прошедший период не реализовались, неопределенность изменения нефтяных котировок в будущем по-прежнему сохраняется. Поэтому помимо базового сценария Банк России рассмотрел оптимистичный и рисковый сценарии. В оптимистичном сценарии в условиях более быстрого оживления мировой экономики ожидается дальнейший рост цен на нефть. Это приведет к более быстрому восстановлению роста российской экономики при сопоставимом с базовым сценарием снижением темпов роста цен. В рисковом сценарии ожидается, что значительное замедление роста экономики Китая, ускоренная нормализация денежно-кредитной политики ФРС США или расширение предложения на рынке нефти приведут к существенному снижению нефтяных цен. В этом случае спад в российской экономике окажется продолжительным, а замедление роста цен будет более медленным с высокой вероятностью превышения инфляцией цели 4% в 2017 году.

Помимо внешних рисков, на повышенном уровне сохраняются внутренние инфляционные риски. Не приняты окончательные решения относительно параметров индексации заработных плат и пенсий и дальнейшей стратегии бюджетной консолидации. Ожидаемая населением и бизнесом через год инфляция остается на повышенном уровне. Не исключено более быстрое снижение склонности населения к сбережению, что наряду с ростом заработных плат может привести к опережающему производству росту потребления, и это может создать давление на цены.

Банк России будет рассматривать возможность дальнейшего снижения ключевой ставки, оценивая инфляционные риски и соответствие динамики замедления инфляции прогнозной траектории.

## 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

Развитие ситуации в российской экономике в марте-мае 2016 г. происходило на фоне более позитивных тенденций в мировой экономике и на мировых финансовых и сырьевых рынках, чем ожидалось ранее (Доклад о денежно-кредитной политике, № 1 (13), март 2016 г.<sup>1</sup>).

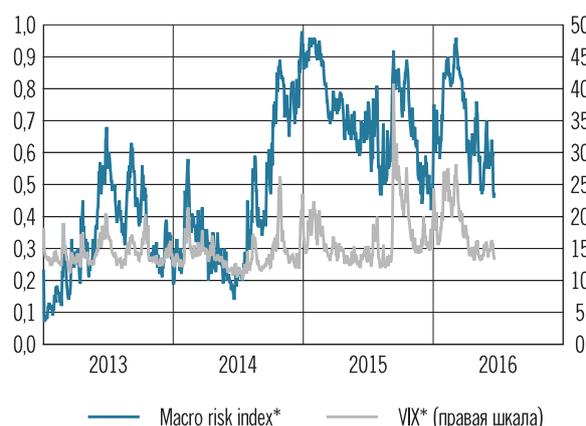
Экономика России демонстрировала в целом стабильную динамику основных показателей экономической активности с усилением признаков восстановления роста производства в отдельных секторах. Они поддерживались, в том числе, внешним спросом, а также сохранением процессов импортозамещения. Помимо улучшения внешних условий благоприятный фон для этого создавало сохранение устойчивой ситуации в финансовой сфере. Вместе с тем в рассматриваемый период усилилась разнонаправленность в динамике показателей предложения и спроса в российской экономике. При достаточно позитивных тенденциях, наметившихся в промышленности, внутренний потребительский и инвестиционный спрос оставались относительно слабыми. Это оказывало сдерживающее влияние на инфляцию, которая продолжала замедляться с опережением прогнозов Банка России.

Внешние экономические условия для России в марте-мае 2016 г. несколько улучшились относительно начала 2016 года. В этот период усилился оптимизм участников мировых финансовых и товарных рынков, индикаторы восприятия риска инвесторами оставались на низком уровне (рис. 1.1). Это определялось в том числе пересмотром ожиданий относительно политики ФРС США, выходом ряда относительно позитивных статистических данных по экономике Китая и некоторым улучшением индикаторов деловой активности в ключевых развитых странах (рис. 1.2). Вместе с тем улучшение настроений инвесторов на мировых рынках в определенной мере опережало изменения

фундаментальных экономических факторов, отражающих реальные перспективы роста глобальной экономики. С учетом этого дальнейшее усиление восходящих трендов на мировых финансовых и товарных рынках выглядит маловероятным, и растет вероятность их некоторой коррекции. Отдельные признаки стабилиза-

Рисунок 1.1

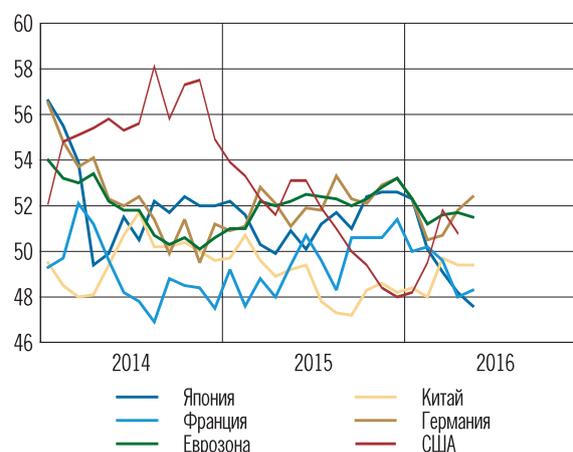
### Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках



\* См. Глоссарий.  
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.2

### Индексы деловой активности (PMI) в промышленности зарубежных стран (пунктов)



Источник: Bloomberg.

<sup>1</sup> Далее по тексту – Доклад.

Рисунок 1.3

### Мировые фондовые индексы (1.01.2013 = 100%)



Источник: Bloomberg.

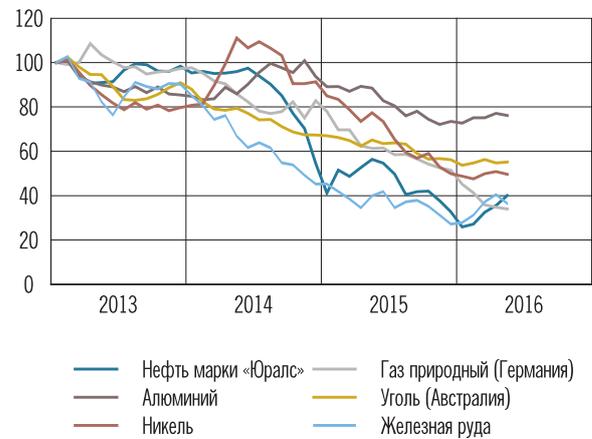
ции настроений инвесторов уже наблюдаются, в частности, в динамике мировых фондовых индексов (рис. 1.3).

Мировые цены на нефть, которые являются одним из ключевых внешних факторов для российской экономики, в марте-мае 2016 г. складывались выше уровня, предполагаемого в базовом сценарии прогноза, представленном в предыдущем Докладе. Цена на нефть марки «Юралс» в среднем за указанный период составила 40,5 долл. США за баррель. Улучшение ценовой конъюнктуры мирового рынка нефти поддерживалось, с одной стороны, ростом оптимизма глобальных инвесторов, с другой – замедлением роста предложения, в частности, под действием локальных факторов (в числе которых – перебои с поставками в Ливии и Нигерии, сокращение добычи в Канаде в результате распространения лесных пожаров).

На этом фоне оценки мировых экспертов относительно баланса ключевых факторов спроса и предложения нефти несколько изменились. Ожидается, что избыток предложения на мировом рынке может сократиться до близких к нулю значений быстрее, чем ранее предполагалось, – уже в текущем году. Вместе с тем наличие рисков, связанных в первую очередь с замедлением экономики Китая, при стабильном росте предложения, в том числе со стороны стран – членов ОПЕК, и сохранении запасов на высоком уровне ограничивает потенциал дальнейшего роста цен на нефть.

Рисунок 1.4

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



Источники: МВФ, данные Reuters (цена на нефть «Юралс»).

Мировые цены на другие виды сырья, экспортируемого Россией, в последние месяцы в основном оставались стабильными или повышались, однако более сдержанно, чем цены на нефть (рис. 1.4).

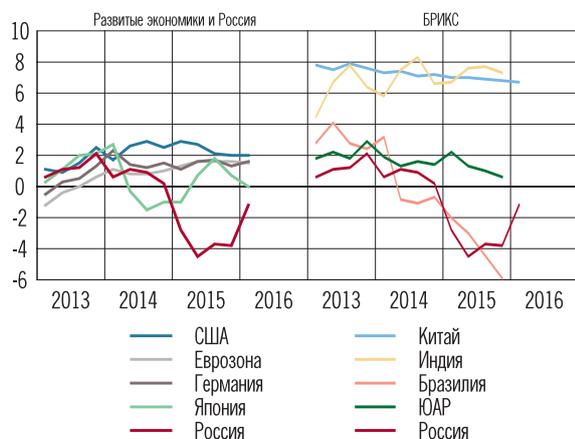
С учетом текущей внешней конъюнктуры и действия указанного выше соотношения факторов спроса и предложения на мировом рынке нефти Банк России пересмотрел прогнозы цены на нефть в сторону повышения. Базовый прогноз цены нефти марки «Юралс» повышен до 40 долл. США за баррель во II–IV кварталах 2016 года. Таким образом, предполагается, что средний ее уровень в 2016 г. составит 38 долл. США за баррель (в предыдущем Докладе – 30 долл. США за баррель). Риски для данного прогноза могут быть связаны с более активным наращиванием предложения нефти на мировом рынке, прежде всего, со стороны Ирака и Ливии, а также резким ухудшением ситуации в Китае и более быстрой, чем ожидается рынком, нормализацией денежно-кредитной политики ФРС США. Банк России рассматривает вероятность реализации указанных рисков как относительно невысокую.

В динамике показателей экономической активности в мировой экономике в марте-мае 2016 г. не произошло существенных изменений. Разнородность ситуации в странах с развитыми и формирующимися рынками сохранилась, однако в целом ситуация была стабильной (рис. 1.5).

Рисунок 1.5

### Темпы прироста ВВП в ключевых развитых и развивающихся экономиках

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

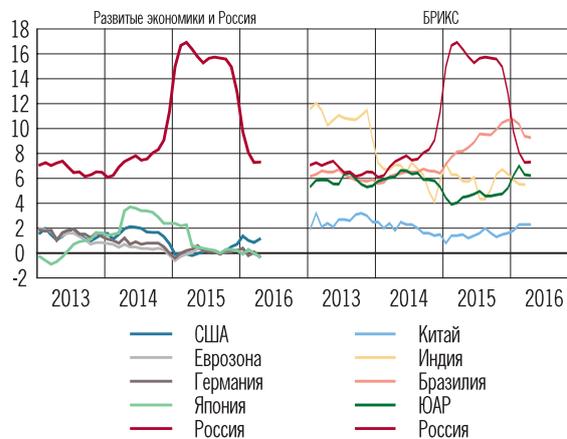


Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.6

### Темпы инфляции в ключевых развитых и развивающихся экономиках

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Ожидается, что в течение 2016 г. агрегированные темпы роста экономик стран – торговых партнеров России останутся вблизи уровня 2015 г. (по оценкам Банка России, около 2% в год). Данный прогноз основан на относительно консервативных предположениях о перспективах роста экономики Китая<sup>2</sup> и ряда других СФР<sup>3</sup>.

На фоне умеренной динамики экономической активности уровень инфляции в большей части стран – торговых партнеров России в марте-мае 2016 г. оставался относительно низким (рис. 1.6). Мировые цены на продовольственные товары в последние месяцы несколько выросли относительно достигнутых в начале 2016 г. минимумов. Эта тенденция поддерживалась повышением мировых цен на нефть и неблагоприятными погодными условиями, связанными с эффектом Эль-Ниньо<sup>4</sup>. По ожиданиям, в скором времени влияние указанного климатического фактора исчерпается, что наряду с сохранением относительно высокого уровня товарных запасов должно сдерживать даль-

нейший рост мировых продовольственных цен. В этих условиях на текущий год прогнозируется по-прежнему умеренная динамика внешней инфляции.

В условиях сохранения низкого инфляционного давления большинство мировых центральных банков сохраняли относительно мягкую денежно-кредитную политику (Приложение, таблица «Ставки денежно-кредитной политики различных стран»). Ожидания инвесторов на мировых рынках относительно скорости нормализации денежно-кредитной политики ФРС США изменились в сторону более медленного повышения ставок. В то же время с учетом относительно благоприятной выходящей статистики по США, а также последних заявлений представителей Комитета по открытым рынкам ФРС США можно предположить, что оценки участников рынка избыточно оптимистичны. Это может являться фактором умеренной коррекции настроений на мировых финансовых рынках в ближайшие месяцы. Банк России исходит из предположения о продолжении последовательной нормализации денежно-кредитной политики США, темпы которой в целом будут соответствовать текущей коммуникации ФРС США (одно-два повышения процентной ставки до конца 2016 г.).

Улучшение конъюнктуры мировых финансовых рынков в марте-апреле на фоне мягкой денежно-кредитной политики в большинстве стран и роста оптимизма инвесторов при сохра-

<sup>2</sup> Ожидаемый рост экономики Китая в 2016 г. – около 6,5%, что заметно ниже агрегированного консенсус-прогноза участников рынка.

<sup>3</sup> См. Список сокращений.

<sup>4</sup> Природное явление, представляющее собой колебания температуры поверхностного слоя воды в экваториальной части Тихого океана. По оценкам ФАО, активность данного явления, оказывающего заметное влияние на климат, сохранялся на высоком уровне в первой половине 2016 года.

Рисунок 1.7

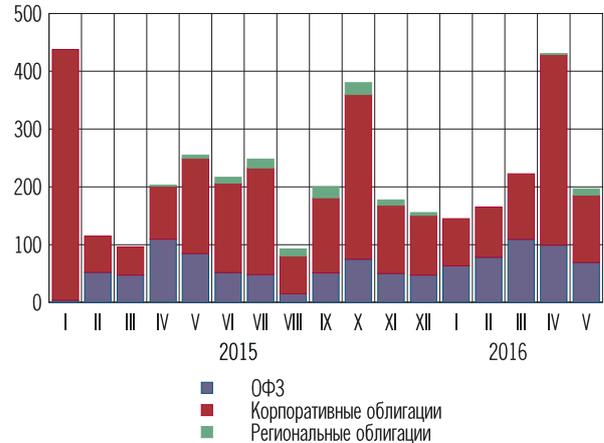
### Изменение премии за риск в России и в странах с формирующимися рынками\* (базисных пунктов)



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

Рисунок 1.9

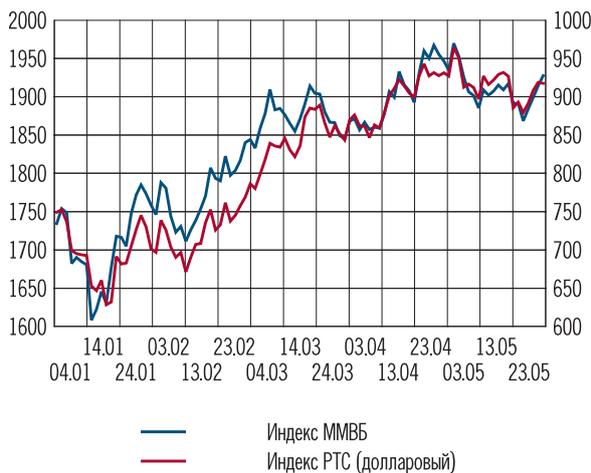
### Объем размещения облигаций на внутреннем рынке (млрд рублей)



Источники: Московская Биржа, Банк России

Рисунок 1.8

### Индексы ММВБ и РТС (пунктов)



Источник: Московская Биржа.

нении в целом стабильной ситуации в российской экономике оказывало влияние как на условия внешних заимствований для российских заемщиков, так и на ситуацию на внутренних финансовых рынках. Возможности внешнего кредитования для российских компаний и банков по-прежнему ограничивались действием внешних финансовых санкций. Вместе с тем в марте-апреле наблюдалась активизация привлечения средств российским корпоративным сектором на внешних рынках в форме размещения еврооблигаций и привлечения субординированных кредитов, риск-премия для России последовательно снижалась относительно уровней начала 2016 г. (рис. 1.7).

На внутренних рынках также наблюдалось оживление. В марте-апреле умеренными темпами повышались фондовые индексы, наблюдался заметный рост активности на внутреннем облигационном рынке. Некоторые эмитенты, которые раньше откладывали размещения, стремились использовать благоприятный период улучшения спроса со стороны участников рынка. Наблюдалось укрепление рубля: по предварительным оценкам, по итогам мая укрепление рубля в реальном выражении<sup>5</sup> составило 6,2% относительно декабря 2015 года.

Во второй половине апреля – мае происходила некоторая коррекция настроений инвесторов как на внешних, так и внутренних рынках. В мае приток средств со стороны международных инвестиционных фондов в СФР, в том числе Россию, сменился оттоком, снизилась активность российского фондового рынка (рис. 1.8, 1.9), курс рубля к основным валютам стабилизировался на достигнутых к середине апреля уровнях.

Банк России в базовом сценарии считает вероятной дальнейшую умеренную коррекцию на мировых финансовых и товарных рынках. С учетом этого локальное улучшение внешнеэкономических условий при принятии решения по ключевой ставке в апреле 2016 г. не стало фактором смягчения денежно-кредитной поли-

<sup>5</sup> По индексу реального эффективного курса рубля к иностранным валютам.

Рисунок 1.10

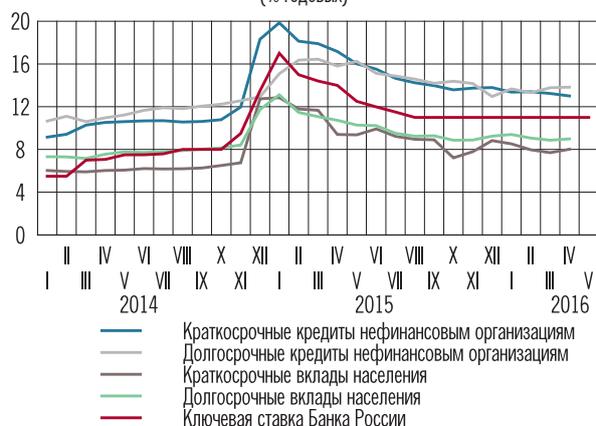
### Доходность рынка облигаций, ключевая ставка и ставка MIACR (% годовых)



Источники: Московская Биржа, Банк России.

Рисунок 1.11

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



\* Данные о процентных ставках по рублевым банковским операциям за апрель 2016 г. – предварительная оценка.  
Источник: Банк России.

тики. В то же время, как ожидается, в течение 2016 г. внешние условия в целом будут более благоприятными, чем прогнозировалось ранее. Это будет оказывать влияние как на настроения и ожидания экономических агентов и, соответственно, уровень экономической активности, так и на динамику инфляции благодаря укреплению рубля.

На фоне сохранения неизменной направленности денежно-кредитной политики процентные ставки по кредитным операциям банковского сектора оставались близки к уровню января-февраля 2016 г., по депозитным – преимущественно немного снижались. Динамика процентных ставок банков отражала в том числе влияние произошедшего в начале года небольшого снижения краткосрочных ставок денежного рынка на фоне сокращения дефицита ликвидности банковского сектора, а также ожиданий участников рынка относительно дальнейшей траектории изменения инфляции и денежно-кредитной политики Банка России.

Доходность рынка облигаций снизилась в большей степени, чем процентные ставки банков, под действием отмеченного выше всплеска спроса на финансовые активы (рис. 1.10, 1.11). Дополнительными факторами снижения процентных ставок (в первую очередь по депозитным операциям) в течение года, вероятно, станут дальнейшее расходование средств Резервного фонда для финансирования дефицита бюджета и рост избытка ликвидности у отдельных банков. Таким образом, при принятии ре-

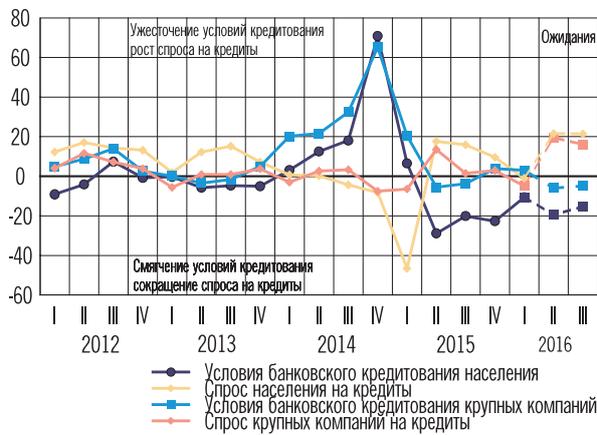
шения по денежно-кредитной политике Банком России учитывался тот факт, что смягчение денежно-кредитных условий может происходить и при неизменной ключевой ставке, но его масштаб, тем не менее, ограничен.

Неценовые условия банковского кредитования, оцениваемые по результатам опроса кредитных организаций Банка России, в I квартале 2016 г. сохраняли разнородную динамику. Условия кредитования населения, а также МСП продолжали смягчаться, тогда как в корпоративном секторе второй квартал подряд отмечалось некоторое ужесточение (рис. 1.12). Отмеченное расхождение тенденций по видам кредитования можно объяснить различием в оценке банками кредитных рисков и финансового положения заемщиков в различных сегментах. Сокращение активности розничного кредитования и кредитования МСП, начавшееся в 2015 г., уже обеспечило заметное снижение долговой нагрузки заемщиков и улучшение состояния их балансов. В корпоративном сегменте этот процесс был менее выражен, при этом ситуация усугублялась переоценкой на фоне ослабления рубля задолженности по валютным кредитам, доля которых в корпоративном секторе велика. Этот фактор ограничивал смягчение ценовых и неценовых условий кредитования со стороны банков.

Сохранение относительно высокого уровня долговой нагрузки и умеренно жестких кредитных условий продолжило сдерживать спрос реального сектора на кредиты в конце I квар-

Рисунок 1.12

### Индексы условий кредитования и спроса на кредиты (процентных пунктов)



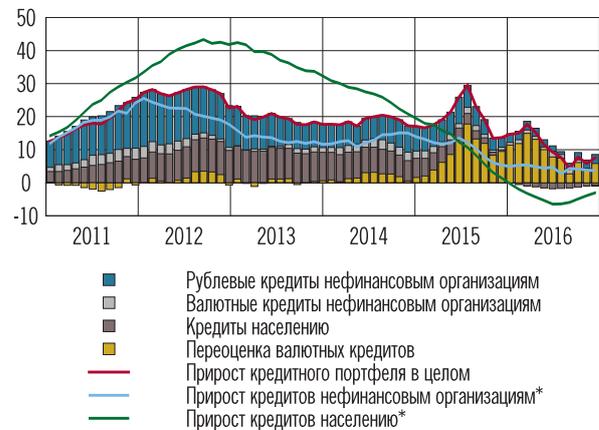
Источник: Банк России.

тала – начале II квартала 2016 года. Месячные и годовые темпы роста корпоративного и розничного кредитования остались на сравнительно низком уровне (рис. 1.13). Вместе с тем на фоне наметившейся стабилизации уровня просроченной задолженности и укрепления позитивных тенденций в динамике экономической активности банки ожидают некоторого оживления спроса заемщиков на кредит и отмечают готовность к небольшому смягчению УБК во всех сегментах. Умеренное стимулирующее воздействие на кредитную активность также продолжают оказывать докапитализация банков и действие государственных программ поддержки отдельных направлений кредитования (МСП, ипотека). С учетом действия указанных факторов, а также улучшения ожидаемой динамики экономической активности (см. ниже в данном разделе) прогноз прироста кредита экономике со стороны банковского сектора по итогам 2016 г. повышен до 5–8% (в предыдущем Докладе – 3–6%). При этом следует ожидать, что сокращение кредитования физических лиц к концу года сменится ростом, темпы которого будут сближаться с показателями активности корпоративного кредитования.

Динамика денежных агрегатов в основном определялась кредитной активностью банковского сектора и в целом соответствовала ранее сделанным прогнозам (рис. 1.14). Дополнительный положительный вклад в рост денежной массы продолжает вносить увеличение чистого кредита расширенному правительству со сто-

Рисунок 1.13

### Вклад отдельных элементов в годовой прирост кредитного портфеля банков (%)



\* С исключением валютной переоценки.  
Источник: Банк России.

Рисунок 1.14

### Динамика источников формирования денежной массы в национальном определении (прирост за год, %)



Источник: Банк России.

роны банковской системы за счет расходования средств Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита (см. врезку «Бюджетная политика»). Как ожидается, по итогам 2016 г. темп прироста денежной массы (в национальном определении) останется вблизи сложившихся в конце 2015 – начале 2016 г. уровней и составит 10–13%.

Некоторое улучшение внешних условий, а также конъюнктуры внутренних финансовых рынков относительно начала 2016 г. благоприятно влияло на деловые настроения в российской экономике и поддерживало условия для дальнейшего замедления спада.

По данным Росстата, в I квартале 2016 г. снижение ВВП к соответствующему кварталу

## Бюджетная политика

По данным Федерального казначейства России, дефицит бюджетной системы Российской Федерации в январе-апреле 2016 г. составил 0,7 трлн руб., или 2,7% ВВП<sup>1</sup> (в январе-апреле 2015 г. – 3,7% ВВП). Дефицит федерального бюджета составил 1,1 трлн руб. (4,3% ВВП), увеличившись на 0,2 трлн руб. по сравнению с аналогичным периодом 2015 года.

Доходы бюджетной системы за январь-апрель 2016 г. снизились на 4,3% в годовом выражении и составили 8,3 трлн руб. (31,7% ВВП), доходы федерального бюджета – на 14,1%, до 3,9 трлн руб. (14,9% ВВП). Основным фактором сокращения доходов стало снижение нефтегазовых поступлений. В то же время уровень ненефтегазовых доходов остался стабильным. Наиболее существенное повышение в структуре доходов продемонстрировали поступления по акцизам, рост которых (на 19,5% в годовом выражении) поддерживался в том числе повышением акцизов на бензин и дизельное топливо в январе и апреле 2016 года.

Расходы бюджетной системы снизились на 5,3% в годовом выражении и составили 9,0 трлн руб. (34,4% ВВП), расходы федерального бюджета – на 7,5%, до 5,0 трлн руб. (19,2% ВВП). В структуре расходов сокращение относительно аналогичного периода предыдущего года наблюдалось по направлениям «Национальная экономика» и «Национальная оборона и безопасность» при повышении социальных расходов. После достаточно консервативного исполнения бюджета в январе-феврале, характерного для традиционной за последние годы (за исключением 2015 г.) сезонности, расходование средств было интенсифицировано в марте-апреле. Это привело к существенному расширению дефицита бюджета, который был профинансирован преимущественно за счет сокращения остатков федерального бюджета на счетах, в том числе средств Резервного фонда (перечисления в апреле-мае в размере 780 млрд руб.), а также за счет внутренних заимствований.

Минфин России успешно выполняет программу государственных заимствований – чистое размещение портфеля ОФЗ в январе-апреле 2016 г. составило 185,5 млрд рублей. В конце мая Минфин России также привлек 1,75 млрд долл. США от размещения 10-летних еврооблигаций. Объем совокупного государственного долга на 1.04.2016 составил 13,3 трлн руб., несколько снизившись по отношению к началу года за счет валютной переоценки внешней задолженности.

Согласно последним заявлениям, Минфин России в 2016 г. ориентируется на достижение дефицита федерального бюджета в 3% (при средней цене на нефть марки «Юралс» на уровне 40 долл. США за баррель в 2016 г.) и проведение в дальнейшем фискальной консолидации с сокращением бюджетного дефицита на 1 процентный пункт ежегодно в 2017-2019 годах. В 2016 г. по-прежнему возможен пересмотр бюджетных параметров относительно установленных Федеральным законом от 14.12.2015 № 359-ФЗ «О федеральном бюджете на 2016 год». Изменения могут коснуться сокращения и ребалансировки бюджетных расходов. Риски превышения дефицитом бюджета анонсируемого Минфином России уровня могут быть связаны прежде всего со снижением цен на нефть, а также с более медленным восстановлением экономической активности, чем заложено в расчет параметров бюджета. Дополнительные риски также могут быть связаны с недополучением доходов от планируемой продажи пакета акций компании «Роснефть».

По оценкам Банка России, в 2016 г. совокупный вклад бюджетной политики в динамику внутренней экономической активности, вероятнее всего, будет близок к нулю. При этом сохранение консервативной политики индексаций заработных плат в государственном секторе и социальных пособий должно оказывать сдерживающее влияние на инфляционные ожидания, снижая возможный инфляционный эффект роста бюджетного дефицита.

<sup>1</sup> Здесь и далее используется ВВП по предварительной оценке Минфина России в методологии СНС-1993.

предыдущего года составило 1,2% после 3,8% кварталом ранее (рис. 1.15). Этот результат оказался лучше ожиданий экспертов и оценок Банка России, представленных в предыдущем Докладе. По оценкам, в I квартале 2016 г. прирост ВВП к предыдущему кварталу с учетом коррекции на сезонность был близок к нулю, несмотря на существенное ухудшение условий торговли,

наблюдавшееся в первые месяцы 2016 года. Это свидетельствует о постепенном уменьшении зависимости экономической активности от динамики цен на нефть.

Тенденции, наблюдаемые в динамике и структуре промышленного производства, позволяют сделать аналогичные выводы. Годовой темп прироста промышленного производ-

Рисунок 1.15

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



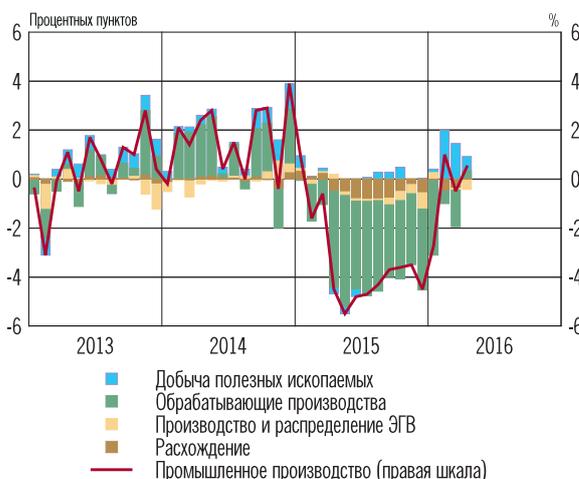
\* I квартал 2016 г. — оценка Банка России.  
Источники: Росстат, расчеты Банка России.

ства продолжил улучшаться и в апреле 2016 г. вновь вышел в область положительных значений (во многом из-за эффекта низкой базы) (рис. 1.16). Производство промышленной продукции (с коррекцией на сезонные факторы) в марте-апреле оставалось на уровне второго полугодия 2015 – первых месяцев 2016 года. В то же время выпуск в обрабатывающей промышленности в среднем с начала года демонстрировал рост по отношению к предыдущему месяцу с учетом коррекции на сезонность (наиболее выраженный – в марте). Среди отраслей обрабатывающей промышленности сохранялись наметившиеся ранее точки восстановительного роста, а также обозначались новые. В частности, к последним можно отнести производство одежды, кожаных изделий, мебели. Выпуск в указанных отраслях поддерживался как импортозамещением, так и увеличением поставок продукции на экспорт.

Как и в предыдущих периодах, благоприятную динамику продолжали демонстрировать пищевая и химическая промышленности (в том числе промышленная химия, бытовая химия, фармацевтика). В целом стабильным было производство резиновых и пластмассовых изделий, деревянных конструкций. Среди позитивных тенденций также можно отметить прекращение падения производства автомобилей. В добывающей промышленности сохранялась положительная динамика, поддерживаемая устойчивым внешним спросом.

Рисунок 1.16

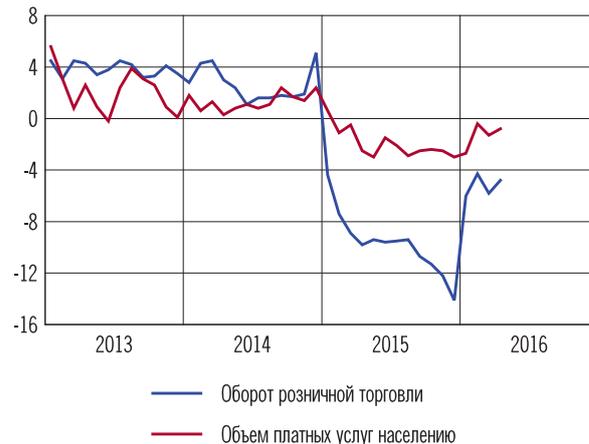
### Вклады компонент промышленного производства (к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.17

### Оборот розничной торговли и объем платных услуг населению (прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)

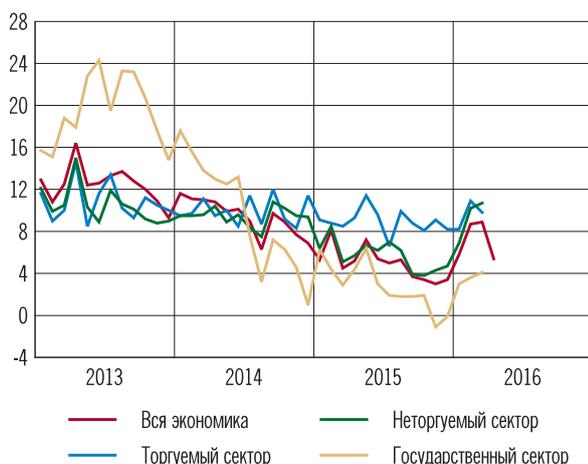


Источник: Росстат.

Вместе с тем улучшение показателей производственной активности не сопровождалось восстановлением динамики внутреннего спроса. Потребительская активность в марте-апреле 2016 г. оставалась сдержанной. Оборот розничной торговли продолжил снижение (по данным с исключением сезонного фактора), тогда как замедление его спада в годовом выражении определялось исключительно действием эффекта низкой базы прошлого года (рис. 1.17). Достаточно слабая динамика сохранялась и по объему предоставления платных услуг населению. Такое сдержанное потребительское поведение в большой степени определялось поддержанием относительно высокой

Рисунок 1.18

### Номинальная заработная плата (прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

нормы сбережения на фоне сохранения привлекательности рублевых депозитов и действия мотива предосторожности.

Изменения показателей рынка труда, также влияющие на формирование внутреннего спроса, оставались неоднородными (табл. 1.1). Уровень безработицы (с учетом коррекции на сезонность) в марте-апреле 2016 г. несколько повысился относительно начала года (с 5,5 до 5,7%, по оценкам Банка России), вернувшись на уровни второй половины 2015 года. Вместе с тем темп роста номинальной заработной платы в марте 2016 г. оказался заметно выше ожиданий экспертов. Улучшение динамики наблюдалось в большинстве секторов, при этом сокращался разрыв в темпах роста заработной платы в различных отраслях (рис. 1.18).

Таблица 1.1

### Индикаторы рынка труда

Показатели	2014				2015				2016
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
<b>Занятость и безработица (с исключением сезонности)</b>									
Уровень безработицы, %	5,0	5,2	5,2	5,2	5,2	5,8	5,6	5,7	5,4
Отношение численности занятых к безработным	18,6	18,2	18,3	18,4	17,9	16,4	16,9	16,7	17,4
Сводный индикатор занятости PMI, пункты	48,2	47,4	48,2	46,6	44,8	46,0	47,4	45,9	46,5
<b>Заработные платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)</b>									
Номинальная заработная плата	11,1	10,2	8,3	7,7	5,7	5,9	4,7	3,3	7,7
Реальная заработная плата	4,4	2,4	0,6	-1,7	-9,0	-8,5	-9,5	-9,8	-0,6
Просроченная задолженность по зарплате	6,2	5,7	-11,9	-10,2	7,9	22,6	38,6	55,9	45,4
<b>Неполная занятость</b>									
<b>Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)</b>									
<b>Всего</b>	-1,2	-0,1	2,2	0,1	1,2	2,3	0,3	1,5	1,0
Работали неполное рабочее время	7,8	-4,2	-3,4	4,6	11,9	2,7	-3,5	3,8	9,8
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	14,8	-1,2	-8,5	11,8	18,2	23,3	-3,9	-7,0	-0,6
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	-1,3	1,2	2,7	0,1	2,4	5,7	2,3	1,9	3,1
Находились в простое	0,3	-1,0	12,5	-11,3	10,0	-1,8	-4,9	1,9	-7,7
Имели отпуска без сохранения заработной платы	0,1	-1,3	2,9	-0,2	-1,2	3,4	-0,2	-0,1	0,5
<b>Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности</b>									
<b>Всего</b>	9,0	9,5	10,4	10,3	9,4	10,4	11,0	11,0	13,6
Работали неполное рабочее время	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,5	6,4
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	4,0
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	2,4
Находились в простое	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9	0,7
Имели отпуска без сохранения заработной платы	6,1	6,8	7,8	7,3	6,2	7,2	8,1	7,6	6,5
<b>Альтернативные индикаторы неполной занятости</b>									
Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3
Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень = 100)	87,7	86,7	89,0	85,7	81,7	86,7	87,7	88,0	83,7

Изменение относительно предыдущих 12 месяцев:

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

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

### Финансовое положение организаций реального сектора в I квартале 2016 г.

Сальдированный положительный финансовый результат организаций<sup>1</sup> в I квартале 2016 г. остался на достаточно высоком уровне, сократившись по сравнению с I кварталом 2015 г. на 3,2%, что в значительной степени определялось эффектом высокой базы прошлого года. При этом наблюдался небольшой рост прибыли (на 0,7%) при более заметном увеличении убытков (на 15,8%).

Вместе с тем динамика финансового результата в различных видах экономической деятельности была разнородной (рис. 1.19). Повышение сальдированной прибыли наблюдалось в ключевых видах деятельности сектора услуг (в том числе включающих регулируемые сегменты) - в транспорте и связи, в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды, операциях с недвижимым имуществом, аренде и предоставлении услуг. В этих видах деятельности наблюдался одновременно и рост доходов прибыльных компаний, и снижение убытков компаний с отрицательным финансовым результатом. В торговле объемы прибыли также возросли, однако более существенное увеличение убытков отдельных компаний привело к сокращению сальдированного финансового результата этого сектора.

В обрабатывающих производствах уменьшение сальдо прибылей и убытков в значительной мере обусловлено эффектом высокой базы начала 2015 года. При этом по итогам января-марта текущего года обрабатывающая промышленность, как и в прошлом году, была лидером по величине сальдо прибылей и убытков. Она сформировала 28,3% общего объема сальдированной прибыли экономики.

В условиях снижения мировых цен на сырье в начале года заметно сократилась сальдированная прибыль в добыче полезных ископаемых (на 45,7%) при сокращении прибыли (на 29,3%) и увеличении убытков (на 76,8%).

Рисунок 1.19  
Сальдированный финансовый результат в I квартале 2014-2016 гг. по крупным и средним российским организациям (млрд рублей)



Источник: Росстат.

<sup>1</sup> Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений.

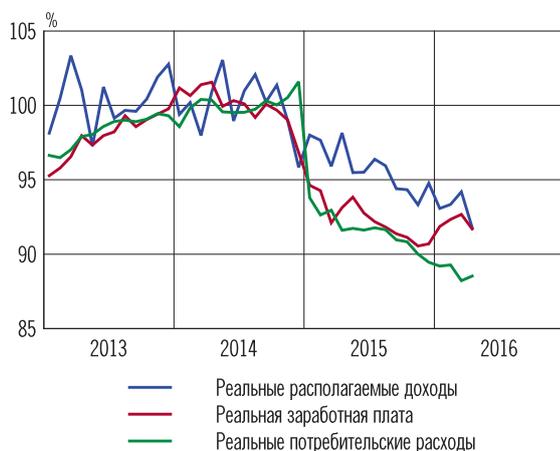
Ускорение темпа прироста заработной платы в годовом выражении в феврале-марте до уровня чуть менее 9% частично может объясняться действием календарного эффекта (високосного года), а также смещением времени выплаты годовых премий и бонусов относительно 2015 года. В апреле темпы прироста номинальной заработной платы замедлились до 5,4% к соответствующему месяцу предыдущего года.

В то же время по сравнению с предыдущим месяцем (с учетом коррекции на сезонность) номинальная заработная плата в апреле снизилась лишь незначительно (на 0,4% после устойчивого роста в среднем на 1,2% в январе-марте 2016 г.). Такая динамика может указывать на то, что многие компании уже провели индексацию заработной платы работников. Условия для

повышения оплаты труда создавались за счет некоторого улучшения оценок перспектив роста экономики на фоне усиления признаков восстановления роста производства и относительно благоприятной динамики финансового результата компаний в отдельных секторах (см. врезку «Финансовое положение организаций реального сектора в I квартале 2016 г.»).

Уверенный рост номинальной заработной платы при стабильной динамике инфляции определил сохранение реальной заработной платы на уровне существенно выше показателей конца 2015 года. Вместе с тем реальные располагаемые денежные доходы населения продолжили снижаться (рис. 1.20). Это объясняется тем, что изменение доходов из иных источников, включая социальные трансферты (в том

Рисунок 1.20  
**Реальная заработная плата, реальные располагаемые доходы и потребительские расходы населения**  
 (с исключением сезонного фактора, 2014 г.=100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

числе пенсии) и доходы от предпринимательской деятельности, было более сдержанным, чем динамика оплаты труда.

Неустойчивость улучшения динамики доходов, а также сохранение повышенной нормы сбережений, корректировка которой, как показывают предыдущие кризисные эпизоды, как правило, растягивается во времени, останутся сдерживающими факторами динамики потребительского спроса. Однако темпы его спада, как ожидается, продолжат снижаться, в том числе за счет действия эффекта низкой базы. Согласно базовому прогнозу, во II и III кварталах 2016 г. годовой темп снижения расходов на конечное потребление домашних хозяйств замедлится до 3–3,5% после 4,5% в I квартале 2016 г. (по предварительной оценке Банка России). Сокращение расходов на конечное потребление органов государственного управления на фоне планируемого сохранения консервативной политики бюджетных расходов в текущем году также продолжит вносить небольшой отрицательный вклад в динамику ВВП.

Инвестиционный спрос, как и потребительский, оставался относительно слабым. По итогам I квартала 2016 г. снижение инвестиций в основной капитал составило 4,8% к соответствующему кварталу предыдущего года после 6,4% кварталом ранее, что совпало с ранее сделанными прогнозами (в предыдущем Докладе – 4–5%). Вместе с тем улучшение годовой динамики инвестиций в основном определялось эффектом базы, тогда как их уро-

вень по отношению к предыдущему кварталу продолжил снижаться. Такие же тенденции наблюдались в месячной динамике инвестиционной активности, которая оценивается Банком России с помощью косвенных индикаторов: объема работ, выполненных по виду деятельности «Строительство», и индекса производства товаров инвестиционного назначения (см. врезку «Оценка текущей динамики инвестиций по косвенным индикаторам»). Сохранение ограничений со стороны спроса, умеренно жестких кредитных условий и значительной долговой нагрузки у многих компаний продолжит сдерживать инвестиционную активность. Как ожидается, годовые темпы спада инвестиций в основной капитал будут составлять 3–4% во II и III кварталах 2016 года.

Исходя из предварительной оценки декомпозиции ВВП за I квартал 2016 г. можно предположить, что динамика валового накопления в целом улучшилась более значительно, чем динамика инвестиций в основной капитал, за счет благоприятной динамики запасов материальных оборотных средств (МОС). Завершение цикла сокращения запасов после длительного периода их коррекции является ожидаемым. Некоторое улучшение ранее сделанных прогнозов можно связать с относительно благоприятной динамикой настроений и ожиданий производителей и поставщиков, что в том числе может объясняться улучшением внешних факторов (см. врезку «Структурные изменения запасов как индикатор экономической активности»). Положительный вклад изменения запасов МОС в годовой темп прироста ВВП в I квартале 2016 г., по предварительной оценке, составил 0,8 процентного пункта, а во II квартале 2016 г. он ожидается на уровне 0,5–0,7 процентного пункта.

При сохранении сдержанной динамики внутреннего потребительского и инвестиционного спроса внутреннее производство поддерживалось внешним спросом. В I квартале 2016 г. чистый экспорт продолжил демонстрировать устойчивую динамику и вносить положительный вклад в изменение ВВП. Годовые темпы роста экспорта в реальном выражении замедлились, что в большей степени объясняется эффектом высокой базы прошлого года. Во II и III кварталах 2016 г. ожидается их восстановление

### Оценка текущей динамики инвестиций по косвенным индикаторам

В предыдущем Докладе Банк России оценивал динамику инвестиционного спроса<sup>1</sup> на основе альтернативных индикаторов: объема работ, выполненных по виду деятельности «Строительство», и индекса производства товаров инвестиционного назначения. Для увеличения точности оценки инвестиционного спроса были применены статистические методы анализа к динамическим рядам инвестиций в основной капитал, объема строительных работ, производства электрических машин и электрооборудования, импорта продукции машиностроения<sup>2</sup>. Учитывая тот факт, что построенная по месячным данным модель более не сможет переоцениваться, была также произведена интерполяция квартальных данных по инвестициям в основной капитал при помощи фильтра Калмана<sup>3</sup>.

С учетом наличия долгосрочной зависимости между рассматриваемыми переменными предполагается, что уравнение для инвестиций соответствует модели коррекции ошибками. Кроме того, уравнение учитывает сдвиг в структуре инвестиций в основной капитал: начиная с 2014 г. снизилась доля машин, оборудования, транспортных средств и выросла доля зданий и сооружений.

В таблице 1.2 представлены оценки годовых темпов прироста инвестиций в основной капитал за январь-март 2016 г., полученные как с использованием информации о темпе прироста инвестиций в основной капитал в I квартале, так и без нее.

Построенная модель дает удовлетворительные результаты как с точки зрения прогнозирования квартального ряда инвестиций, так и с точки зрения дооценки помесечной динамики, что позволит в дальнейшем повысить качество анализа текущей экономической ситуации в отсутствие помесечных отчетных данных об инвестициях.

Рисунок 1.21

#### Инвестиции в основной капитал и индикатор инвестиционной активности

(прирост в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 1.2

#### Оценки годовых темпов прироста инвестиций в основной капитал в январе-марте 2016 года (в % к соответствующему периоду предыдущего года)

	Январь	Февраль	Март	I квартал 2016 г.
Фильтр Калмана				
– с учетом I квартала 2016 г.	–4,6	–5,5	–2,8	–4,8*
– без учета I квартала 2016 г.	–4,9	–6,1	–3,7	–4,9

\* Фактический прирост за I квартал 2016 года.

Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> С 1 января 2016 г. Росстат прекратил публикацию ежемесячных данных по инвестициям в основной капитал.

<sup>2</sup> Добавление в модель динамики производства и импорта других инвестиционных товаров не приводило к ее значимому улучшению.

<sup>3</sup> В качестве ненаблюдаемой переменной состояния выступают ежемесячные инвестиции в основной капитал. Уравнение наблюдения связывает доступные квартальные данные по инвестициям в основной капитал с ненаблюдаемыми ежемесячными рядами.

## Структурные изменения запасов как индикатор экономической активности

В течение 2015 г. происходило сокращение запасов МОС, вносящее заметный негативный вклад в динамику совокупного выпуска. Схожая ситуация наблюдалась в период спада ВВП в 2008-2009 годах. Изменения запасов складывались как результат динамики их качественно разнородных компонентов, которые демонстрируют различную реакцию на ослабление экономической активности. Во время кризиса снижение спроса стимулирует компании использовать уже имеющиеся сырье, материалы и комплектующие, а не покупать новые, и их запас сокращается. При этом инерционность производственного процесса не позволяет быстро снизить выпуск, поэтому в структуре МОС возрастает доля запасов невостребованной готовой продукции.

Показатель изменения запасов МОС сам по себе является неоднозначным индикатором экономической динамики. Снижение запасов может быть обусловлено как ожиданиями падения спроса ниже текущего уровня, так и фактическим ростом спроса. Поэтому при анализе запасов ключевую роль играют изменения в их структуре, обусловленные различной динамикой компонентов.

Для выявления характера процессов, формирующих динамику запасов, был разработан «индекс структурных изменений запасов МОС». На первом этапе был проведен анализ парных корреляций между темпом прироста реального ВВП и динамикой долей компонентов запасов МОС, который позволил выявить про- и ациклический характер поведения их основных составляющих. Согласно полученным результатам, запасы сырья, комплектующих, товаров для перепродажи имеют статистически значимую положительную корреляцию с выпуском, а запасы незавершенного производства и готовой продукции – отрицательную.<sup>1</sup>

Далее индекс строился таким образом, чтобы учитывать динамику каждого компонента запасов МОС в соответствии с весом, который определяется его долей в запасах в текущем периоде. При этом годовые темпы прироста долей проциклических компонент включались в него с положительным знаком, ациклических – с отрицательным. Такой подход позволяет учитывать разнонаправленность изменений различных компонентов запасов в ответ на общий шок и, следовательно, давать более определенную характеристику динамике запасов (рис. 1.22).

При отсутствии изменений в структуре запасов индекс принимает близкие к нулю значения. Длительное нахождение индекса в положительной области указывает на перманентно возрастающую долю сырья и/или снижающуюся долю готовой продукции в запасах, что может свидетельствовать о возникновении перегрева экономики. В период сокращения выпуска указанный индекс начинает принимать отрицательные значения,

Рисунок 1.22  
Индекс структурных изменений запасов МОС и темп прироста реального выпуска (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.23  
Изменение запасов МОС и PMI



Источники: Росстат, Markit Economics, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Поскольку статистика национальных счетов не содержит данных о структуре запасов МОС, в расчетах были использованы данные статистической формы Росстата № П-3 «Сведения о финансовом состоянии организаций» за 2006-2015 годы. Указанный источник учитывает запасы по ценам их фактического приобретения и не включает данные субъектов малого предпринимательства, бюджетных и финансовых организаций.

что является следствием снижения доли производственных запасов и роста доли запасов невостребованной готовой продукции.

В текущей экономической ситуации падение индекса оказалось менее глубоким, но более продолжительным, чем в кризис 2008-2009 годов. Индекс структурных изменений запасов перешел в отрицательную область с начала 2014 г. и остается в ней по настоящее время, что указывает на продолжение стагнации. Тем не менее приближение индекса к нулевым значениям во второй половине 2015 г. может являться индикатором определенной стабилизации экономической ситуации.

Стоит отметить, что текущие изменения субиндексов PMI по запасам сырья и готовой продукции, традиционно выступающих в качестве опережающих индикаторов состояния запасов материальных оборотных средств<sup>2</sup>, также указывают на возможность дальнейшего замедления их падения (рис. 1.23). Улучшение динамики PMI в конце 2015 – начале 2016 г. указывает на возможность перехода индекса в положительную область в текущем году.

<sup>2</sup> Замираев Б., Назарова А. Управление запасами в российской экономике: кризисная и посткризисная коррекция//Вопросы экономики. – 2013, №3.

до средних уровней 2015 г. – 3–4% к соответствующему кварталу предыдущего года.

В то же время на фоне снижения годовых темпов падения спроса и укрепления рубля наблюдалось замедление сокращения импорта. Это, наряду с неблагоприятной конъюнктурой цен на товары российского экспорта, определило сохранение сальдо текущего счета платежного баланса России в марте-апреле на гораздо более низком уровне, чем в аналогичный период предыдущего года. Вместе с тем наблюдалось пропорциональное сокращение оттока капитала, в том числе определявшееся снижением объемов погашения внешних обязательств. Это обеспечило сохранение стабильной ситуации на валютном рынке и продолжение погашения банками задолженности по операциям Банка России по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе (см. Приложение «Платежный баланс России в I квартале 2016 года»).

В целом с учетом некоторого улучшения текущей динамики основных показателей экономической активности, а также предпосылок изменения внешних условий (прежде всего корректировки ожидаемых цен на нефть) прогноз Банка России по темпам снижения ВВП на II квартал 2016 г. пересмотрен в сторону верхней границы ранее сделанной оценки – до 0,2–0,5% к соответствующему периоду предыдущего года (в предыдущем Докладе – 0,3–1,8%). В III квартале 2016 г. квартальные и годовые показатели прироста ВВП, как ожи-

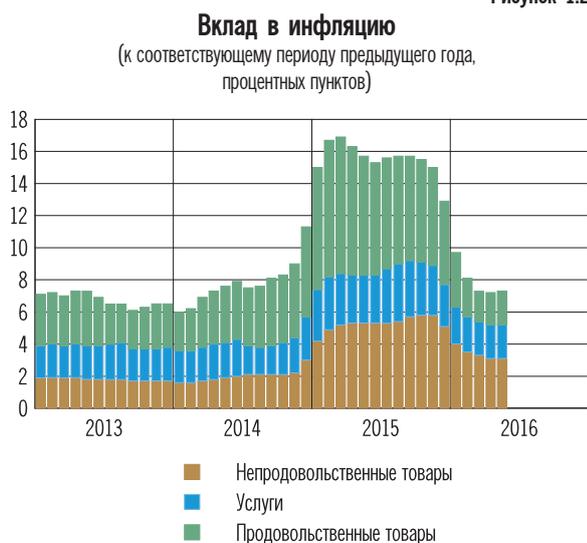
дается, останутся на сопоставимом уровне. В IV квартале возможен переход годового темпа прироста ВВП в положительную область.

Экономические условия в начале 2016 г. способствовали тому, что инфляция снижалась несколько быстрее, чем ожидалось ранее. В марте годовая инфляция снизилась до 7,3% против ранее прогнозируемых 7,4–7,6%. В апреле-мае она стабилизировалась на указанном уровне (рис. 1.24, рис. 1.25). Базовая инфляция снизилась с 8,9% к соответствующему периоду предыдущего года в феврале до 7,5% в мае. При этом темпы прироста цен к предыдущему месяцу с учетом коррекции на сезонность стабилизировались на сравнительно низких уровнях.

Значимым фактором относительно низкоинфляционного давления являлось сохранение слабого потребительского спроса, уровень которого формировался под влиянием продолжившегося сокращения реальных доходов населения и поддержания относительно высокой нормы сбережений. Отрицательный вклад спросовых ограничений в годовую инфляцию оценивается на уровне 2–3 процентных пунктов в мае 2016 года.

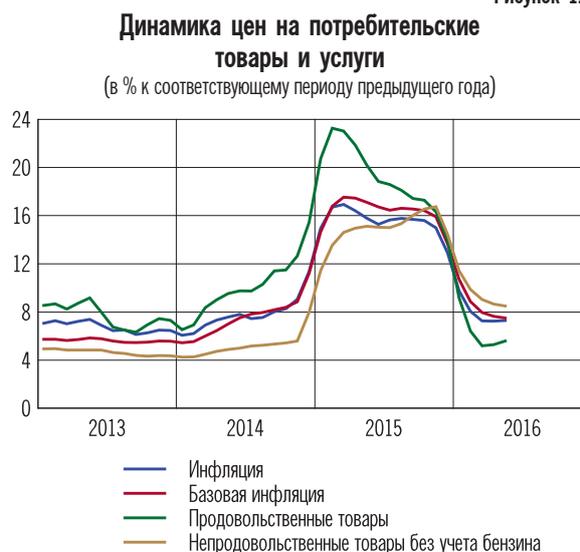
Тот факт, что депозиты в рублях остаются привлекательными для населения, несмотря на снижение процентных ставок по ним, может рассматриваться как косвенное подтверждение определенного снижения, рассчитываемые Банком России вероятностными методами. Об их снижении также свидетельствуют как тра-

Рисунок 1.24



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.25



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.26

**Прирост цен производителей и потребительских цен на продовольственные товары**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: Росстат.

ектория медианной оценки ожидаемой на год вперед инфляции, рассчитываемой ООО «ИНФОМ», так и оценки инфляционных ожиданий, рассчитываемые Банком России вероятностными методами (табл. 1.3). Указанные тенденции позволяют говорить об отсутствии в текущий момент повышательного давления на инфляцию со стороны данного фактора.

Важную роль в сдерживании ценовой динамики продолжает играть также сохранение темпов роста издержек производителей на низком уровне (рис. 1.26). Так, в частности, падение мировых цен на энергоносители по отношению к сопоставимым периодам прошлого года отразилось на динамике внутренних цен производителей в добыче полезных ископаемых, которые в апреле 2016 г. снизились на 7,2% по сравнению с апрелем предыдущего года. В целом годовой темп прироста цен производителей промышленных товаров в апреле был низким и составил 0,9%.

Кроме того, улучшение динамики инфляции связано с более благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой. С учетом происходившего в марте-апреле укрепления рубля вклад динамики курса рубля в годовую инфляцию снизился с декабря 2015 г. более чем вдвое, примерно до 2 процентных пунктов в мае. К дополнительным внешним факторам, оказавшим понижательное давление на инфляцию, следует отнести в целом стабильную ситуацию на мировом рынке продовольствия.

Определенную роль в замедлении инфляции также сыграли факторы, которые могут оказать кратковременными. В первую очередь это касается динамики цен на плодоовощную продукцию (см. врезку «Динамика цен на плодоовощную продукцию в 2016 году»). В своем прогнозе инфляции Банк России исходит из относительно консервативного предположения о том, что реализовавшееся в первые месяцы года снижение цен плодоовощной продукции может сопровождаться изменением их сезонной динамики. Масштаб удешевления плодоовощной продукции, традиционно приходящегося на летние месяцы, может быть меньшим, чем обычно, что несколько замедлит снижение

Таблица 1.3

## Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	Горизонт ожиданий	2014				2015				2016											
		I	II	III	IV	I	II	III	IV	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	
<b>Инфляционные ожидания (абсолютные), %</b>																					
<b>Население</b>																					
	ФОМ	11,8	11,7	12,5	15,5	15,7	15,0	13,9	14,8	16,0	15,3	15,8	16,4	16,7	15,7	14,7	14,6	13,6			
	ФОМ (расчеты Банка России)	8,1	9,0	9,6	14,4	13,8	12,2	12,6	13,8	14,5	13,7	15,1	12,8	10,8	7,8	7,4	7,2	6,6			
<b>Профессиональные аналитики</b>																					
	Bloomberg						6,7	6,8	6,9	7,0	7,3	7,5	7,2	8,0	8,3	7,9	7,4	7,2			
	Интерфакс					7,0	6,7	6,1	6,4	7,4	7,2	7,2	7,6	8,5	8,3	7,6	7,4	7,3			
	Thomson Reuters										7,7	7,0	7,5	8,1	7,9	7,4	7,1	7,0			
<b>Финансовые рынки</b>																					
	ОФЗ-ИН							5,8	6,5	6,4	5,8	5,6	5,8	6,2	6,1	5,4	5,2	5,0			
	ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)							7,4	8,0	8,1	7,3	7,1	7,3	7,7	7,6	6,9	6,7	6,5			
	Рынок облигаций	7,1	7,2	7,9	8,4	10,7	15,1	-	-	14,2	-	-	14,1	-	-	12,4					
	Рынок МБК	7,2	8,1	8,9	9,7	13,0	18,4	-	-	15,2	-	-	12,4	-	-	10,2					
<b>Инфляционные ожидания (баланс ответов*)</b>																					
<b>Население</b>																					
	ФОМ	84	85	84	83	76	72	74	73	80	80	82	83	85	82	84	83	81			
	ФОМ	79	82	76	77	68	60	63	67	71	73	79	78	80	76	72	74	70			
<b>Предприятия</b>																					
	РЭБ	26	26	32	70	32	20	14	30	28	46	38	48	46	22	14					
	Банк России (ДБН)	14,3	12,4	13,9	30,3	14,8	12,7	13,3	13	12,1	13,2	15,4	17,3	15,6	13,6	12,4	11,5				
	Розничные цены (Росстат)	42	41	41	43	31	28	-	-	30	-	-	29	-	-	32					
	Тарифы (Росстат)	6	5	2	5	7	6	-	-	2	-	-	2	-	-	5					

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

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

Источники: данные опроса ФОМ/инФОМ, Росстат, Интерфакс, Bloomberg, Vlootberg, Thomson Reuters, расчеты Банка России, Российский экономический барометр.

## Динамика цен на плодоовощную продукцию в 2016 году

Последовательное снижение годовой инфляции в январе-марте 2016 г. было в заметной мере связано с динамикой цен на плодоовощную продукцию. В марте снижение цен на указанную категорию товаров ускорилось до 5,1% к соответствующему периоду предыдущего года (при отрицательном темпе прироста цен к предыдущему месяцу в марте впервые за всю историю наблюдений) после снижения на 2,7% в феврале. В апреле снижение цен на плодоовощную продукцию как в годовом выражении, так и к предыдущему месяцу с учетом коррекции на сезонность продолжилось, хотя и меньшими темпами.

Удешевление плодоовощной продукции (в годовом выражении) было обусловлено снижением цен на два из трех ее основных компонентов – овощи и картофель (рис. 1.27). Цены на картофель в апреле были на 39,8% ниже, чем в апреле 2015 г., на овощи – на 7,6%.

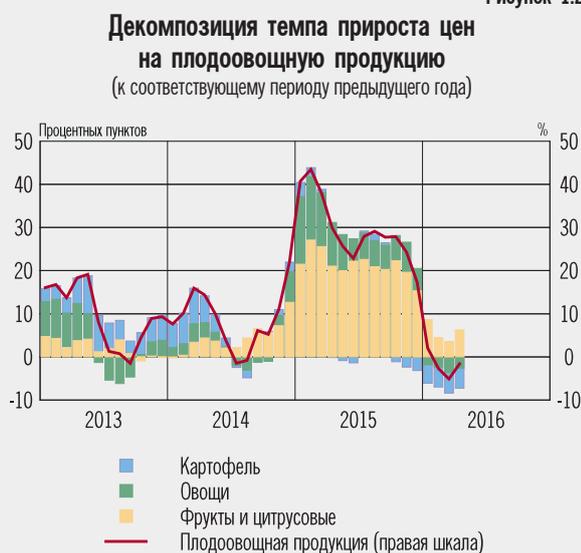
Удешевление картофеля и овощей происходило в условиях роста спроса на них, которое отражало смещение спроса населения в пользу более дешевого ассортимента в условиях падения покупательной способности доходов. В I квартале 2016 г. розничные продажи картофеля были на 28,0% выше, чем в I квартале 2015 г., свежих овощей – на 5,9%. Однако одновременно возрастало и предложение корнеплодов в розничной торговле, поддерживаемое хорошим урожаем

прошлого года при недостаточности инфраструктуры для длительного хранения. В результате в первые месяцы 2016 г. уровень предложения плодоовощной продукции превысил величину спроса и запасы этих продуктов питания в организациях розничной торговли резко возросли. Так, на 1 апреля текущего года запасы картофеля были на 26,0% больше, чем годом ранее (тогда как на 1 января их уровень был на 0,3% ниже), свежих овощей – на 15,8% (на 8,4% ниже).

По оценке, с дисбалансом спроса и предложения связана примерно пятая часть годового снижения цен на овощи (рис. 1.28), на картофель – примерно четверть (рис. 1.29).

Кроме того, снижению цен на овощи в первые месяцы текущего года (по отношению к сопоставимым месяцам 2015 г.) способствовало укрепление рубля, вклад которого в апреле оценивается на уровне 10%.

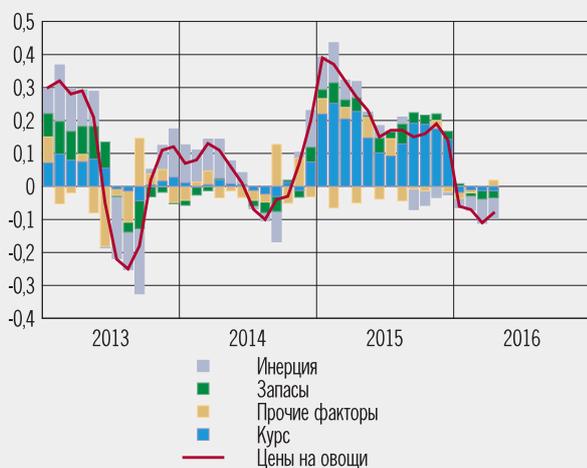
Рисунок 1.27



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.28

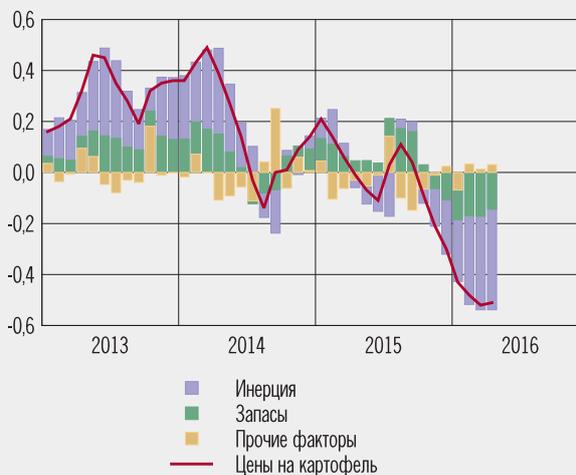
### Декомпозиция годового прироста логарифма потребительских цен на овощи



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.29

### Декомпозиция годового прироста логарифма потребительских цен на картофель



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Хотя в среднем за год доля импорта в предложении овощей<sup>1</sup> на российском рынке находится на достаточно низком уровне (10–13%), в межсезонье импортируется большая часть продаваемой продукции (по отдельным видам овощей, по оценкам экспертов, – более половины) и динамика курса рубля заметно влияет на цены. В предложении картофеля доля импорта невелика (в неурожайные годы – до 5%) и влияние курсовой динамики незначимо.

<sup>1</sup> Доля импорта во внутреннем производстве и импорте.

потребительской инфляции в III квартале 2016 года.

Как ожидается, сдержанная динамика спроса, уровень которого будет формироваться в том числе под влиянием умеренно жесткой денежно-кредитной и относительно консервативной бюджетной политики, в целом позитивные виды на урожай в стране и мире, умеренные параметры индексации цен и тарифов на товары (услуги) инфраструктурных компаний продолжат оказывать сдерживающее влияние на инфляцию. При этом произошедшее улучшение текущих и ожидаемых внешних условий является скорее фактором снижения прогноза инфляции до конца 2016 года. Положительный вклад в прогноз инфляции от некоторого повышения прогноза ВВП с учетом ожидаемой сдержанной динамики спроса (при сохранении нормы сбережения на повышенном уровне) будет более чем компенсирован сдерживающим влия-

нием на инфляцию более благоприятной курсовой динамики.

С июля снижение годовой инфляции продолжится. В сентябре 2016 г. инфляция прогнозируется в диапазоне 6,2–6,4% к соответствующему месяцу предыдущего года, на конец 2016 г. – на уровне 5–6%.

Основные проинфляционные риски связаны с сохранением инфляционных ожиданий субъектов экономики на повышенном уровне<sup>6</sup>, возможным ускорением восстановления спроса под действием роста заработных плат и изменения сберегательного поведения потребителя, высокой неопределенностью внешнеэкономической и курсовой динамики, а также неопределенностью относительно возможных решений в области бюджетной политики. Наличие указанных рисков явилось основным препятствием для снижения ключевой ставки в апреле 2016 года.

<sup>6</sup> Значения ожидаемой населением инфляции через год устойчиво превышают оценки Банка России, публикуемые в пресс-релизах по ключевой ставке.

## 2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Ситуация на мировых финансовых и товарных рынках в апреле-мае 2016 г. была более благоприятной, чем предполагалось в базовом сценарии развития российской экономики, представленном в предыдущем Докладе. В частности, в то время как в сценарий была заложена цена на нефть марки «Юралс» во II квартале 2016 г. 30 долл. США за баррель, в апреле-мае ее средний уровень составил 42,6 долл. США за баррель, а начиная с середины мая устойчиво превышал 45 долл. США за баррель.

Банк России рассматривает по ряду причин текущий уровень цен на нефть марки «Юралс» как несколько завышенный относительно фундаментально обоснованного. Во-первых, рост цен на нефть, начавшийся в марте 2016 г., во многом был обусловлен факторами со стороны предложения, которые носят ограниченный во времени характер (к ним, в частности, относятся лесные пожары в Канаде, проблемы с энергоснабжением в Венесуэле, закрытие на ремонт нефтепровода в Нигерии, геополитические проблемы в Ливии). Во-вторых, рост цен на нефть также во многом происходил на фоне роста оптимизма на мировых финансовых и товарных рынках, связанного с мягкой риторикой ФРС США и недооценкой международными инвесторами возможной скорости нормализации денежно-кредитной политики США.

В то же время изменение баланса спроса и предложения на рынке энергоносителей под воздействием указанных выше нефундаментальных факторов были достаточно существенными. В результате международные аналитические агентства перенесли свои прогнозы относительно восстановления баланса спроса на нефть и ее предложения со второй половины 2017 г. на конец 2016 – первое полугодие 2017 года. Это предполагает, что долгосрочно устойчивый уровень цен на нефть может установиться на мировых рынках энергоресурсов несколько раньше.

Таким образом, Банк России пересмотрел траекторию цен на нефть, закладываемую

в базовый сценарий, вверх, но считает наиболее вероятной коррекцию цен на нефть марки «Юралс» с текущих значений (около 48 долл. США за баррель) до уровня около 40 долл. США за баррель в III квартале 2016 г. и сохранение цен на нефть в среднем вблизи данного уровня в 2017–2018 годах.

Текущие данные по экономической активности в развитых и развивающихся странах не требуют изменения предпосылок о внешнем спросе. В соответствии с последними фактическими данными МВФ в апреле 2016 г. незначительно скорректировал вниз прогноз роста мировой экономики (до 3,2% в 2016 г. и 3,5% в 2017 г.). При этом с учетом внешнеторговых связей России, как и ранее, в базовом сценарии предполагается, что темпы роста ВВП стран – торговых партнеров в 2016–2018 гг. составят около 2% в год и продолжат оказывать некоторую поддержку российской экономике.

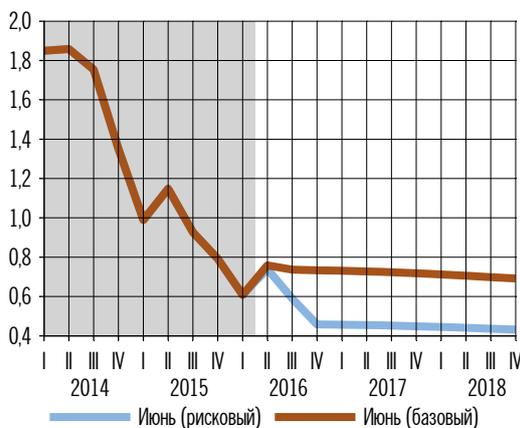
Денежно-кредитная политика большинства мировых центральных банков останется стимулирующей, что будет способствовать сохранению низких процентных ставок на мировых финансовых рынках. Процесс повышения ставок центральными банками развитых стран (главным образом ФРС США) будет осуществляться постепенно, с учетом темпов восстановления экономик этих стран и имеющихся рисков для экономического роста и финансовой стабильности со стороны стран с формирующимися рынками.

В базовом сценарии предполагается также сохранение премии за страновой риск на Россию на относительно невысоком уровне (соответствующем уровню апреля-мая 2016 г.) в условиях стабилизации цен на нефть и на этом фоне относительно спокойного восприятия рисков международными инвесторами.

При этом, как показали итоги I квартала 2016 г., сдерживающее влияние финансовых и экономических санкций ЕС и США на возможности российских компаний привлекать капитал на международных рынках носит ограниченный

Рисунок 2.1

## Условия торговли

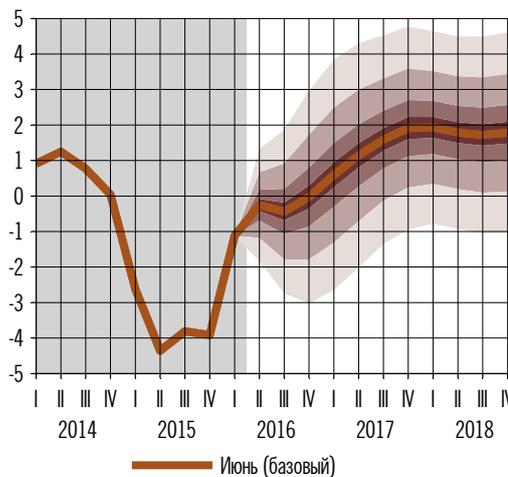


Примечание: условия торговли аппроксимируются индексом реальных цен на нефть сорта "Юралс" (ценами на нефть, скорректированными на уровень зарубежной инфляции).  
Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2.2

## Темпы прироста ВВП

(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

характер: корпоративный сектор успешно рефинансировал существенную долю внешней задолженности и сократил иностранные обязательства в гораздо меньшем объеме, чем предполагал график выплат по внешнему долгу. Этот факт позволяет рассчитывать на то, что финансовые и экономические санкции не будут оказывать столь сильного влияния на экономику России, как предполагалось ранее.

Как уже говорилось выше (см. раздел 1), российская экономика продемонстрировала относительную устойчивость к очередному витку снижения цен на нефть в начале 2016 г., сократившись существенно меньше, чем прогнозировалось.

В структуре промышленности наметились позитивные изменения, среди которых следует отметить рост легкой промышленности (в частности, товаров потребительского назначения) темпами, опережающими совокупный индекс промышленного производства. Это обусловлено как поставками на экспорт, так и процессами импортозамещения. Сохранение указанных тенденций в среднесрочной перспективе будет означать постепенное снижение чувствительности российской экономики к колебаниям цен на нефть. Риски устойчивости восстановительных процессов связаны с наблюдаемой стагнацией в довольно широком круге отраслей, в том числе тех, которые традиционно были драйверами роста российской экономики.

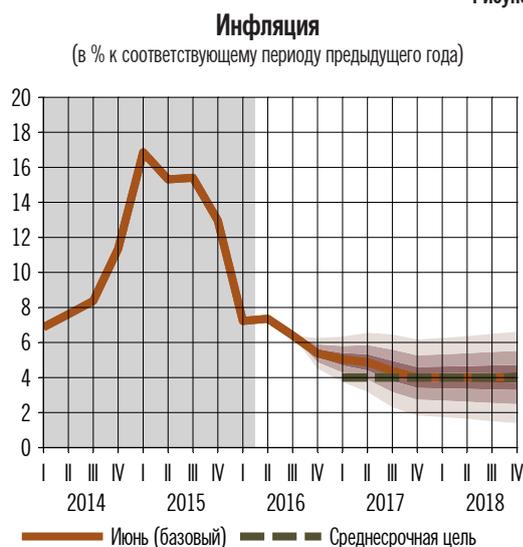
С учетом описанного улучшения предпосылок по внешним условиям, а также более по-

зитивных, чем ожидалось ранее, данных января-апреля, прогноз темпа прироста ВВП на 2016–2017 гг. был пересмотрен в сторону повышения. Ожидается, что в 2016 г. ВВП снизится на 0,3–0,7% против снижения на 1,3–1,5%, прогнозируемого ранее (табл. 2.1), при этом во втором полугодии вероятен выход квартальных темпов прироста ВВП с учетом коррекции на сезонность в положительную область. В 2017 г. ВВП, по оценкам, возрастет на 1,1–1,4% (против близкого к нулю роста, прогнозируемого в марте). В 2018 г. темп прироста ВВП выйдет на относительно устойчивую траекторию роста на уровне 1,6–2,0% в год.

Повышение экономической активности будет поддерживаться стабильным внешним спросом (в том числе за счет расширения несырьевого экспорта), дальнейшим развитием импортозамещения, а впоследствии и производством товаров и услуг, ориентированных на внутренний спрос, по мере снижения неопределенности и переоценки перспектив развития экономики российскими экономическими агентами.

Восстановлению экономического роста в 2016–2018 гг. будет также способствовать постепенное смягчение денежно-кредитных условий, которое будет в первую очередь обусловлено снижением ключевой ставки Банка России по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом, снижения инфляционных ожиданий и уменьшения инфляционных рисков. Вме-

Рисунок 2.3



Источник: расчеты Банка России.

сте с тем, по оценкам, денежно-кредитные условия будут оставаться умеренно-жесткими.

Неценовые условия кредитования, как ожидается, также будут постепенно смягчаться по мере улучшения общей экономической ситуации, что позволит банкам предъявлять менее строгие требования к заемщикам, обеспечению, а также постепенно расширять спектр направлений кредитования. Дополнительным фактором снижения процентных ставок по операциям банков также будет постепенный переход банковского сектора к структурному профициту ликвидности, что, вероятно, в большей степени будет сказываться на снижении ставок по депозитным операциям.

Восстановление кредитной активности будет постепенным. В 2016 г. рост кредитования реального сектора экономики будет сдерживаться накопленным высоким уровнем долговой нагрузки, а также относительно жесткими ценовыми и неценовыми условиями кредитования. Вместе с тем прогноз темпов роста кредитования на 2016 году несколько повышен, что связано в первую очередь с ожидаемым экономическими агентами улучшением общей экономической ситуации. По оценкам, кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте за 2016 г. вырастет на 5–8% (ранее прогнозировалось 3–6%).

Дальнейшее смягчение денежно-кредитных условий в 2017–2018 гг., постепенное восстановление доходов экономических агентов и нормализация долговой нагрузки будут опре-

делять повышение спроса на заемные ресурсы. Темпы роста кредитования возрастут до 6–9% в 2017–2018 годах.

Рост денежной массы по-прежнему будет опережать увеличение кредита экономике за счет вклада чистого кредита правительству со стороны банковской системы. По оценкам, темп прироста денежной массы в 2016 г. составит 10–13% и в дальнейшем будет находиться в диапазоне 7–11%. Динамика денежной массы может стать источником инфляционных рисков на прогнозном горизонте.

В то же время улучшение прогноза экономического роста создает более благоприятные условия для достижения целевых показателей дефицита федерального бюджета на прогнозном горизонте (около 3% от ВВП в 2016 г. с последующим снижением на 1 процентный пункт ВВП в 2017–2018 гг.) при проведении соответствующих мер фискальной консолидации.

По оценкам Банка России, это приведет к более медленному, чем ожидалось ранее, расходованию средств суверенных фондов в течение прогнозного периода, что несколько снизит вклад данного фактора в прогнозируемые темпы роста денежной массы в 2016–2018 годах. Влияние бюджетной политики на экономический рост в период проведения консолидации будет умеренно сдерживающим, что будет учитываться при проведении денежно-кредитной политики.

Окончательный переход банковского сектора к структурному профициту ликвидности прогнозируется в начале 2017 г., в то время как ранее ожидалось, что он произойдет уже в конце 2016 года. Соответственно, возможное смягчение денежно-кредитных условий под воздействием расходов суверенных фондов в течение прогнозного периода может быть несколько меньшим.

В разрезе компонентов совокупного спроса прогнозируется, что восстановление экономики будет происходить относительно равномерно. За некоторым оживлением экономической активности, как ожидается, будет следовать повышение заработных плат в условиях дефицита трудовых ресурсов (такая ситуация наблюдалась в феврале-апреле 2016 г.). В то же время восстановление частного потребления будет ограничиваться медленным снижением склон-

ности населения к сбережению, которое будет обусловлено достаточно медленным сокращением реальных процентных ставок (при снижении инфляционных ожиданий вслед за фактической инфляцией). С учетом этого расходы на конечное потребление домашних хозяйств после снижения приблизительно на 3% в 2016 г. возобновят рост в 2017 г. (на 1,4–1,8%), а в дальнейшем будут расти темпами, близкими к 2,5–3%.

Одновременно более благоприятные условия торговли и соответствующий пересмотр ожидаемой динамики курса рубля создают предпосылки для восстановления инвестиций как с точки зрения расширения возможностей компаний по приобретению импортного оборудования, так и с точки зрения улучшения ими оценок перспектив развития российской экономики. Темпы прироста валового накопления основного капитала прогнозируются на уровне около 2% в 2017–2018 гг. после снижения на 1,5–1,8% в 2016 году.

Темпы прироста экспорта в условиях медленного увеличения внешнего спроса останутся невысокими (около 1,5% в 2016–2018 гг.). В то же время объем импорта будет постепенно расти в условиях восстановления внутреннего спроса и относительно стабильной динамики обменного курса рубля. В результате положительный вклад чистого экспорта в ВВП существенно уменьшится в 2017 г. (по сравнению с 2016 г.) и станет отрицательным в 2018 году.

При указанной динамике физических объемов экспорта и импорта товаров и услуг, а также с учетом стабилизации цен на энергоносители положительное сальдо текущего счета платежного баланса в течение прогнозного периода будет постепенно сокращаться (табл. 2.2). Вместе с тем, как ожидается, чистый отток частного капитала на прогнозном горизонте также сохранится на низком уровне и не превысит 2% ВВП. Низкий уровень оттока капитала будет обусловлен как постепенным снижением выплат по внешнему долгу согласно графику, так и расширением возможностей по его рефинансированию. Сохранению низкого уровня оттока капитала также будут способствовать положительные реальные процентные ставки в экономике, поддерживающие привлекательность вложений в рублевые финансовые акти-

вы. Кроме того, по мере восстановления экономической активности отток капитала в большей степени будет формироваться под влиянием увеличения иностранных активов прочих секторов, которое, однако, будет существенно меньшим по сравнению с наблюдавшимся в период 2010–2014 годов.

С учетом умеренного спроса на иностранные активы в 2016–2017 гг. поступлений по текущему счету будет более чем достаточно для погашения внешнего долга. В результате при реализации базового сценария банки будут иметь возможность полностью погасить задолженность по валютным инструментам рефинансирования перед Банком России до конца 2017 года.

На протяжении второго полугодия 2016 г. и далее в 2017 г. годовые темпы инфляции будут снижаться. При этом возможно увеличение квартальных темпов роста цен (с учетом коррекции на сезонность) в III квартале 2016 года. Это может быть связано с коррекцией цен на продовольствие и прежде всего плодоовощную продукцию, для которой наблюдались аномально низкие темпы роста цен в феврале-апреле 2016 г., не объясняемые сезонными факторами. В дальнейшем инфляция продолжит снижаться как в квартальном, так и в годовом выражении, главным образом под воздействием умеренного спроса при стабильной курсовой динамике. Дополнительное сдерживающее влияние на темпы роста потребительских цен будут оказывать низкие издержки производителей. Прежде всего это будет обусловлено сохранением низких цен на энергоносители при отсутствии значительных колебаний курса. Ожидается, что квартальный аннуализированный темп прироста потребительских цен стабилизируется на уровне около 4% уже во II квартале 2017 года. При этом годовая инфляция будет постепенно снижаться с 5,0–6,0% в декабре 2016 г. до 4% в конце 2017 года. Такая траектория снижения инфляции при реализации условий базового сценария будет возможна при заметном снижении номинальных процентных ставок к концу 2017 года.

В то же время на развитие ситуации в российской экономике может оказать влияние реализация ряда рисков, имеющих внутренний характер. Эти риски связаны в первую очередь

Таблица 2.1

**Основные параметры базового сценария прогноза Банка России**

(прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)

	2015 (факт)	2016	2017	2018
Цена на нефть марки «Юралс», средняя за год, долларов США за баррель	52	38	40	40
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	12,9	5,0-6,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	-3,7	-(0,7-0,3)	1,1-1,4	1,6-2,0
Расходы на конечное потребление	-7,5	-(3,2-2,8)	1,3-1,7	2,0-2,4
– <i>домашних хозяйств</i>	-9,6	-(3,6-3,2)	1,4-1,8	2,4-2,8
Валовое накопление	-18,7	-(1,7-1,3)	0,7-1,1	1,9-2,3
– <i>валовое накопление основного капитала</i>	-7,6	-(1,8-1,5)	1,9-2,3	1,8-2,2
Чистый экспорт	96,0	22,9-25,4	0,5-3,0	-(3,3-0,8)
– <i>экспорт</i>	3,6	1,8-2,2	1,3-1,7	1,3-1,7
– <i>импорт</i>	-25,7	-(6,9-6,5)	1,2-1,6	2,7-3,1
Денежная масса в национальном определении	11,4	10-13	9-11	7-9
Денежная база в узком определении	-4,3	2-4	4-6	4-6
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	7,1	5-8	6-8	7-9

с неопределенностью относительно бюджетной политики, возможным сохранением инфляционных ожиданий на повышенном уровне в течение длительного времени, изменением сберегательного поведения населения (ростом склонности населения к потреблению).

Основной областью неопределенности продолжает оставаться реализация бюджетной политики в 2016–2018 годах. Отсутствие активных мер консолидации может являться источником дополнительных инфляционных рисков на прогнозном горизонте и одновременно создавать предпосылки для замедления экономического роста в долгосрочной перспективе.

В условиях дефицита трудовых ресурсов проведение активных индексаций заработной платы в секторах, финансируемых из бюджета, может создавать дополнительное повышательное давление на заработные платы частного сектора, что может оказать дополнительное влияние на инфляцию, в том числе и через реализацию вторичных эффектов – повышение инфляционных ожиданий.

В такой ситуации к 2018 г. с учетом сохранения финансовых и экономических санкций и исчерпания средств суверенных фондов основным источником финансирования дефицита бюджета станут заимствования на внутреннем рынке. Активное размещение государственных облигаций со стандартными сроками до по-

гашения с учетом ограниченной емкости внутреннего финансового рынка приведет к росту процентных ставок на длинном конце кривой доходности (существенному увеличению премии за срочность), что в среднесрочной перспективе будет оказывать негативное воздействие на экономический рост через снижение прежде всего инвестиционной активности. В то же время финансирование бюджетного дефицита посредством выпуска краткосрочных долговых обязательств, не имеющего такого существенного влияния на средне- и долгосрочные процентные ставки, вероятнее всего, потребует ужесточения денежно-кредитной политики для сдерживания инфляционных рисков, что также негативно скажется на инвестиционной активности в среднесрочной перспективе.

Кроме того, помимо общих проблем, возникающих при росте государственного долга (увеличение дефицита бюджета за счет процентных расходов, вытеснение частных заемщиков), высокая волатильность потоков капитала, характерная для российской экономики, может создавать дополнительные риски для финансовой стабильности и экономического роста.

Возможное заметное снижение склонности населения к сбережениям, также отмеченное в качестве одного из основных внутриэкономических рисков, может привести к увеличению расходов на конечное потребление домашних

Таблица 2.2

**Показатели платежного баланса России – базовый сценарий**  
(млрд долл. США)

	2015 (факт)	2016	2017	2018
<b>Счет текущих операций</b>	<b>70</b>	<b>40</b>	<b>32</b>	<b>29</b>
Торговый баланс	149	114	106	105
<i>Экспорт</i>	341	291	304	317
<i>Импорт</i>	-193	-177	-197	-212
Баланс услуг	-37	-33	-32	-33
<i>Экспорт</i>	52	44	46	49
<i>Импорт</i>	-88	-77	-79	-82
Баланс первичных и вторичных доходов	-42	-41	-42	-43
Счет операций с капиталом	0	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>69</b>	<b>40</b>	<b>32</b>	<b>29</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-73</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>	<b>-29</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	-9	0	0	0
Чистый отток капитала частного сектора	-63	-25	-25	-29
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-2</b>	<b>-15</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>

хозяйств, что создаст предпосылки для ускорения инфляции. В то же время повышение экономической активности, вызванное такими причинами, вряд ли будет иметь долгосрочный устойчивый характер. Во-первых, оно создаст предпосылки для сохранения высокой и волатильной инфляции, что будет снижать стимулы для инвестиций. Во-вторых, в отсутствие условий для импортозамещения рост потребительского спроса в конечном итоге приведет к расширению импорта, что будет вносить отрицательный вклад в темпы экономического роста. Таким образом, при появлении признаков реализации описанного риска Банк России должен будет проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чем в базовом сценарии. Аналогичной реакции со стороны денежно-кредитной политики потребует сохранение устойчиво высоких инфляционных ожиданий, возможное в силу их высокой инерционности.

Неопределенность относительно развития ситуации в мировой экономике и на мировых финансовых и товарных рынках за период, прошедший с момента публикации предыдущего Доклада, не уменьшилась. В связи с этим Банк России, помимо базового сценария, рассматривает также оптимистичный и рискованный сценарии.

Рисковый сценарий предполагает снижение цен на нефть до 25 долл. США за баррель в конце 2016 г. и ее сохранение в среднем вблизи этого уровня до конца 2018 года. Такое снижение цен на нефть может произойти либо в случае резкого замедления экономики Китая, либо в случае ускоренной нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, а также в случае быстрого восстановления поставок из Канады, Нигерии, Ливии и значительного расширения предложения со стороны других стран – экспортеров нефти (прежде всего Ирана и Ирака).

В рисковом сценарии неблагоприятное развитие внешней ситуации обусловит более сильный спад в экономике в 2016–2017 гг. по сравнению с базовым сценарием. Негативное влияние внешнеэкономической конъюнктуры на российскую экономику реализуется через сокращение доходов от экспорта, снижение платежеспособности заемщиков, имеющих задолженность в иностранной валюте, ухудшение ожиданий относительно перспектив роста российской экономики и существенное снижение привлекательности вложений в российскую экономику для российских и внешних инвесторов. Кроме того, возникнет необходимость более существенного сокращения бюджетных расходов

по сравнению с базовым сценарием в условиях падения доходов и ограниченных возможностей по финансированию дефицита бюджета. Но даже при сокращении расходов уровень дефицита федерального бюджета на протяжении всего прогнозного периода будет существенно выше, чем ожидается в базовом сценарии. Указанные факторы обусловят сокращение ВВП на 0,9–1,2% в 2016–2017 годах.

В то же время возможное повышение волатильности на мировом и российском финансовых рынках, предполагаемое в этом сценарии, приведет к резкому ухудшению курсовых и инфляционных ожиданий, которое существенно увеличит инфляционные риски и риски для финансовой стабильности. В этих условиях инфляция будет более высокой, чем в базовом сценарии и составит, по оценкам, 6,5–7,0% по итогам 2016 г., возможно, превысив 4% в 2017 году. Для предотвращения нарастания указанных рисков Банк России может использовать как меры процентной политики, так и другие инструменты.

При реализации данного сценария Банк России будет проводить более жесткую политику, чем в базовом сценарии. Кроме того, при возникновении угроз для финансовой стабильности Банк России будет готов увеличить объем операций валютного рефинансирования, а также при необходимости провести валютные интервенции.

Оптимистичный сценарий предполагает сохранение цены на нефть марки «Юралс» вблизи уровня 50 долл. США за баррель до конца прогнозного периода. Такая траектория условий торговли может сложиться при более быстром оживлении мировой экономики, которое при этом не будет сопровождаться существенно более быстрым повышением (по сравнению с базовым сценарием) процентных ставок мировыми центральными банками (прежде всего ФРС США).

В случае реализации предпосылок оптимистичного сценария ожидается более уверенное, чем в базовом сценарии, восстановление экономической активности. В 2016 г. прогнозируется близкий к нулю темп прироста ВВП, а в 2017–2018 гг. ожидается прирост ВВП в диапазоне 1,5–2%. Помимо улучшения условий торговли, экономический рост будет поддер-

живаться и пересмотром ожиданий экономических агентов относительно перспектив развития российской экономики.

Влияние улучшения условий торговли на инфляцию будет разнонаправленным. С одной стороны, укрепление рубля на фоне предполагаемого роста цен на нефть во второй половине 2016 г. будет оказывать сдерживающее воздействие на инфляцию. С другой стороны, повышение доходов экономических агентов и снижение неопределенности будет способствовать росту потребительских расходов, что будет иметь проинфляционный эффект. Тем не менее сдерживающее влияние курса на инфляцию, по оценкам, будет реализовываться быстрее и будет более значимым, что создаст дополнительные (по сравнению с базовым сценарием) возможности для смягчения денежно-кредитной политики при развитии событий по оптимистичному сценарию.

В рамках этого сценария, как и базового, ожидается, что кредитные организации погасят задолженность по инструментам рефинансирования Банка России в иностранной валюте к концу 2017 года. В дальнейшем в условиях более благоприятной внешней конъюнктуры и роста объема поступлений по внешнеторговым операциям Банк России не исключает проведения покупок иностранной валюты с целью увеличения международных резервов. Сальдо текущего счета к ВВП и чистого оттока капитала к ВВП будут выше, чем в базовом сценарии. Более высокое сальдо текущего счета на протяжении 2016–2018 гг. объясняется в первую очередь более высокими ценами на нефть, в то время как более значительный отток капитала формируется за счет более сильного спроса на иностранные активы со стороны частного сектора при более крепком, чем в базовом сценарии, рубле.

Банк России учитывает замедление инфляции несколько быстрее прогноза, сделанного ранее на фоне признаков приближающегося вхождения экономики в фазу восстановительного роста. Ожидаемый уровень инфляции на горизонте полгода – год в базовом сценарии понижен, наметились тенденции к снижению инфляционных ожиданий, а также произошло снижение инфляционных рисков. С учетом указанных факторов, Банк России 10 июня 2016 г.

принял решение снизить ключевую ставку до 10,50% годовых. Замедление инфляционных процессов позволяет с большей уверенностью рассчитывать на снижение инфляции до целевого уровня 4% в конце 2017 года с учетом принятого решения и сохранения умеренно жест-

кой денежно-кредитной политики. Банк России будет рассматривать возможность дальнейшего снижения ключевой ставки, оценивая инфляционные риски и соответствие динамики замедления инфляции прогнозной траектории.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### Динамика основных статей платежного баланса России в I квартале 2016 года

В I квартале 2016 г. профицит текущего счета платежного баланса снизился до минимума для I квартала с 2009 года. Двукратное<sup>1</sup> сжатие положительного сальдо торгового баланса лишь частично компенсировалось уменьшением отрицательного вклада дефицита баланса услуг и неторговых компонентов.

Снижение экспорта товаров усилилось с 30% в IV квартале 2015 г. до 34% в I квартале 2016 г. в условиях падения мировых цен на сырье до многолетних минимумов. Цена на нефть марки «Юралс» опустилась на 39%, на природный газ на европейском рынке – на 44%. Вместе с тем в феврале-марте мировые цены на нефть повысились на фоне сокращения добычи энергоносителя в США и ожиданий совместных мер по ограничению добычи со стороны крупнейших стран-производителей.

Несмотря на существенное падение цен на нефть в I квартале 2016 г., физические объемы экспорта сырой нефти выросли на 4% (по данным Федеральной таможенной службы (ФТС) России), чему способствовали снижение экспортных пошлин и максимальные за постсоветский период объемы добычи нефти в России. Увеличение поставок сырой нефти обеспечивалось преимущественно за счет Китая. При этом позиции России усилились как на китайском, так как на основном для России европейском рынке. Физический объем российского экспорта нефтепродуктов в отличие от сырой нефти сократился на 16% в связи с высокой базой аналогичного периода 2015 г. и переориентацией на фоне налогового маневра компаний с экспорта нефтепродуктов на экспорт сырой

нефти. Годовой рост объема поставок природного газа на 18% был обусловлен эффектом низкой базы. Вместе с тем сохраняются риски, связанные с главным транзитером российского газа – Украиной, прекратившей закупки российского газа в ноябре 2015 года.

Годовые темпы сокращения российского импорта товаров в отличие от экспорта снизились в целом с 32% в IV квартале 2015 г. до 15% в I квартале 2016 г., а также по всем основным товарным группам. Менее значительное уменьшение импорта в I квартале было обусловлено замедлением ослабления рубля и экономического спада в России. Поддержку импорту оказало и улучшение ситуации с потребительской активностью: годовые темпы сокращения объема розничных продаж снизились. По данным ФТС России, в I квартале 2016 г. сжатие импорта произошло на 54% за счет машин, оборудования и транспортных средств. Импорт данной главной товарной группы сократился сильнее, чем совокупный импорт (на 17%). В результате ее доля в стоимостном объеме импорта товаров упала с 48% в 2014 г. до 45% в 2015 г. и до 43% в I квартале 2016 года. Вклад продовольствия, попавшего под ограничения, введенное Россией в 2014 г. в отношении стран ЕС, США, Канады, Австралии и Норвегии и распространенное на Албанию, Черногорию, Исландию и Лихтенштейн (август 2015 г.) и на Украину (с 1 января 2016 г.), в сокращение совокупного импорта в I квартале 2016 г. снизился до 1%. Импорт из Турции из-за запрета ввоза в Россию с 1 января 2016 г. некоторых категорий сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия уменьшился в I квартале на 209 млн долл. США (3% сокращения импорта товаров), в основном за счет томатов.

Из услуг значительно все сократился импорт туристских услуг на фоне снижения реальных зарплат и приостановки авиасообщения с Египтом и Турцией. Из неторговых компонент текущего счета сильнее всего уменьшился де-

<sup>1</sup> Здесь и далее изменение к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

## Позиции России на ключевых рынках нефти

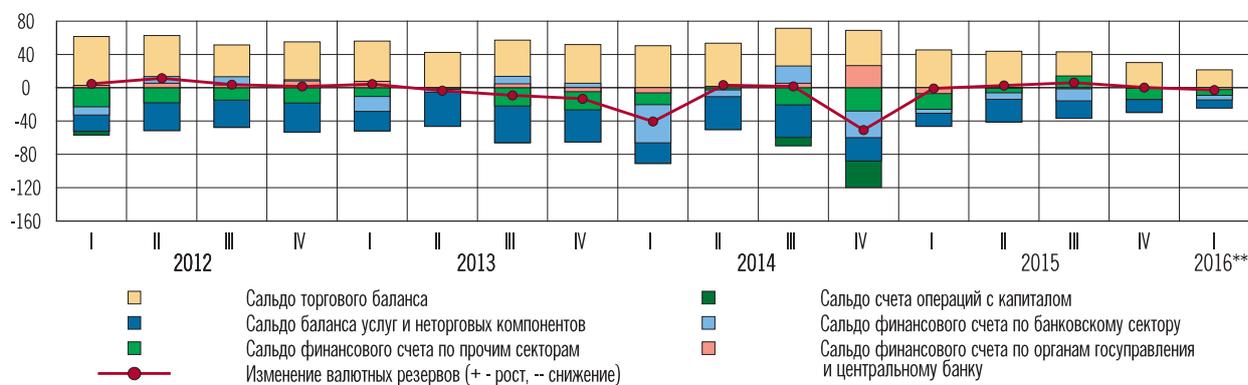
Основным рынком для России остается европейский рынок: по данным ФТС России, доля ЕС в российском экспорте нефти по-прежнему составляет около 60%. Вес России в импорте сырой нефти ЕС, по данным Евростата, увеличился с 28% в I квартале 2015 г. до 32% в I квартале 2016 года.

В последнее время заметно возросло значение Китая для России: его доля в российском экспорте нефти в I квартале 2016 года увеличилась до 19% (в I квартале 2015 г. – 14%). Позиции России на китайском рынке (самом быстрорастущем) также усилились. По данным Главного таможенного управления (ГТУ) Китая, по объему поставок в Китай в марте-апреле 2016 г. Россия вышла на первое место, обогнав Саудовскую Аравию. Доля России в импорте сырой нефти Китая увеличилась с 11% в I квартале 2015 г. до 13% в I квартале 2016 г. и 15% в апреле 2016 года.

В то же время перспективы для российских поставок энергоносителя на ключевых рынках неблагоприятны. После снятия с Ирана санкций в начале текущего года его поставки сырой нефти в Китай увеличились, по данным ГТУ Китая, с 410 тыс. барр. в день в январе до 675 тыс. барр. в день в апреле 2016 года. Объем отгруженной нефти из Ирана в Европу после отмены эмбарго, по оценкам Международного энергетического агентства, вырос до 500 тыс. барр. в день (апрель 2016 г). До запрета, по данным Евростата, ЕС в 2011 г. импортировал около 600 тыс. барр. в день сырой нефти из Ирана (из России в 2011 г. – 3,5 млн барр., в 2015 г. – 3 млн барр. в день). Еще сильнее конкуренция может обостриться при восстановлении поставок из Ливии (импорт ЕС-28 в 2010 г. – 1 млн барр., в 2015 г. – 266 тыс. барр. в день).

Рисунок 1

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



\* Статьи «Сальдо по банковскому сектору» и «Изменение валютных резервов» скорректированы на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп». Статья «Сальдо по прочим секторам» включает статью «Чистые ошибки и пропуски». В знаках РПБ 5.

\*\* I квартал 2016 г. – оценка.

Источник: Банк России.

фицит баланса инвестиционных доходов в условиях погашения внешнего долга частного сектора.

Чистый вывоз капитала частным сектором в I квартале 2016 г. сократился почти в 2 раза по сравнению с I кварталом 2015 г. – до 12 млрд долл. США<sup>2</sup> на фоне менее значительных вы-

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

плат по внешнему долгу. В условиях ограниченного из-за санкций доступа к западным рынкам капитала в I квартале 2016 г., как и в прошлом году, отток складывался в основном как результат снижения внешних обязательств частного сектора. Подавляющая часть снижения иностранных обязательств приходилась на банки. При этом в I квартале 2016 г. погашение внешнего долга банков происходило на фоне сокращения объема предоставляемой Банком России на возвратной основе валютной ликвидности кредитным организациям, тогда как в I кварта-

ле 2015 г. банки предъявляли существенный спрос на валютное рефинансирование. Прочие сектора, несмотря на финансовые санкции ЕС и США, успешно рефинансировали существен-

ную долю внешней задолженности и сократили иностранные обязательства гораздо меньше, чем предполагал график выплат по внешнему долгу.

## Прогноз платежного баланса на 2016–2018 годы

По сравнению с прогнозами, представленными в предыдущем Докладе, в рамках базового сценария пересмотрены вверх предпосылки по цене на нефть в кратко- и среднесрочной перспективе, а также существенно улучшены прогнозы ряда других ключевых макроэкономических показателей<sup>1</sup> на протяжении всего рассматриваемого периода. Это оказывает значительное влияние на прогнозируемую динамику статей платежного баланса.

На фоне более быстрого, чем ожидалось, сокращения избытка предложения на мировом рынке нефти<sup>2</sup> в базовом сценарии предполагается стабилизация цен на нефть на уровне 40 долл. США за баррель в III квартале 2016 г. и их сохранение в среднем вблизи этого уровня вплоть до 2018 года. Более высокие цены на нефть в 2016–2017 гг. влекут за собой больший объем экспорта в этот период, чем предполагалось в предыдущем Докладе. В результате в рамках базового сценария стоимостной объем экспорта в 2016 г. сократится менее значительно – на 15–20% (по сравнению с сокращением почти на 30% в предыдущем прогнозе). В 2017–2018 гг. на фоне стабильных цен на нефть ожидается некоторое увеличение экспорта, обусловленное в первую очередь постепенным ростом внешнего спроса.

В то же время улучшение оценок динамики ВВП России по сравнению с прогнозами, опубликованными в предыдущем Докладе, и эффект от произошедшего в марте-апреле укрепления рубля обусловят более высокие, чем предполагалось, объемы импорта. Стоимостной объем импорта сократится в 2016 г. менее чем на 10% (по сравнению с более 20% в предыдущем прогнозе), а в последующие годы будет расти вместе с оживлением потребления по мере роста российской экономики.

Отрицательный баланс неторговых компонентов останется на низком уровне в результате уже произошедшего снижения внешних обязательств и, следовательно, инвестиционных

доходов к выплате. Однако на фоне стабилизации внешнего долга дальнейшего его сокращения не ожидается.

В результате (на фоне опережающего роста импорта по сравнению с экспортом и стабильного баланса неторговых компонентов) сальдо счета текущих операций в 2016 г. снизится до 40 млрд долл. США (3,5% ВВП) и будет сокращаться далее, до 30 млрд долл. США (2,2% ВВП) в 2018 году.

Основным компонентом оттока капитала в 2016 г. будет вынужденное (в условиях сохранения действия международных санкций) погашение внешних обязательств российскими компаниями и банками. Согласно графику погашения внешнего долга объем платежей банков и прочих секторов в 2016 г. составит порядка 90 млрд долл. США. Однако с учетом сохранения роста обязательств по статьям прямых инвестиций<sup>3</sup>, внутригрупповых кредитов и займов, а также рефинансирования части долга фактическое сокращение обязательств частного сектора составит порядка 15–20 млрд долл. США. Оценка была пересмотрена вниз по сравнению с предыдущим Докладом (30 млрд долл. США) с учетом обновленных прогнозов ключевых макроэкономических показателей и фактических данных за I квартал 2016 года. В дальнейшем (в рамках базового сценария) по мере улучшения ситуации в экономике и, следовательно, увеличения привлекательности России с точки зрения иностранных инвесторов, возможности компаний занимать из не затронутых санкциями источников расширятся. Тем самым масштабы оттока капитала, связанного с чистым сокращением обязательств, будут уменьшаться, а в 2018 г. предполагается незначительное чистое увеличение обязательств перед внешним сектором.

В свою очередь объем оттока капитала, связанного с чистым спросом на иностранные активы, в 2016 г. в рамках базового сценария, хоть и возрастет по сравнению с 2015 г. (когда наблюдалось чистое сокращение иностранных активов), однако, по историческим меркам, будет очень небольшим. Финансовое состояние экономических агентов не станет лучше настолько,

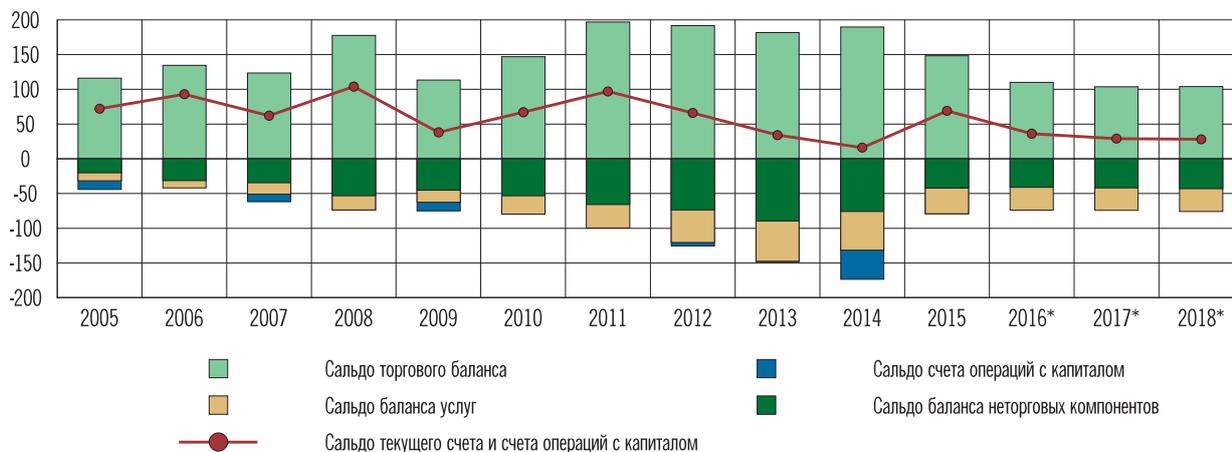
<sup>1</sup> См. раздел 2 «Перспективы развития экономической ситуации и решение о ключевой ставке».

<sup>2</sup> См. раздел 1 «Макроэкономические условия».

<sup>3</sup> В том числе и не связанных с накоплением долга, например таких как участие в капитале зависимых и дочерних компаний.

Рисунок 2

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



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

что они смогут существенно увеличить объем средств, направляемых на приобретение иностранных активов. Кроме того, часть ликвидных иностранных активов будет направлена на финансирование платежей по обязательствам, в том числе – на погашение задолженности банков по операциям валютного репо Банка России. В дальнейшем по мере восстановления ВВП (и доходов экономических агентов) увеличится и спрос на иностранные активы. Однако, учитывая невысокие прогнозируемые темпы экономического роста, этот процесс будет довольно медленным, спрос на иностранные активы останется, по историческим меркам, сравнительно низким. Таким образом, отток капитала, связанный с чистым спросом на иностранные активы, по оценкам Банка России, будет увеличиваться в рамках базового сценария с менее 10 млрд долл. США в 2016 г. до 30 млрд долл. США в 2018 г. и начиная с 2017 г. вновь станет основным компонентом совокупного оттока частного капитала.

Таким образом, прогнозируемая в рамках базового сценария динамика сальдо счета текущих операций и финансового счета создает предпосылки для увеличения международных резервов за счет погашения задолженности кредитных организаций по операциям валютного репо с Банком России в течение 2016–2017 годов.

Основные риски для прогноза платежного баланса связаны с динамикой цен на нефть. В рисковом сценарии Банк России рассматри-

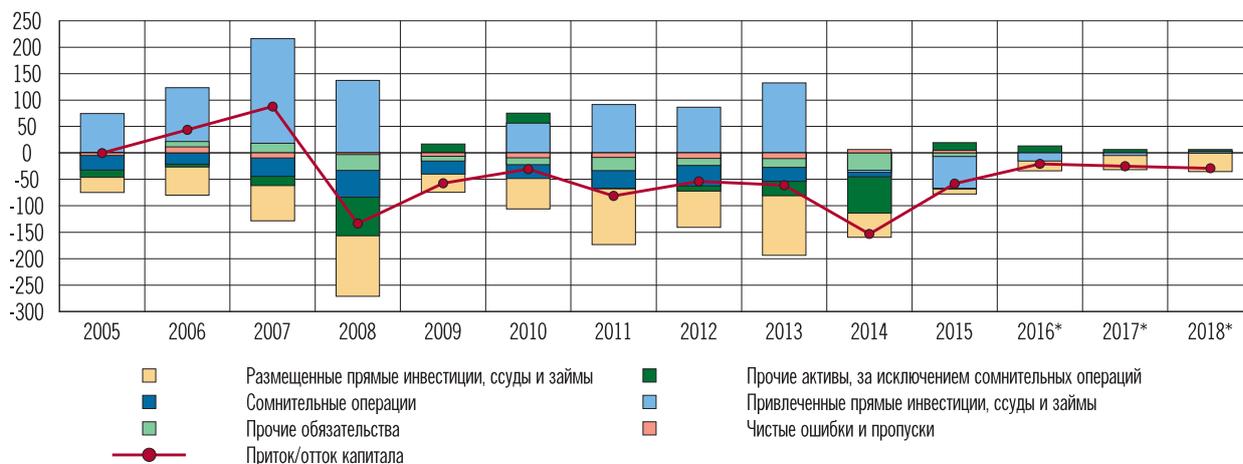
вает снижение цен на нефть до 25 долл. США за баррель к концу 2016 г. и их стабилизацию вблизи этого уровня в течение длительного времени. В этом случае поступления от экспорта будут значительно ниже, чем в базовом сценарии. Более низкие темпы экономического роста обусловят также и более низкие объемы импорта по сравнению с базовым сценарием. Однако падение экспортных доходов будет более существенным, чем сокращение импорта. При этом экспортные доходы после снижения в 2016–2017 гг. будут оставаться примерно на одном и том же уровне на протяжении всего прогнозного периода. Импорт, в свою очередь, в 2018 г. стабилизируется, а затем начнет медленно расти по мере восстановления экономической активности. В результате прогнозируется резкое снижение сальдо счета текущих операций в 2016 г. (до менее 25 млрд долл. США, то есть примерно в полтора раза по сравнению с базовым сценарием) и его плавное сокращение в дальнейшем.

Отток капитала в рамках рисковом сценарии также будет меньше, чем в базовом сценарии. Чистый объем сокращения обязательств несколько вырастет – проекты в России станут менее интересными для иностранных инвесторов, а рефинансирование имеющихся займов и привлечение новых обязательств будут затруднены по сравнению с базовым сценарием. Однако это компенсируется сокращением спроса на иностранные активы (в долларовом выражении доля доходов, которую резиденты

Рисунок 3

### Структура оттока капитала\*

(млрд долл. США)



\* Прогноз по базовому сценарию.  
Источник: Банк России.

смогут направить на приобретение иностранных активов, будет меньше, чем в базовом сценарии).

В то же время снижение оттока капитала будет не таким значительным, как сокращение сальдо счета текущих операций. Кроме того, в случае реализации рискованного сценария возрастет вероятность дополнительного увеличения оттока капитала – в условиях нового падения цен на нефть возможны рост волатильности на валютном рынке и повышение спроса на иностранные активы со стороны резидентов. В результате в 2017 г. компании и банки могут вновь начать испытывать затруднения с финансированием платежей по внешнему долгу. В таком случае Банк России во избежание возникновения рисков для финансовой стабильности может увеличить объем операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе или при необходимости прибегнуть к прямым интервенциям на валютном рынке.

С другой стороны, если темпы роста мировой экономики и спрос на рискованные активы на мировых финансовых рынках будут сравнительно высокими, а предложение на рынке нефти не будет расти высокими темпами, ситуация может развиваться и лучше, чем предполагается в базовом сценарии. В рамках оптимистичного сценария, рассматриваемого Банком России, сочетание вышеуказанных факторов приведет к тому, что цены на нефть стабилизируются в среднем вблизи 50 долл. США за баррель

до конца рассматриваемого периода. В таком случае поступления от экспорта в 2017–2018 гг. будут существенно выше, чем в рамках базового сценария. Однако более быстрое оживление экономики и более высокий курс рубля по сравнению с базовым сценарием будут способствовать ускорению роста импорта. В результате сальдо текущего счета в эти годы будет несколько выше, чем в базовом сценарии (порядка 35–40 млрд долл. США против 25–30 млрд долл. США).

Объем оттока капитала в рамках оптимистичного сценария также несколько превысит соответствующий показатель базового сценария. В условиях более высокого спроса на рискованные активы на международных финансовых рынках и улучшения перспектив российской экономики российским компаниям будет немного легче привлекать иностранные обязательства. Однако это компенсируется ростом спроса экономических агентов на иностранные активы на фоне увеличения их доходов. Как и в базовом сценарии, в течение 2016–2017 гг. кредитные организации будут иметь возможность погасить задолженность по операциям валютного репо с Банком России, что приведет к росту международных резервов. В дальнейшем в условиях более благоприятной внешней конъюнктуры и роста объема поступлений по внешнеторговым операциям Банк России не исключает проведения покупок иностранной валюты с целью увеличения международных резервов.

## Экономическая ситуация в регионах России

Несмотря на ухудшение внешней конъюнктуры в начале 2016 г., в I квартале снижение выпуска товаров и услуг замедлилось. Происходила адаптация российской экономики к низким нефтяным ценам. Приспособление регионов России к новой экономической реальности было неравномерным. Характеристики их распределения по основным макроэкономическим показателям несколько изменились по сравнению с предыдущим годом.

В динамике производственной активности в целом преобладали благоприятные тенденции. По регионам наблюдалось увеличение неоднородности<sup>1</sup> (рис. 1), которое в этом случае скорее может быть воспринято позитивно, как подтверждение формирования новых точек роста экономической активности. Количество регионов, в которых промышленное производство сокращалось, в I квартале 2016 г. уменьшилось до 41 (в I квартале 2015 г. – 48). Как было отмечено в разделе 1 Доклада, наблюдалось улучшение ситуации в отдельных отраслях обрабатывающей промышленности, включая производство пищевых продуктов, пластмассовых и резиновых изделий, а также производство кожи и обуви. Темпы прироста промышленного производства в I квартале 2016 г. в регионах, в которых развиты указанные отрасли, были выше, чем в среднем по стране. Кроме того, обрабатывающим производствам поддержку оказывал государственный заказ. Напротив, сильнее снизилось промышленное производство в регионах, где развито легковое автомобилестроение и выпуск авиационной продукции.

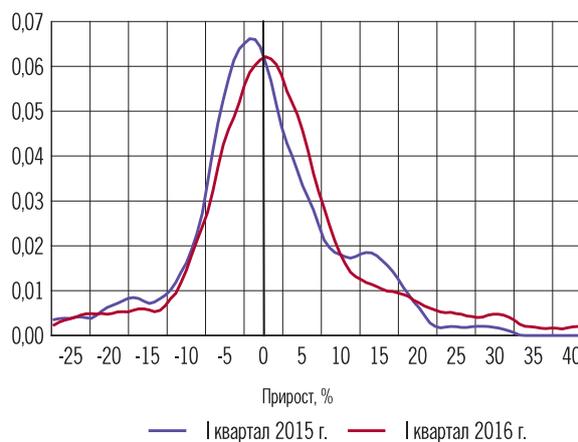
Распределение регионов по годовому приросту оборота розничной торговли значительно изменилось (рис. 2). Существенно сократилась доля регионов, где оборот розничной торговли снизился более чем на 10%. Напротив, выросло количество регионов (до 17), в которых оборот розничной торговли увеличился по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года. Неоднородность регионов по динамике

<sup>1</sup> Стандартное отклонение распределения годового прироста объема промышленного производства выросло более чем на 1 процентный пункт.

потребительской активности в целом сократилась<sup>2</sup>. Вместе с тем ситуация в большинстве регионов, демонстрировавших отставание по темпам роста в 2015 г., осталась неблагоприятной и в начале 2016 года<sup>3</sup>.

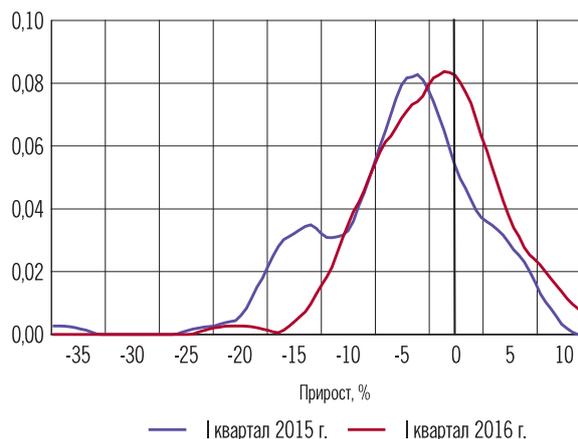
Распределение темпов прироста инвестиций в основной капитал стало более неоднородным

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



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 2  
Распределение регионов России по темпу прироста оборота розничной торговли (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



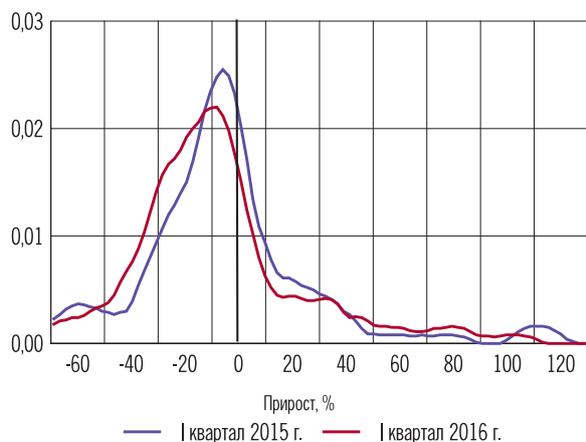
Источник: расчеты Банка России.

<sup>2</sup> Стандартное отклонение распределения показателя годового прироста оборота розничной торговли уменьшилось с 6,1 до 4,7 процентного пункта.

<sup>3</sup> Анализ совместного распределения темпов прироста в I квартале 2015 и 2016 гг. указывает на то, что в регионах с более низкими темпами прироста показателя в I квартале 2015 г. оборот розничной торговли имел большую вероятность сократиться и в I квартале текущего года.

Рисунок 3

**Распределение регионов России по темпу прироста инвестиций в основной капитал**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)

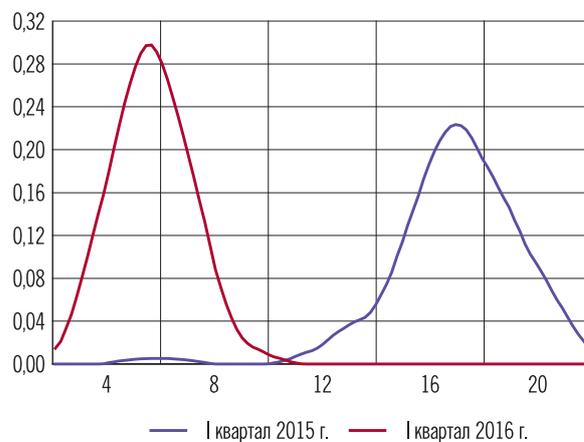


Источник: расчеты Банка России.

(рис. 3<sup>4</sup>). При этом, несмотря на то, что в целом по России годовой темп прироста инвестиций в основной капитал в I квартале 2016 г. не изменился по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (-4,8%), среднее и медианное значения показателя по регионам уменьшились, а количество регионов с отрицательным темпом прироста инвестиций увеличилось с 44 до 49. Все вышеуказанное подтверждает вывод о сохранении устойчивости негативных тенденций в динамике инвестиционного спроса, дополнительное сдерживающее влияние на который могло оказать дальнейшее ухудшение внешних условий в конце 2015 – начале 2016 года.

Рисунок 4

**Распределение регионов России по показателю годовой инфляции**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источник: расчеты Банка России.

В марте 2016 г. годовая инфляция в целом по России снизилась до 7,3%. Снижение было обусловлено сокращением спроса, укреплением рубля, высоким предложением сельхозпродукции и благоприятной конъюнктурой мировых аграрных рынков. Следует отметить, что по сравнению с мартом предыдущего года наблюдалась существенная конвергенция регионов по уровню инфляции (стандартное отклонение снизилось с 2 до 1,1 процентного пункта) (рис. 4). Это может говорить об устойчивости дезинфляционных тенденций, наблюдавшихся в последние кварталы.

<sup>4</sup> На рис. 3 не отображен прирост инвестиций в основной капитал в I квартале 2015 г. в Магаданской области (143,9% к соответствующему периоду предыдущего года). Также, Республика Крым и г. Севастополь не были включены в совокупность исследуемых регионов по показателям «Инфляция» и «Инвестиции в основной капитал» из-за отсутствия данных за I квартал 2015 года.

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

Таблица 1

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

Приостановлены аукционы репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев	С 1 апреля 2016 года приостановлено проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев в связи с не востребованностью этих операций российскими кредитными организациями и перераспределением их спроса в пользу сделок репо в иностранной валюте на срок 28 дней.
Начата продажа ОФЗ из портфеля Банка России	В апреле 2016 года Банк России начал продажу облигаций федерального займа (ОФЗ) из собственного портфеля. Продажа Банком России ОФЗ позволяет частично абсорбировать приток ликвидности, связанный с финансированием дефицита федерального бюджета за счет средств Резервного фонда. Кроме того, продажа ОФЗ может способствовать повышению ликвидности и глубины вторичного рынка государственных ценных бумаг. Банк России продает выпуски ОФЗ в ходе биржевых торгов на ЗАО «ФБ ММВБ». При этом Банк России стремится минимизировать влияние продаж на конъюнктуру рынка ОФЗ.
Расширен Ломбардный список Банка России	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России от 4 апреля, 25 апреля и 26 мая 2016 года в Ломбардный список Банка России дополнительно включены 33 выпуска ценных бумаг.
Введены повышенные коэффициенты риска по операциям в иностранной валюте для расчета нормативов достаточности капитала банков	В целях дополнительного покрытия капиталом валютных рисков банковского сектора с 1 мая 2016 года введены повышенные коэффициенты риска по кредитам юридическим лицам и сделкам с ценными бумагами в иностранной валюте (110, 130 и 150% в зависимости от вида сделки/объекта вложений/качества депозитария, удостоверяющего права на ценные бумаги) для расчета нормативов достаточности капитала банков.

Таблица 2

**Процентные ставки по операциям Банка России по предоставлению и абсорбированию рублевой ликвидности**

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	На 1.01.15	С 2.02.15	С 16.03.15	С 5.05.15	С 16.06.15	С 3.08.15	С 14.06.16	
					(% годовых)							
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овернайт»; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом, нерыночными активами, поручительствами; сделки «валютный своп» (рублевая часть); операции репо	1 день	ежедневно	18,00	16,00	15,00	13,50	12,50	12,00	11,50	
			от 2 до 549 дней <sup>1</sup>		18,50	16,50	15,50	14,00	13,00	12,50		
			Кредиты, обеспеченные золотом	3 месяца <sup>1</sup>	ежемесячно							
				от 1 до 3 недель								
			Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	18 месяцев <sup>1</sup>	нерегулярно							
				36 месяцев <sup>1</sup>								
		Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Ломбардные кредитные аукционы	1 неделя	еженедельно							
				от 1 до 6 дней <sup>2</sup>								
	Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (максимальные процентные ставки)	Аукционы «валютный своп»	от 1 до 2 дней <sup>2</sup>	нерегулярно							
				от 1 до 6 дней <sup>2</sup>								
Операции постоянного действия		Депозитные аукционы	1 неделя <sup>3</sup>	еженедельно								
			1 день, до востребования									
<b>Справочно</b>												
Ставка рефинансирования <sup>4</sup>												

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

<sup>2</sup> Операции «тонкой настройки».

<sup>3</sup> В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523if2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm).

<sup>4</sup> Значение ставки рефинансирования в 2015 г. находилось на уровне 8,25% годовых, с 1 января 2016 г. оно приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату. С 1 января 2016 г. самостоятельное значение ставки рефинансирования не устанавливается.

Источник: Банк России.

## Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию  
рублевой ликвидности в 2015-2016 годах

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.									
					На 1.01.15	На 1.04.15	На 1.07.15	На 1.10.15	На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.05.16	На 1.06.16		
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты «овер-найт»	1 день	ежедневно	0,0	1,2	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,9		
		Ломбардные кредиты			3,7	4,1	4,0	4,1	2,9	3,2	1,3	0,6		
		Сделки «валютный своп»			121,6	16,6	49,9	0,0	14,9	0,0	0,0	0,0		
		Операции репо			96,2	107,0	275,9	289,3	264,9	192,6	215,5	75,2		
			Кредиты, обеспеченные золотом	от 1 до 549 дней	ежедневно	1,2	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,0	0,0	
			Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	от 1 до 549 дней		2055,9	598,0	335,1	122,7	234,8	637,3	127,9	280,3	
	Операции на открытом рынке		Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	ежемесячно	2370,9	2892,0	2685,0	2438,8	1553,8	744,9	573,4	296,6	
				от 1 до 3 недель, 18 месяцев	нерегулярно									
				Аукционы репо	1 неделя	еженедельно	2727,6	1910,8	1572,3	912,0	1448,5	650,3	429,0	605,0
					от 1 до 6 дней	нерегулярно <sup>1</sup>								
от 1 до 2 дней														
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней	еженедельно <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
			1 неделя											
	Операции постоянного действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	ежедневно	804,5	292,2	293,1	280,5	557,8	400,9	257,2	340,3		

<sup>1</sup> Операции «тонкой настройки».<sup>2</sup> В условиях структурного дефицита ликвидности Банк России проводит аукционы репо. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015\\_154523if2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19012015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm).

Источник: Банк России.

Таблица 2

### Нормативы обязательных резервов в 2015-2016 годах

(%)

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

Источник: Банк России.

Таблица 3

### Коэффициент усреднения обязательных резервов

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

Источник: Банк России.

Таблица 4

### Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота	Минимальная ставка на аукционах, как спред к ставке LIBOR <sup>1</sup> , процентных пунктов; фиксированная ставка по сделкам «валютный своп» <sup>2</sup> , % годовых					Требования Банка России, млн долл. США					
			На 1.01.15	С 30.03.15	С 13.04.15	С 21.04.15	С 14.12.15	На 1.01.15	На 1.04.15	На 1.01.16	На 1.04.16	На 1.05.16	На 1.06.16
			Аукционы репо <sup>3</sup>	1 неделя	еже-недельно	0,50	1,00	1,50	2,00	2,00	209,8	1556,1	100,1
28 дней	14900,8	9287,3	5016,7	12109,5							15572,4	14351,0	
12 месяцев <sup>4</sup>	4737,3	17035,8	15550,0	4346,6							279,0	173,5	
Кредитные аукционы	28 дней	еже-месячно	0,75	1,25	1,75	2,25	2,25	-	0,0	-	0,0	0,0	0,0
	365 дней							-	2526,8	1494,7	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	еже-дневно	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1600,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

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

<sup>3</sup> Требования к кредитным организациям по второй части сделок репо.

<sup>4</sup> Проведение аукционов репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев приостановлено в период с 1 июня по 14 декабря 2015 года и с 1 апреля 2016 года.

Источник: Банк России.

Таблица 5

Специализированные механизмы рефинансирования Банка России<sup>1</sup>

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка, % годовых <sup>2</sup>		Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.					Лимит на 1.06.16, млрд руб.
			на 1.01.16	с 14.06.16	на 1.01.15	на 1.01.16	на 1.04.16	на 1.05.16	на 1.06.16	
Несырьевой экспорт	До 3 лет <sup>3</sup>	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	9,00	9,00	—	39,66	51,01	49,64	50,63	75,00
Крупные инвестиционные проекты <sup>4</sup>	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	9,00	9,00	—	53,44	74,16	83,33	87,57	100,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	9,00	2,85	2,85	2,85	0,94	0,24	
Малый и средний бизнес	До 3 лет <sup>3</sup>	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>5</sup>	6,50	6,50	23,26	40,10	41,24	41,81	43,73	75,00
	До 3 лет	Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства <sup>6</sup>			—	0,08	1,10	2,53	5,03	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям <sup>7</sup>	9,00	9,00	—	0,00	0,00	0,00	0,00	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,75	10,50	—	21,01	21,01	21,01	21,63	30,00

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

<sup>2</sup> Дополнительная информация о процентных ставках по специализированным инструментам Банка России размещена в разделе «Денежно-кредитная политика» на официальном сайте Банка России.

<sup>3</sup> До 1 июня 2015 г. срок предоставления кредитов Банка России был установлен от 1 до 365 дней. С 1 июня 2015 г. срок предоставления кредитов Банка России был увеличен до 3 лет.

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

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

<sup>6</sup> Инструмент введен в июне 2015 года.

<sup>7</sup> Инструмент введен в декабре 2015 года.

Источник: Банк России.

Таблица 6

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

	Инфляция	Базовая инфляция	Прирост цен на продовольственные товары	Прирост цен на продовольственные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодоовощную продукцию	Прирост цен на непродовольственные товары	Прирост цен на непродовольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2014</b>								
Январь	0,6	0,4	1,0	0,5	5,8	0,3	0,3	0,5
Февраль	0,7	0,5	1,2	0,7	5,1	0,4	0,4	0,4
Март	1,0	0,8	1,8	1,3	5,3	0,7	0,6	0,5
Апрель	0,9	0,9	1,3	1,2	2,3	0,6	0,6	0,7
Май	0,9	0,9	1,5	1,3	2,4	0,5	0,5	0,8
Июнь	0,6	0,8	0,7	1,1	-2,8	0,4	0,4	0,9
Июль	0,5	0,6	-0,1	1,0	-8,1	0,4	0,3	1,4
Август	0,2	0,6	-0,3	0,9	-10,7	0,5	0,4	0,7
Сентябрь	0,7	0,9	1,0	1,2	-1,2	0,6	0,5	0,3
Октябрь	0,8	0,8	1,2	1,0	2,8	0,6	0,6	0,6
Ноябрь	1,3	1,0	2,0	1,3	8,7	0,6	0,6	1,2
Декабрь	2,6	2,6	3,3	2,2	12,9	2,3	2,5	2,2
В целом за год (декабрь к декабрю)	11,4	11,2	15,4	14,7	22,0	8,1	8,0	10,5
<b>2015</b>								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3
Сентябрь	0,6	0,8	0,4	0,7	-2,3	1,1	1,1	0,0
Октябрь	0,7	0,7	1,0	0,8	2,9	1,0	1,1	-0,1
Ноябрь	0,8	0,6	1,2	0,7	5,6	0,7	0,8	0,2
Декабрь	0,8	0,6	1,2	0,6	6,6	0,4	0,5	0,7
В целом за год (декабрь к декабрю)	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
<b>2016</b>								
Январь	1,0	0,8	1,2	0,6	6,2	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,6	0,7	0,7	0,5	2,3	0,8	0,9	0,3
Март	0,5	0,6	0,4	0,6	-1,3	0,8	0,8	0,1
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,1	0,6	0,6	0,3
Май	0,4	0,5	0,4	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 7

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

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

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

	Промышлен- ное производ- ство <sup>1</sup>	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузооборот транспорта	Оборот рознич- ной торговли	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД <sup>2</sup>	ВВП <sup>3</sup>
<b>2014</b>								
Январь	0,4	1,0	0,1	0,5	0,1	-0,7	0,5	
Февраль	1,1	0,3	-0,4	-1,8	0,7	1,3	1,3	
Март	-0,2	0,1	0,2	-0,9	0,2	0,6	-0,8	-0,3
Апрель	1,5	0,6	0,2	0,2	0,0	0,0	1,1	
Май	0,2	0,3	-0,8	1,4	0,0	-0,8	-0,1	
Июнь	-0,8	0,1	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,9
Июль	0,3	2,2	-0,3	-2,3	0,1	0,0	-0,1	
Август	-0,7	-1,8	0,0	0,2	-0,1	0,2	-0,4	
Сентябрь	0,8	2,6	-1,4	0,5	0,1	0,6	-0,3	-0,4
Октябрь	0,0	-12,1	0,0	-0,8	-0,1	-0,3	-0,2	
Ноябрь	-1,1	11,3	-1,4	0,2	0,0	0,5	-0,2	
Декабрь	1,7	0,8	-0,7	-0,7	2,7	1,1	0,3	-0,2
<b>2015</b>								
Январь	-3,2	0,1	-1,1	0,0	-8,5	-7,7	-1,2	
Февраль	-0,8	0,1	-0,7	0,5	-1,4	-1,2	-1,2	
Март	-0,2	0,5	-0,4	1,0	-0,4	0,3	0,3	-2,9
Апрель	-1,4	0,0	-0,2	-1,3	-0,9	-1,5	-1,4	
Май	-0,3	0,1	-1,0	-1,1	-0,4	0,1	0,1	
Июнь	-0,2	0,1	-0,2	0,6	-0,5	-0,1	-0,7	-0,9
Июль	0,1	-0,6	-1,2	2,6	-0,4	0,2	0,4	
Август	-0,1	1,2	-0,2	-0,9	-0,3	-0,1	-0,2	
Сентябрь	0,5	0,5	0,2	0,9	-0,6	-0,8	0,8	0,2
Октябрь	0,0	-1,5	-0,6	2,2	-0,3	-0,1	-0,3	
Ноябрь	-0,6	1,6	0,5	-0,9	-0,5	-0,9	-4,2	
Декабрь	0,8	0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,6	1,0	-0,3
<b>2016</b>								
Январь	-0,2	-0,1	-0,9	-2,1	-0,4	-0,3	0,4	
Февраль	0,1	0,4	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,5	
Март	0,3	0,1	-0,8	-0,2	-0,7	-1,2	0,4	-0,1
Апрель	0,0	0,2	-0,9	-0,1	-0,1	0,3	0,0	

<sup>1</sup> Оценка Росстата.

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

<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

**Изменение прогнозов Банка России по росту ВВП<sup>1</sup>**  
**стран – торговых партнеров России**  
(%)

	Прогноз роста ВВП в 2016 г., %		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Февраль 2016	Май 2016	
Всего	2,1	2,0	100,0
1 Германия	1,4	1,3	13,67
2 Италия	1,1	0,8	8,95
3 Китай	6,3	6,3	8,93
4 Нидерланды	1,6	1,5	6,72
5 Турция	2,7	3,2	6,62
6 Польша	3,3	3,7	4,92
7 Беларусь	-1,0	-1,5	4,84
8 Бельгия	1,1	1,1	4,50
9 Япония	1,0	0,6	4,42
10 США	2,6	2,2	4,08
11 Франция	1,1	1,1	3,89
12 Республика Корея	2,6	2,5	3,79
13 Соединенное Королевство	2,1	1,9	3,65
14 Казахстан	1,6	0,5	3,58
15 Финляндия	0,2	0,5	3,33
16 Швейцария	0,9	0,9	2,48
17 Латвия	2,8	2,4	2,44
18 Венгрия	2,1	2,2	1,68
19 Индия	7,5	7,3	1,67
20 Словакия	2,8	3,1	1,54
21 Чехия	2,2	2,0	1,44
22 Литва	2,5	2,3	1,44
23 Испания	2,5	2,5	1,42
24 Украина	1,4	1,3	0,00

<sup>1</sup> Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по 24 зарубежным странам – торговым партнерам, доля которых в российском экспорте в среднем за 5-летний период (2010-2014 гг.) превышает 1% (ранее при расчете показателя за период 2008-2012 гг. таких стран было 23), удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры. Прогноз по агрегированному ВВП в текущем докладе дается без учета экономики Украины, с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

Таблица 11

## Ставки денежно-кредитной политики различных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 мес.	Текущее значение, %	Изменение за 12 мес., процентных пунктов
Польша	целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	-1,0	-0,10
Венгрия	базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	5	-0,2	-0,70
Чехия	репо (2 нед)	0,05	1.11.2012	0,25	-0,20	0	0,6	0,10
Румыния	базовая ставка	1,75	6.05.2015	2,00	-0,25	0	-3,3	-3,90
Болгария	базовая ставка	0,00	1.02.2016	0,01	-0,01	3	-2,2	-2,70
Сербия	ключевая политическая ставка	4,25	11.02.2016	4,50	-0,25	5	0,4	-1,40
Израиль	целевая ставка - овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	-0,9	-0,40
Бразилия	целевая ставка	14,25	29.07.2015	13,75	0,50	1	9,3	0,85
Чили	ставка денежно-кредитной политики	3,50	17.12.2015	3,25	0,25	2	4,2	0,20
Китай	ориентир - кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	3	2,3	0,80
	ориентир - депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	3		
	норматив резервов	17,00	1.03.2016	17,50	-0,50	3		
Индия	обратное репо	6,50	5.04.2016	6,75	-0,25	2	5,4	0,52
	репо	6,00	5.04.2016	5,75	0,25	4		
Индонезия	целевая ставка	6,75	17.03.2016	7,00	-0,25	3	3,3	-3,82
Корея	базовая ставка	1,50	11.06.2015	1,75	-0,25	1	0,8	0,30
Малайзия	целевая ставка - овернайт	3,25	10.07.2014	3,00	0,25	0	2,1	0,30
Мексика	целевая ставка	3,75	17.02.2016	3,25	0,50	2	2,5	-0,52
Филиппины	ставка денежно-кредитной политики	0,00	6.06.2016	3,00	-3,00	2	1,6	0,00
Россия	ставка по аукционам репо (7 дней)	11,00	3.08.2015	11,50	-0,50	2	7,3	-8,50
ЮАР	ставка репо	7,00	17.03.2016	6,75	0,25	4	6,2	1,70
Тайланд	репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	0,5	1,73
Турция	репо (7 дней)	7,50	24.02.2015	7,75	-0,25	0	6,6	-1,51
США	ставка фед. фондов - верхняя граница интервала	0,50	16.12.2015	0,25	0,25	1	1,1	1,30
Еврозона	ставка рефинансирования	0,00	10.03.2016	0,05	-0,05	1	-0,1	-0,40
Соединенное Королевство	базовая ставка	0,50	05.03.2009	1,00	-0,50	0	0,3	0,40
Япония	овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	-0,3	-0,90
Канада	целевая ставка - овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	1	1,7	0,90
Австралия	овернайт	1,75	03.05.2016	2,00	-0,25	1	1,3	0,00
Новая Зеландия	овернайт	2,25	10.03.2016	2,50	-0,25	5	0,4	0,10
Дания	ориентир - кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	-0,3	-0,70
	депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	1		
Швейцария	3m LIBOR - min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	-0,4	0,80
	3m LIBOR - max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	2	1,0	0,49
Норвегия	ключевая ставка - депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	3	3,2	1,20

Примечание: по данным на 8.06.2016. цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (17.03.2016).

Источник: Bloomberg.

Таблица 12

**Платежный баланс Российской Федерации<sup>1</sup>**  
(млрд долл. США)

	2015					2016
	I	II	III	IV	Год	I <sup>2</sup>
Счет текущих операций	30,0	16,6	8,0	15,0	69,6	11,7
Торговый баланс	45,5	43,7	28,9	30,3	148,5	21,6
<i>Торговый баланс, в % год к году</i>	<i>-9,9</i>	<i>-15,4</i>	<i>-36,1</i>	<i>-28,3</i>	<i>-21,7</i>	<i>-52,6</i>
Экспорт товаров	90,2	91,4	78,8	81,1	341,5	59,3
<i>Экспорт товаров, в % год к году</i>	<i>-26,7</i>	<i>-30,9</i>	<i>-37,4</i>	<i>-30,5</i>	<i>-31,4</i>	<i>-34,2</i>
сырая нефть	22,7	25,4	21,5	20,0	89,6	14,0
<i>сырая нефть, в % год к году</i>	<i>-41,5</i>	<i>-39,9</i>	<i>-46,7</i>	<i>-38,5</i>	<i>-41,8</i>	<i>-38,4</i>
нефтепродукты	20,0	19,1	14,9	13,4	67,5	9,6
<i>нефтепродукты, в % год к году</i>	<i>-27,3</i>	<i>-37,5</i>	<i>-53,1</i>	<i>-48,3</i>	<i>-41,8</i>	<i>-52,1</i>
природный газ	11,4	10,4	9,4	10,6	41,8	7,9
<i>природный газ, в % год к году</i>	<i>-35,7</i>	<i>-36,0</i>	<i>-4,5</i>	<i>-6,8</i>	<i>-24,3</i>	<i>-30,5</i>
прочие	36,1	36,5	32,9	37,1	142,6	27,9
<i>прочие, в % год к году</i>	<i>-7,5</i>	<i>-15,5</i>	<i>-24,7</i>	<i>-20,8</i>	<i>-17,5</i>	<i>-22,6</i>
Импорт товаров	44,7	47,7	49,8	50,8	193,0	37,8
<i>Импорт товаров, в % год к году</i>	<i>-38,4</i>	<i>-40,9</i>	<i>-38,1</i>	<i>-31,7</i>	<i>-37,4</i>	<i>-15,3</i>
Баланс услуг	-8,3	-9,5	-12,0	-6,8	-36,6	-4,7
<i>Баланс услуг, в % год к году</i>	<i>-25,1</i>	<i>-34,1</i>	<i>-35,3</i>	<i>-39,3</i>	<i>-33,8</i>	<i>-43,3</i>
Экспорт услуг	11,7	13,1	13,2	13,7	51,8	9,5
<i>Экспорт услуг, в % год к году</i>	<i>-22,2</i>	<i>-24,4</i>	<i>-25,9</i>	<i>-11,4</i>	<i>-21,2</i>	<i>-19,1</i>
Импорт услуг	20,0	22,6	25,3	20,5	88,4	14,3
<i>Импорт услуг, в % год к году</i>	<i>-23,4</i>	<i>-28,8</i>	<i>-30,7</i>	<i>-23,1</i>	<i>-27,0</i>	<i>-28,6</i>
Баланс оплаты труда	-1,5	-1,5	-1,1	-1,1	-5,1	-0,8
Баланс инвестиционных доходов	-4,8	-14,9	-6,0	-5,9	-31,6	-3,4
Доходы к получению	8,8	7,0	9,1	8,8	33,6	6,7
Доходы к выплате	13,5	21,9	15,1	14,7	65,2	10,1
Баланс ренты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Баланс вторичных доходов	-1,0	-1,2	-1,9	-1,5	-5,6	-0,9
<b>Баланс неторговых компонентов</b>	<b>-7,2</b>	<b>-17,6</b>	<b>-8,9</b>	<b>-8,5</b>	<b>-42,3</b>	<b>-5,2</b>
<i>Баланс неторговых компонентов, в % год к году</i>	<i>-47,0</i>	<i>-30,0</i>	<i>-56,5</i>	<i>-49,1</i>	<i>-44,4</i>	<i>-28,1</i>
<b>Счет операций с капиталом</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>30,0</b>	<b>16,5</b>	<b>8,0</b>	<b>14,8</b>	<b>69,2</b>	<b>11,8</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>37,5</b>	<b>19,4</b>	<b>2,6</b>	<b>13,0</b>	<b>72,6</b>	<b>7,5</b>
<b>Чистое принятие обязательств («+» – рост, «-» – снижение)</b>	<b>-38,7</b>	<b>-11,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>-15,7</b>	<b>-73,4</b>	<b>-11,8</b>
Федеральные органы управления, субъекты Российской Федерации и Центральный банк	-6,9	0,7	-1,3	1,1	-6,4	-2,5
Банки и прочие секторы	-31,8	-12,3	-6,1	-16,7	-67,0	-9,3
<b>Чистое приобретение финансовых активов, кроме резервных («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-1,2</b>	<b>7,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-4,3</b>
Органы государственного управления и Центральный банк	0,2	0,7	0,1	1,6	2,6	-0,3
Банки и прочие секторы	-1,3	7,1	-4,9	-4,3	-3,4	-4,0
<b>Чистые ошибки и пропуски</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>2,5</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,7</b>
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-10,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>9,7</b>	<b>4,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>
<b>Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями</b>	<b>32,9</b>	<b>18,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>9,7</b>	<b>58,1</b>	<b>7,0</b>
<b>Отдельные показатели, скорректированные на сумму валютных свопов между Банком России и банками-резидентами, сумму средств, предоставленных Банком России банкам-резидентам в иностранной валюте на возвратной основе, а также средств на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России</b>						
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>6,2</b>	<b>0,3</b>	<b>8,2</b>	<b>-2,7</b>
<b>Чистый ввоз/вывоз капитала банками и предприятиями</b>	<b>23,7</b>	<b>13,9</b>	<b>0,3</b>	<b>13,7</b>	<b>51,6</b>	<b>12,4</b>

<sup>1</sup> В соответствии с РПБб.<sup>2</sup> Оценка.

Источник: Банк России.

## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Бюджетная политика.....	11
Финансовое положение организаций реального сектора в I квартале 2016 г. ....	14
Оценка текущей динамики инвестиций по косвенным индикаторам.....	16
Структурные изменения запасов как индикатор экономической активности.....	17
Динамика цен на плодоовощную продукцию в 2016 году.....	21
Позиции России на ключевых рынках нефти .....	32

## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

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

### **Базисный пункт**

Одна сотая процентного пункта.

### **Бивалютная корзина**

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

### **Валовой кредит Банка России**

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

### **Вмененная волатильность валютного курса (Implied Volatility)**

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

### **Денежная масса**

Сумма денежных средств резидентов Российской Федерации (за исключением органов государственного управления и кредитных организаций). Для целей экономического анализа рассчитываются различные денежные агрегаты (см. статьи «Денежный агрегат М1», «Денежная масса в национальном определении (денежный агрегат М2)», «Широкая денежная масса»).

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

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

### **Денежный агрегат М1**

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

### **Долларизация депозитов**

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

### **Задолженность по операциям рефинансирования Банка России**

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

### **Индекс волатильности нефти CBOE**

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

### **Индекс доллара США (DXY)**

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

### **Индекс потребительских цен (ИПЦ)**

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

### **Индекс номинального эффективного курса рубля**

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

### **Индекс реального эффективного курса рубля**

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

### **Индекс условий банковского кредитования**

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

### **Индекс RGBEY**

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

### **Индексы MSCI**

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

### **Индексы PMI**

Индикаторы деловой активности, определяемые по результатам опроса компаний обрабатывающей промышленности и сферы услуг. Семейство индексов PMI характеризует динамику следующих аспектов делового климата: объем выпуска (для сферы услуг – деловая активность), количество заказов, количество экспортных заказов, незавершенное производство, запасы готовой продукции, запасы сырья, закупки сырья, скорость поставок сырья, численность занятых, отгру-

зочные цены (для сферы услуг - цены продажи), закупочные цены, ожидания выпуска через год (для сферы услуг). Значения индексов PMI выше 50 означают повышение деловой активности, значения ниже - ее снижение.

### **Индекс ММВБ**

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

### **Индекс РТС**

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

### **Индикатор фискального стресса**

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

### **Инфляционно нейтральный выпуск**

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

### **Ключевая ставка Банка России**

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

### **Контрциклическая валюта**

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

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

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

### **Кредитный дефолтный своп (Credit Default Swap, CDS)**

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

### **Ликвидность банковского сектора**

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

### **Ломбардный список Банка России**

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

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

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

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

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

### **Неторгуемый сектор экономики**

Сектор экономики, который включает распределение электроэнергии, газа и воды, строительство, оптовая и розничная торговля, ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования, гостиницы и рестораны, транспорт и связь, финансовая деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг.

### **Неценовые условия банковского кредитования**

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

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

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

### **Обязательные резервы**

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

### **Операция «валютный своп»**

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

### **Операции на открытом рынке**

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

### **Операции постоянного действия**

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

### **Операция репо**

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

### **Относительные цены**

Отношение субиндекса ИПЦ к ИПЦ.

### **Параллельный банковский сектор**

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

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

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

### **Покрытые облигации (Covered bonds)**

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

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

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

### **Процентный коридор**

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

### **Проциклическая валюта**

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

### **Разрыв выпуска**

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

### **Реализованная волатильность валютного курса (Realized Volatility)**

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

### **Режим плавающего валютного курса**

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

### **Режим таргетирования инфляции**

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

### **Режим управляемого плавания валютного курса**

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

### **Риск-нейтральная мера (Risk-neutral Measure)**

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

### **Спред по CDS**

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

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

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

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

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

### **Структурный нефтегазовый первичный дефицит бюджета**

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

### **Текущий дефицит ликвидности**

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

### **Торгуемый сектор экономики**

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

### **Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики**

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

### **Трендовая инфляция**

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

### **Условия внешней торговли**

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

### **Усреднение обязательных резервов**

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

### **Факторы формирования ликвидности банковского сектора**

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

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

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

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

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

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

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

### **Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)**

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

### **Butterfly**

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

### **Carry trade**

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

### **Cross-currency Basis Swap**

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

### **FRA (Forward Rate Agreement)**

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

### **Macro Risk Index**

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

### **OIS (Overnight Index Swap)**

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

### **Risk Reversal**

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

### **VIX**

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

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

г. – год

гг. – годы

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

долл. – доллар

инФОМ – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

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

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

млн – миллион

млрд – миллиард

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федеральных займов

ОФЗ-ИН – облигации федерального займа с номиналом, индексируемым на инфляцию

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

ПАО – публичное акционерное общество

РПББ – Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, разработанное Международным валютным фондом

руб. – рубль

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»

СНГ – Содружество Независимых Государств

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

США – Соединенные Штаты Америки

трлн – триллион

тыс. – тысяча

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

ФАО (FAO, Food and Agriculture Organization of the United Nations) - Продовольственная и сельскохозяйственная организация Объединенных Наций

ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ

ФРС – Федеральная резервная система США

ФТС – Федеральная таможенная служба

Cbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Cbonds

IFX-Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

MTVECM, TVECM – Momentum Threshold Vector Error Correction Model, Threshold Vector Error Correction Model (пороговая векторная модель коррекции ошибками)

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

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

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

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

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



