

ПРОЕКТ
от 26.09.2014

Центральный банк Российской Федерации
(Банк России)

Основные направления
единой государственной
денежно-кредитной политики
на 2015 год и период 2016 и 2017 годов

Одобрено Советом директоров Банка России 26.09.2014

Содержание

Вступительное слово Председателя Банка России	3
I. Цели и задачи денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу ...	6
II. Развитие экономики России и денежно-кредитная политика в 2014 году	9
II.1. Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики	10
II.2. Применение инструментов денежно-кредитной политики	18
II.3. Политика валютного курса Банка России	22
III. Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2015-2017 годах	25
IV. Инструменты денежно-кредитной политики в 2015–2017 годах	34
Глоссарий	38
Приложение	43
Статистические таблицы	43
Основные макроэкономические параметры	45
Сценарии макроэкономического развития	46

Вступительное слово Председателя Банка России



Ситуация в экономике и на финансовом рынке ставит перед денежно-кредитной политикой Банка России непростые задачи. Геополитические проблемы на фоне начавшегося в предыдущие годы исчерпания традиционных источников экономического роста стали серьезным вызовом для российской экономической политики в целом и денежно-кредитной политики в частности. В условиях возросшей неопределенности как никогда важно создавать четкие ориентиры для населения и бизнеса, способствуя развитию внутренних долгосрочных инвестиций и росту экономики. Устойчивый рост выпуска товаров и услуг невозможен без повышения производительности труда и модернизации технологий. А для этого, в свою очередь, необходимы структурные изменения и появление рыночных источников недорогого долгосрочного финансирования. Кредиторы будут готовы предоставлять ресурсы на длительные сроки по сравнительно низким ставкам только в том случае, если они будут уверены, что высокая инфляция не обесценит их вложения. Поэтому одним из ключевых условий для появления «длинных денег» в экономике станет закрепление инфляции на устойчивом низком уровне. В связи с этим для достижения установленной законодательством цели денежно-кредитной политики по обеспечению ценовой стабильности Банк России, как и планировалось ранее, завершает многолетний переход к режиму таргетирования инфляции.

Ценовая стабильность подразумевает достижение и поддержание устойчивых низких темпов роста потребительских цен. Низкая инфляция – это сохранение покупательной способности национальной валюты, то есть покупательной способности заработных плат и пенсий, что является необходимым условием повышения благосостояния российских граждан. Низкая инфляция – это также более предсказуемая среда для долгосрочного планирования, для принятия экономических решений. В условиях стабильных цен население не боится сберегать и сохраняет больше в национальной валюте. Сбережения, в свою очередь, являются долгосрочным источником финансирования инвестиций. Создавая основу для роста инвестиций, ценовая стабильность в итоге способствует структурным изменениям в российской экономике.

В последние годы удалось достичь определенных успехов в снижении инфляции. Однако в этом году она значительно ускорилась из-за влияния ряда непредвиденных факторов – ухудшения геополитической ситуации и связанного с ним ослабления рубля, введения внешнеторговых ограничений и неблагоприятной конъюнктуры на рынках отдельных продовольствен-

ных товаров. По прогнозам Банка России, до конца 2014 года инфляция будет превышать 7%, то есть сохранится существенно выше установленного целевого уровня 5%. В этих условиях важно продолжить проведение денежно-кредитной политики, направленной на замедление роста потребительских цен. Нашей целью является снижение инфляции до 4% в среднесрочной перспективе. Это амбициозная цель. Однако мы не стремимся достичь ее как можно скорее любой ценой. Мы намерены снижать инфляцию до целевого уровня постепенно, учитывая возможности российской экономики. По нашим оценкам, в случае, если введенные внешнеторговые ограничения будут действовать, как и объявлено, в течение года, а также при отсутствии новых негативных факторов снижение темпа прироста потребительских цен до 4% возможно в 2016 году, причем без существенного охлаждения экономики. Признавая необходимость инвестиций для поддержания здорового экономического роста, то есть не сопровождающегося ускорением инфляции, а также значимость для компаний заемных средств как источника финансирования инвестиционных проектов, Банк России применяет ряд нестандартных инструментов предоставления ликвидности банкам. В этом году к кредитам на сроки 3 и 12 месяцев добавился инструмент на срок до 1,5 лет. Весной был создан механизм предоставления трехлетних кредитов под залог облигаций или банковских кредитов на финансирование инвестиционных проектов по ставке на 1 процентный пункт ниже ключевой.

Банк России обеспечивает достижение цели по инфляции прежде всего путем воздействия на цену денег в экономике – процентные ставки. Проводя операции с кредитными организациями, Банк России непосредственно воздействует лишь на наиболее краткосрочные ставки денежного рынка, стремясь приблизить их к ключевой ставке. Данного воздействия должно быть достаточно, чтобы изменения ключевой ставки отразились на процентных ставках по кредитам и депозитам банков, которые влияют на решения о потреблении, сбережении и инвестировании и, как следствие, на показатели экономической активности и уровень инфляции. Это верно, что в России описанный выше механизм еще недостаточно развит. Последние годы мы последовательно совершенствовали систему инструментов денежно-кредитной политики, чтобы лучше воздействовать на процентные ставки денежного рынка. Наша цель – завоевать доверие участников рынка, привязать их ожидания относительно динамики процентных ставок к нашей ключевой ставке. В результате динамика процентных ставок в экономике станет зависимой в большей степени от решений в области денежно-кредитной политики и в меньшей – от прочих факторов. Это усилит воздействие мер центрального банка на экономику и поможет эффективнее достигать поставленных целей.

Банк России устанавливает уровень ключевой ставки таким образом, чтобы достичь цель по инфляции в среднесрочной перспективе. Такой подход объясняется тем, что денежно-кредитная политика влияет на экономику не сразу, а постепенно, с определенным лагом. В связи с этим при принятии решений об уровне ключевой ставки мы основываемся на прогнозе экономического развития. Непредвиденные факторы могут привести к существенным колебаниям инфляции и ее отклонениям от целевого уровня. Диапазон таких возможных отклонений оценивается Банком России в $\pm 1,5$ процентного пункта. Поскольку денежно-кредитная политика не может оказать влияние на текущие цены, необходимость реакции Банка России в случае возникновения таких непредвиденных факторов определяется исходя из оценки их влияния на цены в среднесрочной перспективе. Распространение воздействия таких факторов на широкий круг цен, ведущее к повышению инфляционных ожиданий и угрозе отклонения инфляции от цели в среднесрочной перспективе, является основанием для изменения ключевой ставки.

Важным шагом на пути повышения эффективности воздействия денежно-кредитной политики на экономику станет переход к режиму плавающего валютного курса. При плавающем валютном курсе Банк России может полностью сконцентрироваться на управлении процентными ставками и достижении цели по инфляции. При этом отказ от совершения интервенций не означает отсутствия влияния Банка России на курс рубля. Изменяя уровень ключевой ставки, Банк России воздействует в том числе и на валютный курс. Кроме того, переход к плавающему валютному курсу не означает, что Банк России перестанет следить за ситуацией на внутреннем валютном рынке. В случае появления угрозы для финансовой стабильности Банк России может осуществлять покупку или продажу иностранной валюты для стабилизации ситуации.

Еще одним важным условием устойчивого снижения темпа роста потребительских цен является формирование инфляционных ожиданий на стабильном низком уровне. Для этого центральному банку необходим высокий уровень доверия к его политике. Доверие завоевывается не только через достижение поставленных целей, но и благодаря пониманию проводимой денежно-кредитной политики. В этих целях Банк России ведет активное информационное взаимодействие с обществом.

Обозначенные особенности отражают суть режима таргетирования инфляции. Данный режим денежно-кредитной политики успешно применяется многими развитыми странами и странами с формирующимися рынками, в том числе, как показал их опыт в последние годы, в периоды повышенной экономической неопределенности. Четкое понимание конечной цели и в то же время гибкость при принятии решений в ответ на изменяющиеся условия делают таргетирование инфляции естественным выбором режима денежно-кредитной политики в непростое время. Зарубежный опыт показывает, что переход к режиму таргетирования инфляции не только способствует снижению темпов роста потребительских цен, но и оказывает благоприятное воздействие на экономический рост, что подтверждается многочисленными исследованиями. Обеспечивая низкие и стабильные темпы роста потребительских цен в рамках режима таргетирования инфляции, Банк России способствует развитию рынка долгосрочных заемных средств и создает более благоприятные условия для принятия инвестиционных решений. Таким образом мы вносим вклад в создание условий для устойчивого роста российской экономики.

Э. С. Набиуллина

I. Цели и задачи денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу

Главной целью единой государственной денежно-кредитной политики является обеспечение ценовой стабильности, что подразумевает достижение и поддержание устойчивой низкой инфляции. Ценовая стабильность необходима для повышения и сохранения на высоком уровне благосостояния российских граждан, что является конечной целью государственной экономической политики.

Банк России с 2015 года будет проводить денежно-кредитную политику в рамках режима таргетирования инфляции. **В связи с этим поставлена задача снизить инфляцию до 4% в 2016 году и в дальнейшем поддерживать ее вблизи указанного уровня.** Постоянная цель 4% определена с учетом структурных особенностей российской экономики и динамики инфляции в странах – торговых партнерах. На 2015 год сохранена цель 4,5%. В соответствии с базовым вариантом макроэкономического прогноза Банка России указанные целевые уровни являются достижимыми без создания существенных рисков для устойчивости экономического роста, несмотря на то что в конце 2014 и в первые месяцы 2015 года прогнозируются значительно более высокие темпы роста потребительских цен.

Учитывая значительную долю компонентов индекса потребительских цен, отли-

чающихся высокой волатильностью, Банк России определил также диапазон отклонений инфляции от целевого уровня в размере $\pm 1,5$ процентного пункта. Диапазон отражает наиболее вероятный масштаб колебаний инфляции в результате действия непредвиденных факторов.

Цель по инфляции определена для индекса потребительских цен (ИПЦ), измеренного по отношению к соответствующему периоду предыдущего года. Данный показатель характеризует изменение стоимости набора товаров и услуг, потребляемых средним домохозяйством, и позволяет оценить масштаб воздействия роста цен на благосостояние населения. ИПЦ является наиболее понятным и широко используемым субъектами экономики индикатором инфляции, поэтому его динамика вносит значимый вклад в формирование инфляционных ожиданий.

Денежно-кредитная политика влияет на инфляцию через процентные ставки. Стремясь ограничить свое вмешательство в процесс ценообразования на финансовом рынке, при проведении денежно-кредитной политики Банк России оказывает непосредственное воздействие только на его наиболее краткосрочный сегмент – денежный рынок. В качестве ориентира для процентных ставок денежного рынка выступает ключевая ставка Банка России, которая устанавливается исхо-

дя из перспектив достижения цели по инфляции и отражает направленность денежно-кредитной политики. Банк России стремится сблизить ставки денежного рынка с уровнем ключевой ставки, устанавливая параметры своих операций.

Необходимым условием эффективного управления процентными ставками является отказ от регулирования курса рубля к иностранным валютам. Банк России будет проводить курсовую политику в рамках режима плавающего валютного курса, переход к которому будет завершен до конца 2014 года. В последние годы Банк России осуществлял валютные интервенции исключительно для сглаживания избыточной волатильности валютного курса, не устанавливая фиксированных ограничений на его уровень и масштаб колебаний. В рамках нового режима курсовой политики Банк России отказывается от проведения операций на внутреннем валютном рынке в целях воздействия на валютный курс, за исключением случаев, когда это необходимо для поддержания финансовой стабильности. Помимо повышения управляемости ставок денежного рынка результатом перехода к режиму плавающего курса станет уменьшение чувствительности экономики к внешним шокам, адаптация к которым будет происходить за счет изменения валютного курса.

Ставки денежного рынка воздействуют на другие процентные ставки в экономике и цены финансовых активов, а также на динамику валютного курса, которые в свою очередь определяют решения экономических агентов относительно потребления, сбережения и инвестиций и в конечном итоге вносят вклад в формирование темпов роста цен. Воздействие денежно-кредитной политики на экономику происходит по нескольким каналам. Скорость реакции инфляции на изменение ключевой ставки зависит от канала и может составлять от нескольких месяцев

до двух лет. Однако в наибольшей степени эффект мер денежно-кредитной политики проявляется через год-полтора. Поэтому Банк России принимает решения по вопросам денежно-кредитной политики на основе среднесрочного макроэкономического прогноза и оценки рисков для достижения цели по инфляции. Для повышения качества экономического анализа и прогнозирования Банк России продолжит совершенствовать модельный инструментарий и внутренние процедуры принятия решений.

Основанием для изменения ключевой ставки является прогнозируемое отклонение инфляции от цели в среднесрочной перспективе, если оно носит устойчивый и продолжительный характер. **Банк России не реагирует на временное ускорение или замедление инфляции под воздействием немонетарных факторов, которые носят краткосрочный характер или являются специфическими для отдельных сегментов потребительского рынка, если в среднесрочной перспективе ожидается возвращение инфляции к целевому уровню.** При этом Банк России уделяет особое внимание анализу воздействия этих факторов на цены более широкого круга товаров и услуг, а также инфляционные ожидания. Появление временных факторов, создающих риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе, является основанием для изменения ключевой ставки.

В той мере, в которой это не препятствует достижению цели по инфляции, Банк России при проведении денежно-кредитной политики стремится сглаживать колебания показателей экономической активности и финансовых индикаторов относительно фундаментально обоснованных уровней. В частности, в случае превышения инфляцией цели скорость ее снижения будет определяться таким образом, чтобы не допустить чрезмерного охлаждения экономики. Напротив, если

инфляция будет складываться ниже целевого уровня, то скорость ее повышения определяется так, чтобы избежать чрезмерного перегрева экономики. Таким образом, циклическое замедление роста экономики при прочих равных условиях является основанием для проведения более мягкой, а циклическое ускорение – более жесткой денежно-кредитной политики.

Важную роль в формировании инфляции играют ожидания экономических агентов относительно ее дальнейшего изменения, а также динамики краткосрочных процентных ставок и других экономических индикаторов. Проведение активной информационной политики позволяет усилить влияние Банка России на ожидания и повысить эффективность мер денежно-кредитной политики. Регулярное раскрытие информации о целях деятельности Банка России и содержании принимаемых им мер, а также разъяснение широкой общественности характера инфляционных процессов в России и результатов денежно-кредитной политики способствует улучшению понимания и повышению доверия к действиям Банка России.

Наряду с ценовой стабильностью Банк России также обеспечивает стабильное функционирование и развитие банковского сектора, финансового рынка и платежной системы.

Данная цель и цель по инфляции являются равнозначными и в долгосрочной перспективе взаимодополняющими. В частности, эффективная и бесперебойная работа финансовой системы рассматривается Банком России как необходимое условие реализации государственной макроэкономической, в том числе денежно-кредитной политики. В отдельных случаях, когда одновременное достижение обеих целей затруднено, решение принимается в зависимости от ситуации на основе анализа рисков и оценки долгосрочных последствий их реализации.

При проведении денежно-кредитной политики Банк России придает большое значение развитию механизмов взаимодействия с федеральными органами исполнительной власти в области тарифного регулирования, налоговой политики, управления остатками бюджетных средств на счетах в Банке России, информационной политики. Вместе с тем успешность государственной экономической политики будет в значительной степени зависеть от мер Правительства Российской Федерации, направленных на обеспечение сбалансированности бюджета и последовательное проведение структурных реформ, что является необходимым условием формирования устойчивого долгосрочного экономического роста.

II. Развитие экономики России и денежно-кредитная политика в 2014 году

В 2014 году реализация Банком России денежно-кредитной политики осуществлялась в нестандартных условиях. События на Украине и санкции ряда стран против российской экономики оказали негативное влияние на ситуацию на внутреннем финансовом рынке, в банковском и реальном секторах.

В условиях повышения геополитической напряженности, масштабного оттока капитала с российского финансового рынка и ухудшения ожиданий экономических агентов относительно перспектив развития экономики произошло падение инвестиционного спроса, которое наложилось на структурное замедление экономического роста, начавшееся около двух лет назад. В результате состояние российской экономики в 2014 году существенно отклонилось от сценария, описанного в качестве базового в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов». Так, вместо ожидаемого ранее темпа роста ВВП на уровне около 2% в 2014 году, Банк России прогнозирует замедление экономического роста в указанный период до 0,4%.

Одновременно в силу специфики действия внешних факторов на поведение и ожидания субъектов экономики инфляционные риски существенно возросли. Курсо-

вая динамика (постепенное снижение курса национальной валюты в конце 2013 – начале 2014 года на фоне изменений в политике Федеральной резервной системы (ФРС) США и резкое ослабление рубля в марте 2014 года в условиях роста геополитической напряженности) стала фактором ускорения роста потребительских цен, нарастания инфляционных и девальвационных ожиданий экономических агентов. Годовая инфляция повысилась до 7,5% в июле с 6,1% в январе 2014 года. Введенные в августе ограничения на импорт ряда продовольственных товаров из-за рубежа привели к ускорению роста потребительских цен. Вместе с предполагаемым воздействием на инфляционные ожидания обсуждаемых изменений в тарифной и налоговой политике это может привести к сохранению высокой инфляции до конца 2014 года.

В этих условиях Банк России предпринял решительные действия. В целях ограничения инфляционных рисков была существенно повышена ключевая ставка. Наряду с временным ужесточением механизма валютных интервенций это позволило стабилизировать ситуацию на валютном рынке и предотвратить реализацию значительных рисков для финансовой стабильности. Кроме того, наметившийся рост процентных ставок по рублевым вкладам банков способствовал вос-

становлению притока средств в депозиты в национальной валюте и снижению долларизации банковских вкладов.

Проводимая Банком России умеренно жесткая денежно-кредитная политика создает предпосылки для стабилизации курсовых и инфляционных ожиданий, восстановления склонности населения к сбережениям до нормальных уровней и направлена на достижение среднесрочной цели по инфляции на уровне 4%.

II. 1. Условия реализации и основные меры денежно-кредитной политики

Внешекономические условия

В январе-августе 2014 года в мировой экономике продолжалось плавное восстановление на фоне невысокого, хотя и постепенно растущего инфляционного давления. При этом ситуация оставалась неоднородной: темпы роста ВВП и инфляции в разных странах демонстрировали существенно различную динамику.

Кроме того, в I квартале ряд негативных факторов (прежде всего неблагоприятные погодные условия в США и опасения участников рынка насчет возможного долгового кризиса в Китае, меры властей страны по сдерживанию роста закредитованности и цен на недвижимость) способствовали значительному снижению темпов роста ВВП во многих странах. Во II квартале темпы экономического роста в США и Китае повысились. Однако замедление мировой экономики в январе-марте оказалось достаточно сильным для того, чтобы прогнозы международных организаций относительно темпов роста мировой экономики в целом в 2014 году были снижены. В частности, прогноз Международного валютного фонда (МВФ) на 2014 год был снижен с 3,7 до 3,4%. Кро-

ме того, экономика еврозоны продолжала замедляться во II квартале, а текущие индикаторы деловой активности не позволяют говорить о ее ускорении в III квартале.

Несмотря на постепенный рост инфляционного давления в январе-августе 2014 года, уровень инфляции в странах – торговых партнерах России оставался низким по сравнению со средними историческими значениями вследствие слабой экономической активности. Годовая инфляция в странах – членах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в июле составила 1,9%, что было выше, чем в начале года (1,7%). Базовая инфляция сохраняется на уровне 1,9%. Однако общая стабильность цен маскировала расходящиеся тренды в разных странах.

Темпы прироста цен в США в течение рассматриваемого периода ускорялись, к августу темп инфляции за год достиг 1,7% (годом ранее – 1,5%). В еврозоне инфляция, напротив, продолжала нисходящий тренд, оставаясь на уровне значительно ниже целевого ориентира Европейского центрального банка (ЕЦБ). Так, к августу годовой прирост потребительских цен составил, по предварительной оценке, 0,4% (годом ранее – 1,3%). В этих условиях ЕЦБ дважды за рассматриваемый период, 11 июня и 10 сентября, снизил процентные ставки, а также ввел дополнительные стимулирующие меры.

Финансовые условия в январе-августе 2014 года для большинства развивающихся экономик смягчались. Долгосрочные процентные ставки и показатели ожидаемой волатильности цен в странах с развитой экономикой снизились, индексы рынка акций выросли, несколько раз обновив исторический максимум. В этих условиях приток капитала на рынки развивающихся экономик восстанавливался, несмотря на то, что они демонстрировали слабую экономическую активность, валюты большинства развиваю-

щихся стран с февраля укреплялись относительно доллара США.

Сохранение мягкой денежно-кредитной политики ФРС США и дополнительные стимулирующие меры, введенные ЕЦБ, поддерживают низкий уровень доходности на рынках заемного капитала в развитых странах.

Платежный баланс

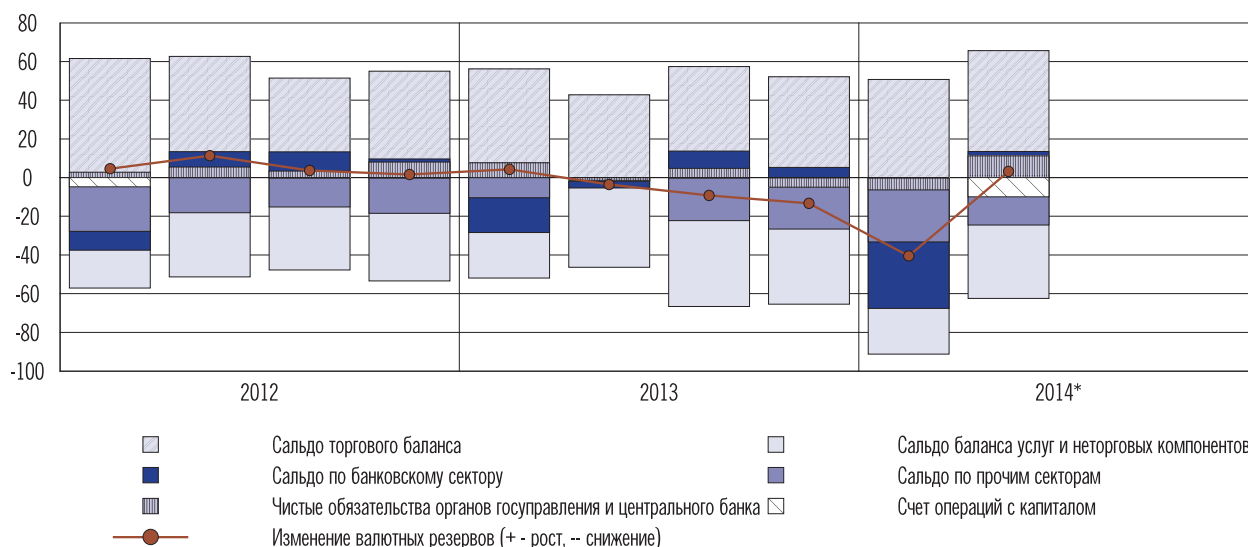
Платежный баланс Российской Федерации формировался в январе-июне 2014 года в условиях резкого роста чистого вывоза капитала частного сектора по сравнению с аналогичным периодом 2013 года. Значительный объем вывоза капитала компенсировался примерно в равных долях ростом положительного сальдо счета текущих операций и снижением валютных резервов.

На фоне сохраняющейся напряженности на Ближнем Востоке и постепенного роста спроса на нефть по мере восстановления мировой экономики средняя цена на нефть сорта «Юралс» в первом полугодии 2014 года составила 107,8 доллара США за баррель – на 0,9% выше, чем за аналогичный период предыдущего года. Устойчиво высокие це-

ны на энергоносители и снижение обменного курса рубля (реальный эффективный курс рубля в январе-июне 2014 года был на 6,4% ниже, чем в январе-июне 2013 года) способствовали росту экспорта товаров в январе-июне по сравнению с соответствующим периодом 2013 года на 1,3%, до 255,6 млрд. долларов США. Во втором полугодии 2014 года сдерживающий эффект на динамику сырьевого экспорта будут оказывать цены на нефть. Так, с июня по август 2014 среднемесячная цена нефти «Юралс» снизилась со 109,6 до 101,4 доллара США за баррель.

При этом продолжилось сокращение импорта товаров: по сравнению с первым полугодием 2013 года оно составило 5,1%, объем импорта сократился до 152,8 млрд. долл. США. Сдерживающее влияние на импорт оказывало снижение уровня деловой активности и ослабление рубля. В результате профицит торгового баланса в январе-июне увеличился по сравнению с соответствующим периодом 2013 года на 12,5% и составил 102,8 млрд. долларов США. Положительное сальдо счета текущих операций возросло на 53,6%, до 41,2 млрд. долларов США.

Динамика основных компонентов платежного баланса (млрд. долларов США)



* II квартал 2014 года - оценка.

Примечание: статьи «Сальдо по банковскому сектору» и «Изменение валютных резервов» скорректированы на сумму операций «валютный своп» Банка России с банками-резидентами и операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России; статья «Сальдо по прочим секторам» включает статью «Чистые ошибки и пропуски».

Источник: Банк России.

Отрицательное сальдо счета операций с капиталом составило 10,1 млрд. долларов США в первом полугодии 2014 года, отразив списанную в мае задолженность Северной Кореи по предоставленным СССР кредитам на 10 млрд. долларов США. В июле был также списан долг Кубы на сумму 32 млрд. долларов США. На аналогичную величину сокращались иностранные активы органов государственного управления.

В январе-июне 2014 года по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года существенно снизились объемы операций по финансовому счету платежного баланса – как в части привлечения средств нерезидентов, так и в части инвестирования за рубежом. Так, в январе-июне 2014 года чистое принятие обязательств российской экономикой уменьшилось до 2,2 со 105,3 млрд. долларов США в первом полугодии 2013 года (за счет сокращения обязательств банковского сектора на 7,6 млрд. долларов США во II квартале). Чистое приобретение активов российской экономикой составило 66,0 млрд. долларов США, сократившись по сравнению с аналогичным периодом 2013 года почти в два раза, причем на II квартал 2014 года пришлось лишь 14,8 млрд. долларов США.

В результате существенно ускорился чистый вывоз капитала частным сектором – до 71,7 млрд. долларов США (в январе-июне 2013 года – 33,5 млрд. долларов США¹). При этом основная часть вывоза капитала пришлась на I квартал, особенно на март – период максимальной неопределенности, связанной с ситуацией на Украине. Значение показателя в этом месяце составило почти 35 млрд. долларов США. Отток капитала имел преимущественно внутренний характер, значительная часть оттока была связана

с всплеском спроса на наличную иностранную валюту как со стороны населения, так и со стороны банковского сектора – только за I квартал объем вложений резидентов в наличную валюту составил порядка 20 млрд. долларов США.

Валютные резервы, учитываемые в платежном балансе, в январе-июне 2014 года сократились на 37,7 млрд. долларов США. С учетом валютной и рыночной переоценок, а также прочих изменений международные резервы Российской Федерации по сравнению с началом года уменьшились на 31,3 млрд. долларов США и на 1.07.2014 составили 478,3 млрд. долларов США.

Внутренние условия: экономический рост и инфляция

В 2014 году наблюдались более низкие темпы экономического роста, чем предполагалось в рамках базового сценария в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов» (2%). В I и II кварталах 2014 года темпы прироста ВВП составили 0,9 и 0,8% к соответствующему периоду предыдущего года соответственно. Усиление неопределенности перспектив развития российской экономики привело к сокращению инвестиционного спроса при существенном увеличении оттока капитала с внутреннего финансового рынка.

Объем вложений в основной капитал в январе-августе 2014 года сократился по сравнению с соответствующим периодом 2013 года на 2,5% (в январе-августе 2013 года – на 0,4%). Вклад валового накопления в прирост ВВП в первой половине 2014 года, по оценкам, был отрицательным. Сжатие инвестиционного спроса определило уменьшение объемов производства в строительстве (кроме жилищного), а также существенное снижение выпуска в инвестиционно-ориен-

¹ С исключением влияния операций «валютный своп» с Банком России и остатков на валютных счетах кредитных организаций в Банке России.

Структура прироста ВВП по элементам использования (процентных пунктов)



Источники: Росстат, Банк России.

тированных видах деятельности обрабатывающей промышленности.

В то же время влияние произошедшего в конце 2013 – начале 2014 года снижения курса рубля и изменений внешнеэкономической конъюнктуры на компоненты совокупного спроса было разнонаправленным.

Рост неопределенности и ослабление рубля отразились на временном снижении склонности населения к организованным сбережениям и повышению спроса на товары длительного пользования, что поддержало в марте-мае увеличение выпуска товаров, предназначенных для удовлетворения потребительского спроса. Наблюдался рост спроса со стороны населения на недвижимость. В целом расходы на конечное потребление домашних хозяйств оставались основным источником экономического роста, однако темпы их повышения в условиях замедления темпов роста реальных доходов и розничного кредитования снижались. В январе-августе 2014 года потребительские расходы населения возросли на 2,0% (в январе-августе 2013 года – на 5,4%).

Ослабление рубля привело к повышению рублевой доходности экспортных операций и ценовой конкурентоспособности продукции, направляемой на экспорт. Удорожание импортируемой продукции и ограничения

Оценки разрыва выпуска (%)

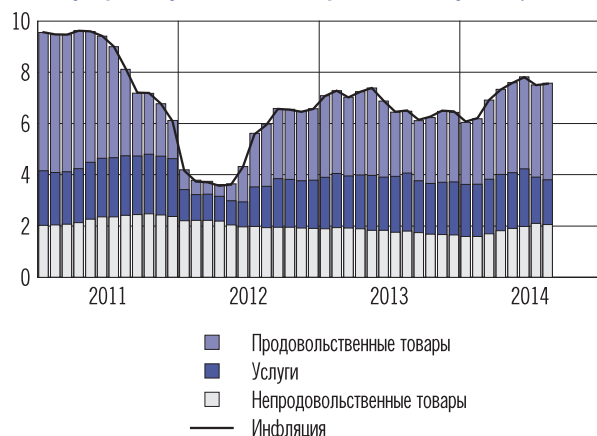


Источники: Росстат, Банк России.

со стороны спроса обусловили сокращение физических объемов импорта, что в условиях роста экспорта обеспечило положительный вклад в рост российской экономики чистого экспорта товаров и услуг.

В первом полугодии 2014 года рост ВВП обеспечивался в основном за счет увеличения валовой добавленной стоимости обрабатывающих производств, а также в секторе посреднических услуг (операции с недвижимым имуществом, финансовые услуги), в то время как вклад строительства, транспорта, оптовой торговли был небольшим или отрицательным.

В то же время в 2014 году, как и в течение нескольких предыдущих лет, сдерживающее влияние на экономический рост продолжили оказывать факторы, имеющие структурный характер. Ослабление экономической активности сопровождалось долгосрочной тенденцией к снижению предложения рабочей силы, обусловленной действием демографических факторов. В августе 2014 года уровень безработицы достиг рекордно низкого значения 4,8% (5,1% с исключением сезонного фактора). В первой половине года также проявились другие признаки увеличения дефицита рабочей силы (снизилась неполная занятость, увеличилось количество отработанных человеко-часов на одного ра-

Инфляция и ее компоненты (к соответствующему месяцу предыдущего года в процентных пунктах)

Источники: Росстат, Банк России.

ботника), что в условиях высокой загрузки производственных мощностей указывает на ограниченные возможности безинфляционного наращивания производства без повышения производительности труда и модернизации производства.

По оценкам, по итогам года объем ВВП может увеличиться на 0,4% (в 2013 году отмечался рост на 1,3%).

Замедление экономического роста в первом полугодии 2014 года носило преимущественно структурный характер. Глубина разрыва выпуска на фоне невысоких значений уровня потенциального выпуска была сравнительно небольшой (0,5–1,5%).

Как результат, понижающее влияние со стороны совокупного спроса на инфляцию было небольшим, и темпы роста потребительских цен сохранялись на повышенном уровне. Такая динамика сложилась под воздействием нескольких факторов. Ослабление рубля обусловило ускорение темпа роста цен на широкий спектр товаров и услуг. В связи с этим важно понимать причины ослабления рубля. В значительной степени они были связаны с внешними факторами: сворачиванием мер количественного смягчения ФРС и ростом неопределенности на фоне геополитической напряженности. Повышение

ключевой ставки Банка России в этих условиях способствовало стабилизации валютного рынка, снижению инфляционных ожиданий и инфляционного давления. Помимо курсовой динамики на повышение инфляции оказали влияние факторы временного действия, наблюдавшиеся на рынках отдельных продовольственных товаров. Среди них – низкий урожай отдельных видов овощей, собранный в 2013 году, повышение мировых цен на некоторые виды продуктов питания и аграрного сырья, меры по защите российских рынков от недоброкачественной импортируемой сельскохозяйственной продукции. Годовой темп прироста цен на продовольственные товары достиг в июне 9,8% против 6,5% в январе.

Темп прироста потребительских цен в июне достиг максимального значения с начала года и составил 7,8% к соответствующему периоду предыдущего года.

В июле 2014 года годовая инфляция снизилась до 7,5%, что главным образом было обусловлено меньшей, чем в 2013 году, индексацией регулируемых цен и тарифов на коммунальные услуги. Заметно замедлился рост цен на жилищно-коммунальные услуги (их вклад в скользящую годовую инфляцию снизился до 0,6 процентного пункта, в июле 2013 года он составлял 1 процентный пункт). В то же время снижение инфляции в июле происходило более медленными темпами, чем прогнозировалось, что потребовало дальнейшего повышения ключевой ставки Банка России.

В августе годовой прирост потребительских цен вновь ускорился до 7,6%, чему в некоторой степени способствовали ограничения на импорт ряда продовольственных товаров. В условиях ускорения темпов роста цен на отдельные продовольственные товары, входящие в расчет базовой инфляции, а также сохранения темпов роста цен на не-

продовольственные товары на повышенном уровне базовая инфляция повысилась и составила в августе 8,0%.

По оценкам, к концу 2014 года инфляция сохранится на уровне выше 7%. Проводимая Банком России денежно-кредитная политика может обеспечить достижение целевого уровня 4,0% в среднесрочной перспективе, несмотря на повышение инфляции во второй половине 2014 года, поскольку это повышение связано с действием временных факторов.

Финансовые условия

Процентные ставки

В 2014 году Банк России осуществлял реализацию денежно-кредитной политики посредством управления краткосрочными ставками денежного рынка: на протяжении всего периода однодневные ставки межбанковского кредитования преимущественно формировались в рамках процентного коридора Банка России (ключевая ставка ± 1 процентный пункт). В целом динамика ставок денежного рынка определялась прежде всего изменениями ставок по операциям Банка России: вслед за каждым повышением ключевой

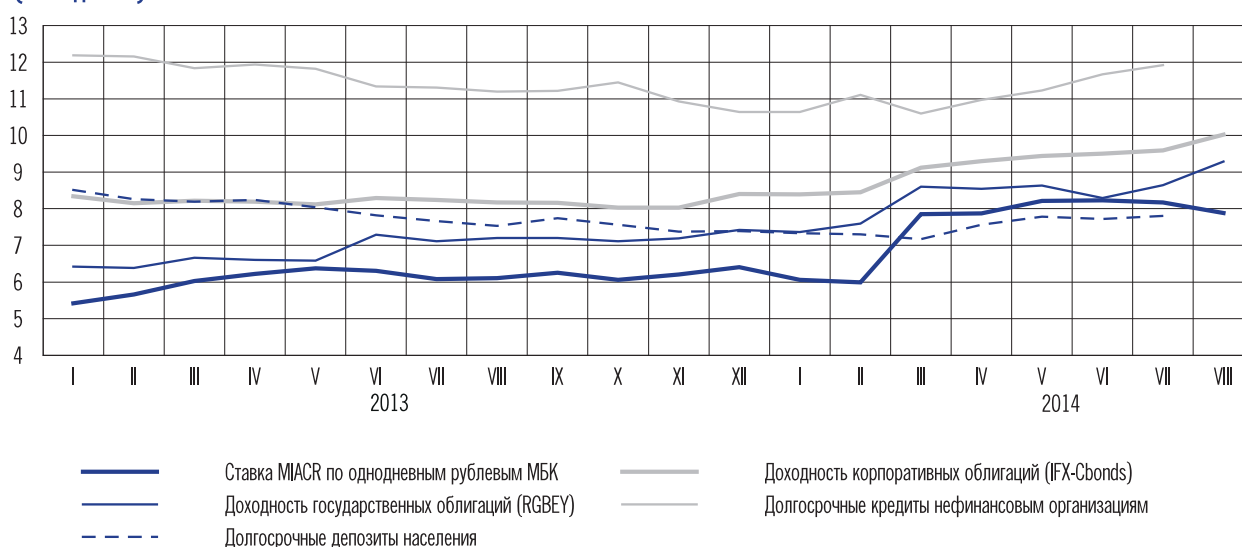
Динамика ставок и доходности на отдельных сегментах российского финансового рынка (% годовых)



Источник: Банк России.

чей ставки Банка России (в марте, апреле и июле) следовал соответствующий рост ставок денежного рынка. При этом в условиях сохраняющегося структурного дефицита ликвидности ставки денежного рынка в январе-июле 2014 года формировались преимущественно в верхней половине процентного коридора Банка России. В августе-сентябре 2014 года средний уровень однодневных ставок межбанковского кредитования находился вблизи ключевой ставки Банка России, что было связано с изменением ситуации в сегменте операций «валютный своп».

Среднемесячные показатели ставок и доходности на отдельных сегментах российского финансового рынка (% годовых)



Источники: Банк России, агентство «Сбондс.ру», ОАО Московская Биржа.

Решения Банка России в области денежно-кредитной политики оказывали влияние и на динамику доходностей государственных и корпоративных облигаций. При этом влияние на конъюнктуру рынка долговых бумаг оказывали и другие факторы, прежде всего связанные с неопределенностью внешнеэкономической ситуации: динамика трансграничных потоков капитала, новости о введении санкций в отношении России, геополитические риски, пересмотр суверенных и корпоративных рейтингов.

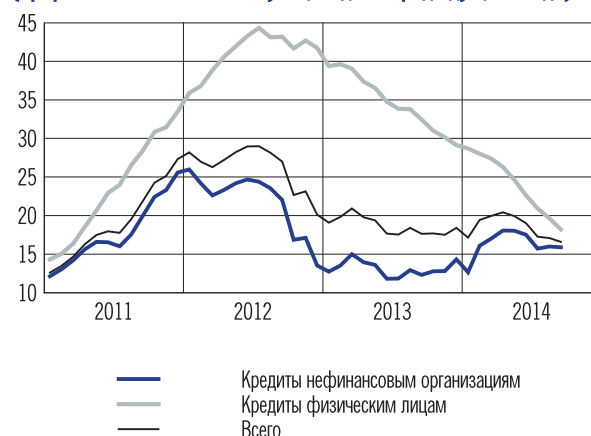
В сегменте кредитных и депозитных операций банков в 2014 году также отмечался рост ставок, связанный как с повышением ключевой ставки Банка России, так и со снижением доступности и удорожанием внешних заимствований, а также с растущими кредитными рисками, связанными с возможным увеличением просроченной задолженности по кредитам. При этом изменение ставок по операциям разной срочности было неоднородным. Так, ставка по долгосрочным депозитам населения в июле 2014 года составила 7,8% годовых, на 41 базисных пункта превысив аналогичный показатель декабря 2013 года. Ставка по краткосрочным депозитам в июле составила 6,2% годовых, почти не изменившись по сравнению с концом 2013 года.

Ставки по кредитам в 2014 году росли быстрее, чем по депозитам. Ставка по краткосрочным кредитам нефинансовым организациям за январь-июль 2014 года повысилась на 132 базисных пункта, по долгосрочным кредитам – на 128 пунктов (до 10,7 и 11,9% годовых соответственно).

Банковское кредитование

На фоне снижения темпов экономического роста и увеличения долговой нагрузки на заемщиков банки повышали требования к их финансовому положению и качеству обеспечения по кредитам. В сочетании с повышением процентных ставок и ослаблением

Кредиты реальному сектору
(прирост в % к соответствующей дате предыдущего года)



Источник: Банк России.

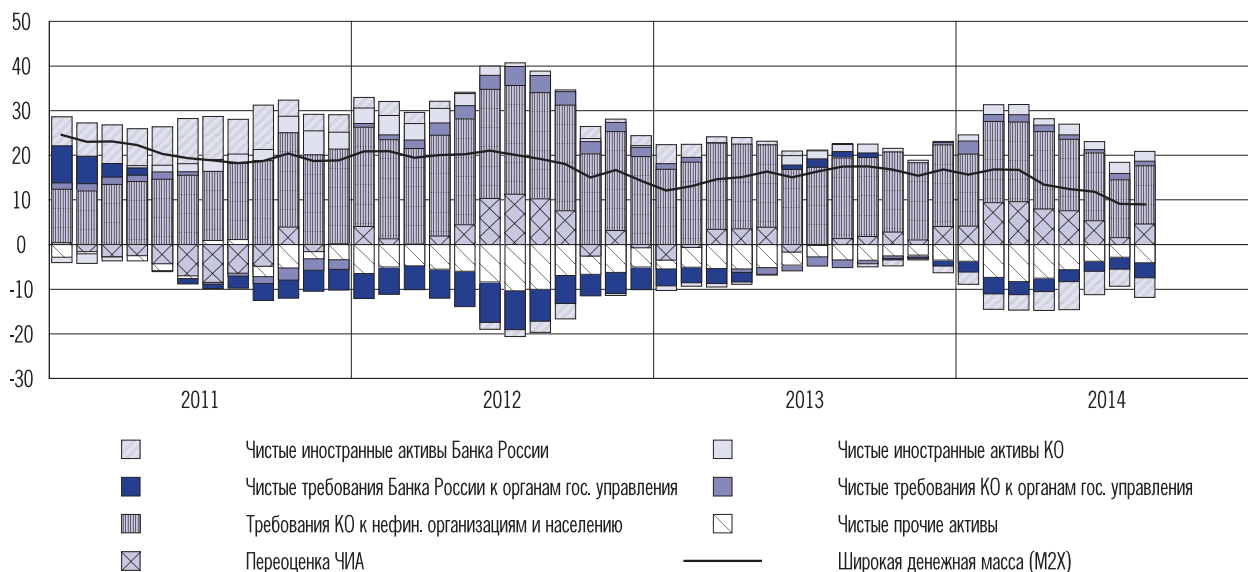
спроса на кредиты, связанным с замедлением экономического роста. Это способствовало замедлению роста кредитного портфеля банков.

В то же время ужесточение требований к заемщикам способствовало сдерживанию ухудшения качества кредитного портфеля банков. Доля просроченной задолженности в общем объеме кредитов, предоставленных нефинансовым организациям, на 1.09.2014 составила 4,5% (против 4,2% на начало года). Аналогичный показатель в сегменте кредитования населения возрос с 4,4 до 5,6%.

В 2014 году продолжалось наблюдавшееся в предшествующие годы замедление темпов роста потребительского кредитования, связанное с макропруденциальными мерами Банка России, направленными на сдерживание роста необеспеченного потребительского кредитования, а также переоценкой банками рисков кредитования населения. Это замедление частично компенсировалось ускорением роста ипотечного кредитования, но темпы роста кредитования физических лиц в целом замедлялись и на 1.09.2014 составили 18,2%, что на 10,5 процентного пункта ниже аналогичного показателя начала 2014 года.

В сегменте кредитования нефинансовых организаций в I квартале 2014 года отмечалось некоторое увеличение годовых темпов

Вклад отдельных источников в годовой прирост денежной массы (процентных пунктов)



Источник: Банк России.

роста кредитования, но оно было обусловлено преимущественно расширением кредитования организаций-нерезидентов и переоценкой валютных кредитов. Во II квартале рост кредитования нефинансовых организаций несколько замедлился.

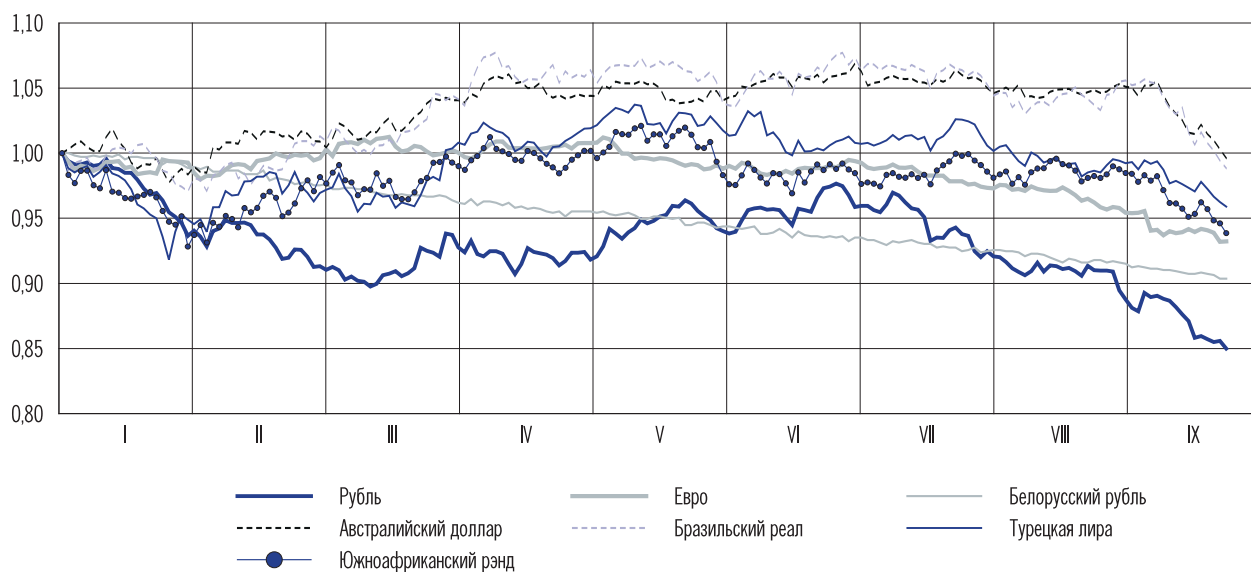
Денежное предложение и его источники

Снижение темпов роста кредитования экономики, являющегося основным источником формирования денежной массы, вело к замедлению роста денежных агрегатов. Наряду с указанным фактором этому способствовало также изменение сальдо операций с внешним сектором, выразившееся в сокращении чистых иностранных активов Банка России вследствие проведения валютных интервенций в январе-апреле 2014 года, не компенсируемое ростом чистых иностранных активов кредитных организаций. Кроме того, в 2014 году остатки на бюджетных счетах в Банке России росли быстрее, чем в предшествующем году, вследствие чего чистые требования банковской системы к расширенному правительству уменьшались.

В результате по состоянию на 1.08.2014 годовой темп прироста широкой денежной массы (агрегат M2X) составил 9,0% против 15,7% на 1.01.2014 и 17,5% на 1.08.2013.

Замедление темпов роста денежной массы сопровождалось изменением ее структуры. В условиях экономической неопределенности и номинального ослабления рубля в начале 2014 года отмечался некоторый отток средств вкладчиков из банков в сочетании с перетоком средств вкладчиков из рублевых депозитов в валютные. В результате долларизация депозитов населения, входящих в денежную массу, возросла с 19,4% на 1.01.2014 до 23,8% на 1.04.2014, долларизация депозитов организаций за тот же период увеличилась с 22,2 до 28,0%. Начиная с апреля восстановился приток средств вкладчиков в российские банки, причем прирост средств на рублевых депозитах опережал прирост средств на валютных, что способствовало постепенному снижению уровня долларизации депозитов. В этих условиях годовой прирост агрегата M2 снизился с 14,6% на 1.01.2014 до 6,2% на 1.08.2014, достигнув минимального значения с 2010 года.

Динамика индексов номинальных курсов иностранных валют к доллару США в 2014 году (1.01.2014 = 1)



Источники: Bloomberg, Банк России.

Валютный курс

В период с января по июль 2014 года произошло ослабление рубля к основным мировым валютам, при этом в отдельные периоды динамика курса рубля была подвержена воздействию как общих для валют стран с развивающимися рынками факторов, так и специфических, связанных с возрастанием геополитических рисков для России. Так, в I квартале 2014 года усиление неопределенности относительно развития ситуации на Украине и ее последствий для российской экономики, введение санкций против России рядом стран и последовавшее снижение суверенного рейтинга России агентством Standard&Poor's привели к ослаблению рубля относительно большинства мировых валют. Во II квартале 2014 года по мере стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке произошло укрепление рубля, после чего до конца рассматриваемого периода волатильность курса национальной валюты оставалась умеренной.

На 1.08.2014 стоимость бивалютной корзины составила 40,86 рубля, увеличившись на 6,9% по сравнению с началом года.

Номинальный эффективный курс рубля к валютам стран – основных торговых партнеров России снизился в июне 2014 года по отношению к декабрю 2013 года на 1%.

II.2. Применение инструментов денежно-кредитной политики

Банк России реализует денежно-кредитную политику через управление процентными ставками. При этом, стремясь ограничить свое вмешательство в рыночные механизмы ценообразования, центральный банк непосредственно воздействует лишь на наиболее краткосрочный сегмент – однодневные ставки денежного рынка. Прочие процентные ставки в экономике, включая ставки по банковским кредитам и депозитам, доходности облигаций и другие ставки финансового рынка, определяются рыночными механизмами, однако сильное влияние на их динамику оказывает изменение уровня ставок денежного рынка. Таким образом обеспечивается перенос решений в области денежно-кредитной политики на экономику.

Процесс реализации денежно-кредитной политики состоит из двух этапов. Первый – определение на основе макроэкономического прогноза уровня ставок денежного рынка, согласующегося с достижением цели по инфляции. Банк России устанавливает ключевую ставку в качестве ориентира для ставок денежного рынка. Второй – выстраивание системы инструментов и проведение операций таким образом, чтобы обеспечить сближение ставок денежного рынка с ключевой ставкой Банка России. Основой действующей системы инструментов Банка России является коридор процентных ставок, который ограничивает диапазон колебаний рыночной ставки вокруг ключевой ставки. Границы коридора заданы процентными ставками по операциям постоянного действия по предоставлению или изъятию ликвидности на срок 1 день. Ключевая ставка, задающая центр коридора, – это процентная ставка по операциям Банка России на срок 1 неделя, проводимым на аукционной основе. Предоставляя или изымая ликвидность на аукционах по ставке, близкой к ключевой, Банк России стремится обеспечивать нахождение ставок денежного рынка

вблизи центра процентного коридора. Объемы операций на аукционной основе определяются в зависимости от прогнозируемого спроса на ликвидность и ее предложения.

Основным индикатором направленности денежно-кредитной политики Банка России является уровень ключевой ставки. Банк России не смягчает и не ужесточает политику, изменяя объемы проводимых операций. Применение тех или иных инструментов денежно-кредитной политики обусловлено ситуацией с ликвидностью банковского сектора.

В январе-августе 2014 года продолжился рост структурного дефицита ликвидности банковского сектора. Как и ожидалось, одним из ключевых каналов изъятия ликвидности в этот период являлось увеличение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России, которое частично компенсировалось размещением временно свободных средств Федерального казначейства на депозиты в кредитных организациях, а ее приток был сформирован изъятием наличных денег из обращения. На фоне резкого ослабления национальной валюты в марте 2014 года в рамках действу-

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



Источник: Банк России.

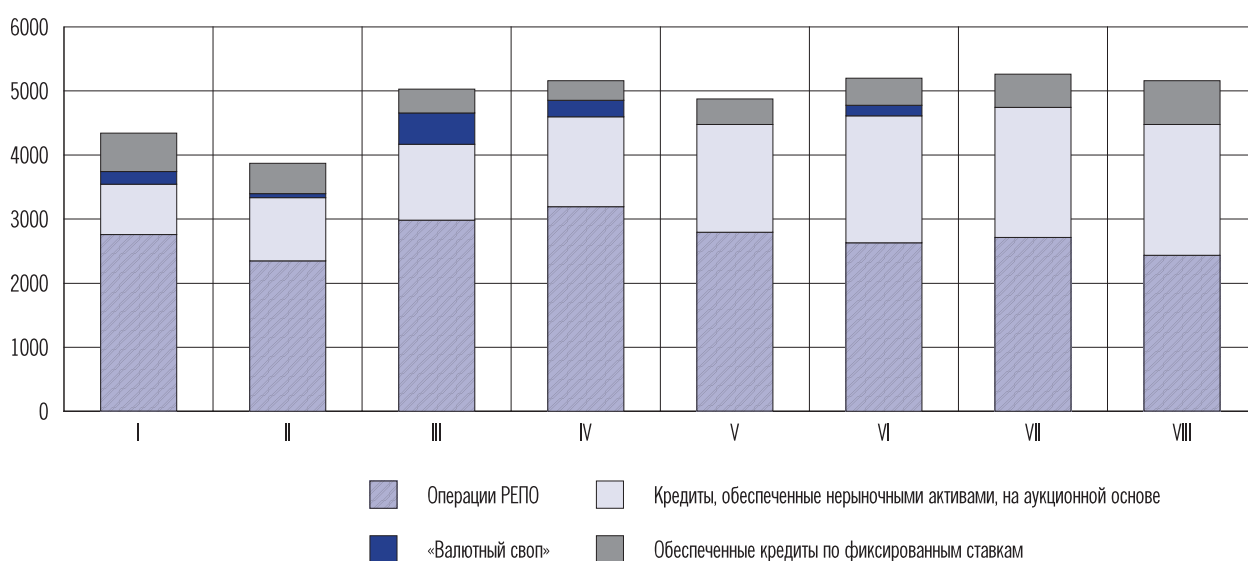
ющего механизма курсовой политики Банк России для поддержания финансовой стабильности осуществлял продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в значительном объеме. Совокупный объем данных операций за январь-июль 2014 года составил 1,5 трлн. рублей, при этом в марте – 1 трлн. рублей.

Связанный с проведением валютных интервенций резкий рост потребности в рефинансировании в марте привел к увеличению задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России на 1,1 трлн. рублей. По оценкам Банка России, сделанным в начале года, данный уровень ожидался лишь в октябре 2014 года. К началу сентября 2014 года задолженность достигла 5,2 трлн. рублей. Увеличение объема предоставления средств компенсировало отток ликвидности по валютному каналу и не указывает на смягчение денежно-кредитной политики Банка России. В результате проведения операций изменилась преимущественно структура активов Банка России: произошло увеличение доли кредита банковскому сектору и сокращение доли валютных активов.

Основной объем потребности в рефинансировании удовлетворялся в рамках операций РЕПО на срок 1 неделя, по мере необходимости в дополнение к ним проводились аукционы РЕПО «тонкой настройки». Данный инструмент введен Банком России в феврале 2014 года одновременно с прекращением ежедневного проведения аукционов РЕПО на срок 1 день. Использование указанных операций призвано компенсировать только краткосрочные существенные изменения ликвидности банковского сектора, что определяет их нерегулярный характер. Задолженность кредитных организаций перед Банком России по аукционам РЕПО в среднем за период составила 2,6 трлн. рублей, а максимальный уровень задолженности достигал 3,3 трлн. рублей.

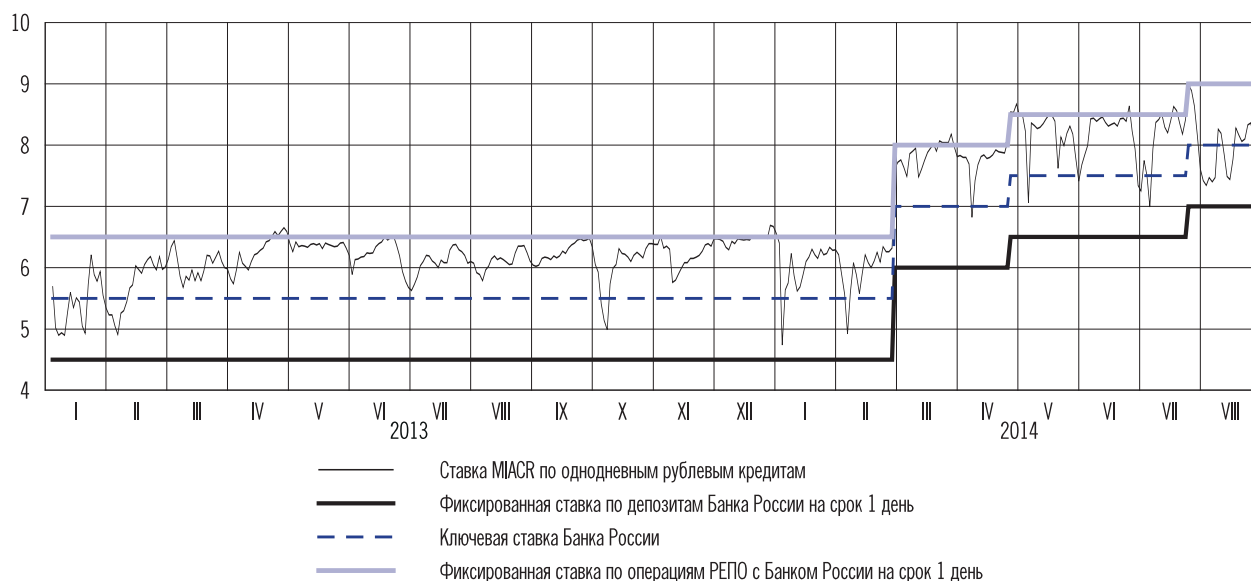
Удовлетворение растущего спроса банковского сектора на операции рефинансирования Банка России в условиях ограниченного масштаба рыночного обеспечения потребовало более существенного использования операций с другими видами активов. Банк России увеличил объем предложения и частоту проведения аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными

Структура операций рефинансирования Банка России в 2014 году
(на конец месяца, млрд. рублей)



Источник: Банк России.

Процентный коридор Банка России и ставка MIACR (% годовых)



Источник: Банк России.

активами, на срок 3 месяца. В результате на 1.09.2014 задолженность кредитных организаций по данному виду операций достигла 2,0 трлн. рублей, что позволило поддерживать задолженность по операциям РЕПО на таком уровне, который сохраняет возможности Банка России по управлению ставками денежного рынка.

Для снижения влияния растущего объема операций рефинансирования на разрыв между срочностью активов и пассивов в балансах кредитных организаций Банк России в июле 2014 года, как и в предыдущем году, провел кредитный аукцион на срок 12 месяцев. В июне 2014 года с 365 до 549 дней были увеличены максимальные сроки предоставления денежных средств по операциям постоянного действия: кредитам, обеспеченным нерыночными активами, поручительствами или золотом. Данные меры позволят кредитным организациям в случае необходимости снизить долю краткосрочных операций Банка России в пассивах.

Объем предложения денежных средств на аукционах Банка России был достаточным для удовлетворения потребности кредитных

организаций в ликвидности, что подтверждается незначительным объемом операций рефинансирования на фиксированных условиях, в основном в форме операций «валютный своп».

В условиях увеличения потребности в ликвидности банковского сектора и сохранения у отдельных кредитных организаций проблем с обеспечением ставки денежного рынка находились преимущественно в верхней половине процентного коридора Банка России. В среднем за рассматриваемый период величина спреда между ставкой денежного рынка MIACR и ключевой ставкой Банка России составила 0,55 процентного пункта. Возникающие в отдельные месяцы локальные периоды превышения ставками денежного рынка границ процентного коридора Банка России не несли существенных рисков для трансмиссии импульсов денежно-кредитной политики в экономику и были связаны с краткосрочным увеличением потребности в ликвидности, в том числе у отдельных кредитных организаций.

В целях повышения доступности для российской экономики долгосрочных кредит-

ных ресурсов в первой половине 2014 года Банк России ввел механизм рефинансирования кредитов под инвестиционные проекты² на срок до 3 лет включительно. Обеспечением по данному виду операций являются права требования по кредитам на финансирование инвестиционных проектов, отобранных в порядке, установленном Правительством Российской Федерации, а также облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России. С июля 2014 года ставка по данному виду операций установлена в размере ключевой ставки Банка России, уменьшенной на 1 процентный пункт (7% годовых). Данная программа не относится к числу инструментов денежно-кредитной политики. Предоставление банкам-участникам средств по процентной ставке ниже ключевой ставки Банка России на более длительные сроки кредитования, чем в рамках стандартных инструментов, создает дополнительные стимулы для финансирования инвестиционных проектов, способствуя, таким образом, развитию данного сегмента кредитного рынка.

II.3. Политика валютного курса Банка России

Банк России в январе-августе 2014 года продолжил осуществлять курсовую политику в рамках режима управляемого плавающего валютного курса, не устанавливая фиксированные ограничения на уровень курса национальной валюты или целевые значения его изменения. Как и в 2013 году, Банк России использовал в качестве операционного ориентира рублевую стоимость бивалютной корзины (0,55 доллара США и 0,45 евро), диапазон допустимых значений стоимости

которой задавался плавающим операционным интервалом. До 18.08.2014 ширина интервала составляла 7 рублей; 18.08.2014 Банк России осуществил симметричное расширение операционного интервала до 9 рублей.

Механизм курсовой политики предполагал возможность осуществления покупок или продаж иностранной валюты при нахождении стоимости бивалютной корзины в операционном интервале, причем внутри него выделялся «нейтральный» диапазон, в котором валютные интервенции, направленные на сглаживание волатильности курса рубля, не совершались. Корректировка границ операционного интервала осуществлялась автоматически, при достижении установленной величины накопленным объемом операций Банка России, в расчет которого не включалась величина целевых покупок и продаж иностранной валюты.

В условиях преобладания тенденции к ослаблению рубля по отношению к основным мировым валютам Банк России осуществлял в 2014 году значительные объемы валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса национальной валюты. За январь-июль 2014 года объем нетто-продажи иностранной валюты Банком России составил 40,9 млрд. долларов США, причем 11,3 млрд. долларов США были проданы 3.03.2014, когда произошло резкое возрастание спроса на иностранную валюту. В результате в рассматриваемый период границы операционного интервала были скорректированы более чем на 3 рубля, до уровней 36,40 и 43,40 рубля для нижней и верхней границ соответственно.

Ограничение отдельными странами доступа ряда российских организаций к внешним финансовым рынкам стало дополнительным фактором увеличения напряженности на внутреннем валютном рынке и способствовало ухудшению возможностей банков-

² Пресс-релиз от 25.04.2014 «О рефинансировании кредитов на инвестиционные проекты» и 29.05.2014 «О дополнении механизма рефинансирования кредитов под инвестиционные проекты».

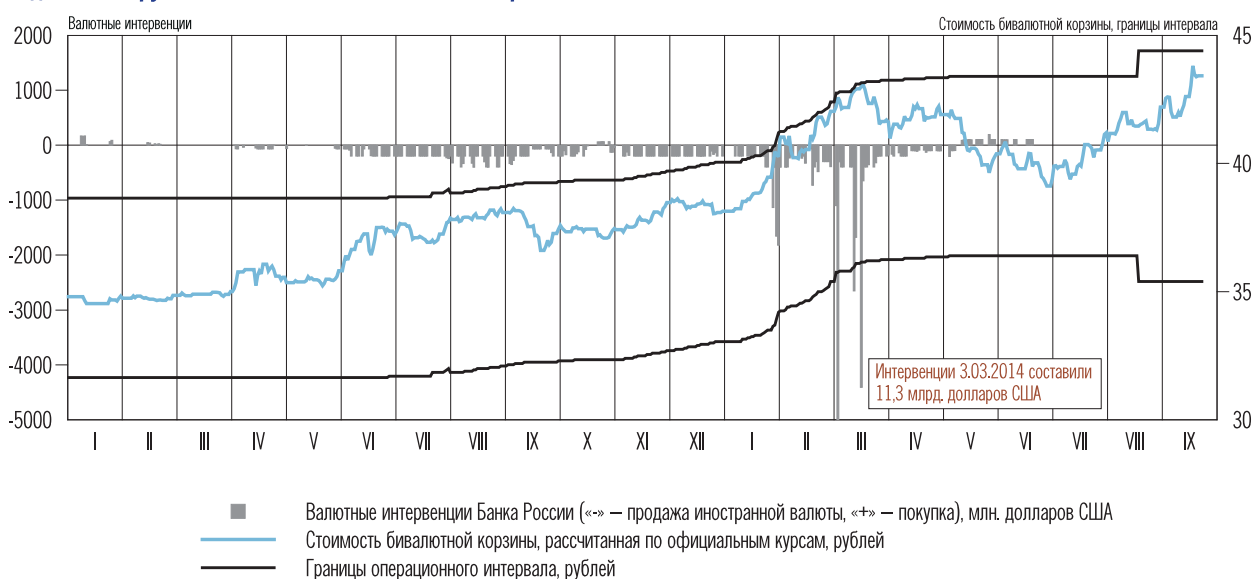
ского сектора по управлению краткосрочной валютной ликвидностью. Банк России для смягчения указанных негативных воздействий с 17 сентября 2014 года ввел операции «валютный своп» по продаже долларов США за рубли с их последующей покупкой. Новый инструмент предполагает заключение Банком России сделок «валютный своп» на срок 1 день с расчетами «сегодня/завтра» и «завтра/послезавтра» в соответствующем сегменте торгов ОАО «Московская биржа». Учитывая вспомогательный характер указанных операций, Банк России лимитировал объемы сделок с расчетами «сегодня/завтра» и «завтра/послезавтра» величинами 1 и 2 млрд. долларов США соответственно. Процентные ставки по данным операциям были установлены на фиксированном уровне 7,00% годовых по рублевой части и 1,50% годовых по валютной части. Предоставление Банком России иностранной валюты носит временный характер и направлено на уменьшение рисков нарушения стабильного функционирования внутреннего финансового рынка.

В период с 20 февраля по 20 июня 2014 года Банк России также производил корректировку объемов операций на внутрен-

нем валютном рынке в связи с перечислением по итогам 2013 года в Резервный фонд средств в иностранных валютах на эквивалент 212,2 млрд. рублей. Пополнение суверенного фонда осуществлялось проведением Федеральным казначейством покупок иностранных валют на эквивалент 3,5 млрд. рублей в день. Нестабильность ситуации на внутреннем валютном рынке привела к тому, что в период с 4 марта по 14 апреля 2014 года указанные операции приостанавливались по инициативе Министерства финансов Российской Федерации.

В рамках мер по дальнейшему повышению гибкости курсообразования Банк России 13.01.2014 снизил объем целевых валютных интервенций с 60 млн. долларов США в день до нуля и величину накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала на 5 копеек, с 400 до 350 млн. долларов США. С 3.03.2014 в связи с обострением внешнеполитической ситуации, спровоцировавшим резкое ослабление рубля, которое могло создать угрозы для устойчивости внутренних финансовых рынков, Банк России в целях стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке по-

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



Источник: Банк России.

высил величину накопленных интервенций до 1,5 млрд. долларов США. Прочие параметры механизма курсовой политики остались неизменными. Временное уменьшение гибкости курсообразования национальной валюты позволило Банку России стабилизировать ситуацию на внутреннем валютном рынке, в результате чего снизились девальвационные ожидания в экономике и не произошло существенного роста долларизации депозитов. Кроме того, указанная мера способствовала смягчению инфляционных последствий ослабления национальной валюты.

По мере уменьшения волатильности на внутреннем валютном рынке Банк России продолжил постепенное повышение гибкости курсообразования рубля, 22 мая и 17 июня 2014 года снизив объем интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса рубля, во внутренних диапазонах операционного интервала суммарно на 200 млн. долларов США. В результате корректировок внутри плавающего операционного интервала ширина диапазона, в котором Банк России не совершает валютные интервенции, направленные на сглаживание волатильности обменного курса рубля, увеличилась с 3,1 до 5,1 рубля (с уче-

том «технического» диапазона). Кроме того, 17.06.2014 Банк России уменьшил объем накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала на 5 копеек, до 1 млрд. долларов США. С 18.08.2014 Банк России произвел симметричное расширение плавающего операционного интервала с 7 до 9 рублей, установил объемы валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса рубля, во внутренних диапазонах операционного интервала равными 0 долларов США и снизил объем накопленных валютных интервенций до 350 млн. долларов США. В результате перечисленных корректировок Банк России дальше не совершает валютные интервенции, направленные на сглаживание колебаний курса национальной валюты, при нахождении стоимости бивалютной корзины внутри операционного интервала. Как и прежде, при достижении стоимостью бивалютной корзины границ операционного интервала Банк России осуществляет интервенции без ограничения по объему до тех пор, пока стоимость бивалютной корзины не окажется внутри плавающего операционного интервала в результате изменения курсов рубля к доллару США и евро или сдвига границ операционного интервала согласно правилу.

III. Сценарии макроэкономического развития и денежно-кредитная политика в 2015-2017 годах

Условия развития российской экономики на предстоящий трехлетний период будут характеризоваться высокой неопределенностью. Прежде всего, она связана с внешними факторами, к которым относится возможное изменение геополитической ситуации, неопределенность относительно продолжительности действия взаимных санкций и масштаба их влияния на российскую экономику. Помимо данного специфического фактора, существенная неопределенность сохраняется в отношении динамики традиционно значимых для России цен на нефть и другие энергоресурсы, а также дальнейшей политики денежных властей крупнейших развитых стран, определяющей внешние финансовые условия для России.

Перспективы экономического роста в среднесрочном периоде будут определяться скоростью и последовательностью необходимых структурных преобразований и способностью экономики к преодолению внутренних инфраструктурных и ресурсных ограничений, связанных в том числе с неблагоприятными демографическими тенденциями. Важный вклад в обеспечение устойчивого роста должно внести восстановление инвестиционной активности, которое создаст условия для повышения производительности экономики и увеличения эффективности на уровне отдельных отраслей и рынков.

Ключевым условием для преодоления спада инвестиций является снижение экономической неопределенности и улучшение делового климата.

В этих условиях задачей Банка России является обеспечение ценовой и финансовой стабильности, что будет способствовать формированию условий для экономического роста. В рамках реализации режима таргетирования инфляции Банк России будет стремиться обеспечить создание четких ориентиров для экономики относительно уровня инфляции. Решения по денежно-кредитной политике, направленные на достижение цели по инфляции, будут приниматься на основе оценки текущего состояния экономики и среднесрочного прогноза ее дальнейшего развития с учетом существующих внешних и внутренних рисков, которые могут оказать значительное влияние на финансовую систему и экономику в целом.

Важным каналом сглаживания воздействия негативных внешних тенденций на внутреннюю экономическую активность станет возможность изменения курса рубля в соответствии с динамикой фундаментальных факторов курсообразования в условиях режима плавающего валютного курса.

Банк России рассмотрел три сценария развития российской экономики в период 2015–2017 годов (**варианты I, II и III**),

формирующие различные условия проведения денежно-кредитной политики. В сценариях заложены различные предположения о развитии внешнеэкономической ситуации, в том числе с учетом возможных изменений параметров действия введенных в 2014 году обоюдных санкций, внешних финансовых условий, а также цен на мировых рынках энергоносителей, определяющих динамику условий торговли. В части внутренних факторов все варианты исходят из предпосылки об инерционном характере роста российской экономики в ближайшие три года. Вместе с тем предпосылки относительно принимаемых правительством мер в области налоговой политики различаются.

Вариант I, рассматриваемый в качестве базового, исходит из предпосылки о постепенном восстановлении мировой экономики, незначительном снижении цен на нефть, а также разрешении геополитических проблем и снятии в течение 2015 года большей части введенных в 2014 году взаимных санкций. Данный вариант не предполагает повышения налоговой нагрузки на экономику. Отличие варианта II от варианта I состоит в предположении об ухудшении геополитической обстановки, более длительном действии санкций, а также повышении налоговой нагрузки на экономику. Вариант III предполагает наиболее негативные с точки зрения реализации денежно-кредитной политики внешние и внутренние условия, включая стагнацию внешнего спроса и значительное ухудшение условий торговли.

Банк России определяет параметры денежно-кредитной политики с учетом необходимости обеспечения замедления инфляции до целевого уровня без создания рисков для устойчивости экономического роста. При принятии решений Банк России ориентируется на широкий спектр показателей, характеризующих инфляционное давление в экономике, прежде всего со стороны эконо-

мической активности и состояния денежно-кредитной сферы.

Базовый сценарий (вариант I), который, по оценкам Банка России, является наиболее вероятным, предполагает, что геополитические риски будут сохраняться на повышенном уровне в первой половине 2015 года и в дальнейшем постепенно снизятся. Влияние уже введенных санкций, включая ухудшение доступа к внешним финансовым рынкам для российских компаний, будет иметь пролонгированное действие. Это окажется сдерживающим фактором для роста экономики в 2015 году, действующим прежде всего на инвестиционную активность. Нормализация условий внешнеэкономической деятельности будет происходить постепенно.

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

Центральные банки развитых стран по мере восстановления мировой экономики в ближайшие годы перейдут к последовательной нормализации денежно-кредитной политики (в США – уже в середине 2015 года), что приведет к постепенному повышению процентных ставок на внешних рынках. При этом направленность политики ЕЦБ, напротив, останется выражено стимулирующей по меньшей мере в 2015 году. Увеличение стоимости заимствований, ограничение доступа к внешнему финансированию и сохранение высоких рискованных премий для Рос-

сии будут выступать факторами, сдерживающими экономический рост в 2015 году, однако в дальнейшем ожидается постепенная нормализация ситуации.

Прогнозируется сохранение в 2015–2017 годах умеренной нисходящей динамики цен на нефть на мировых рынках. Тенденция постепенного снижения цен (со 106,5 долларов США за баррель в среднем с начала 2014 года до 102,5 долларов США за баррель в среднем за год в 2017 году) будет обусловлена более быстрым расширением мирового предложения по сравнению с мировым спросом при достаточной рентабельности добычи нефти из нетрадиционных источников. Расширение мирового предложения нефти произойдет вследствие увеличения ее добычи из нетрадиционных источников в Северной и Латинской Америке и ростом экспорта с Ближнего Востока. Увеличение спроса на нефть будет сдерживаться замедлением экономического роста в странах – крупнейших импортерах (Китае, странах еврозоны), внедрением энергосберегающих технологий и переориентацией на другие виды энергии. Заметного улучшения ценовой конъюнктуры в других сегментах мировых товарных рынков, включая другие энергоносители и металлы, также не ожидается. Ограничивать увеличение спроса на энергоресурсы и металлы будет структурное замедление роста экономик крупнейших стран с формирующимися рынками, включая Китай. Снижение цен на нефть и ожидаемое отсутствие роста цен на другие значимые сырьевые товары экспорта России в сочетании с продолжением роста цен российского импорта обусловят устойчивое ухудшение условий торговли в среднесрочном периоде. Это станет фактором, ограничивающим темпы роста потенциального выпуска и экономическую динамику в России.

Бюджетная политика, осуществляемая в рамках бюджетных правил, будет вносить

небольшой положительный вклад в динамику совокупного спроса в ближайшие годы, также частично компенсируя сдерживающее влияние внешних условий на экономику и сохраняя, таким образом, контрциклический характер. При этом дополнительных значимых изменений фискальной политики, в том числе в части повышения налоговой нагрузки или изменений параметров тарифной политики, в соответствии с базовым сценарием не предполагается.

Помимо бюджетной политики на внутренние экономические условия будут оказывать влияние также параметры денежно-кредитной политики Банка России, направленной на обеспечение ценовой стабильности.

Прогнозируемый сдержанный рост потребительского спроса, стабильная динамика валютного курса и предполагаемое снижение инфляционных ожиданий при сохранении умеренно жестких денежно-кредитных условий и распределенном влиянии уже произошедшего в 2014 году замедления роста денежных и кредитных агрегатов будут обеспечивать условия для последовательного замедления инфляции. Ожидается, что после сохранения на повышенном уровне в 2014 году инфляция продемонстрирует значительное снижение в течение 2015 года. Ее замедление будет происходить на фоне исчерпания влияния шока цен отдельных групп продовольственных товаров вследствие действия введенных 2014 году ограничений на импорт, после прекращения действия которых (в III квартале 2015 года) ожидается компенсационный рост предложения со стороны ранее ушедших с рынка импортеров и заметное замедление роста цен на соответствующие товарные группы.

В целях ограничения влияния ускорения роста цен на продовольственные товары на широкий круг товаров и услуг и инфляционные ожидания Банк России будет

придерживаться умеренно жесткой денежно-кредитной политики в первой половине 2015 года для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе.

По мере стабилизации и последующего снижения инфляционных ожиданий Банк России будет рассматривать возможность смягчения политики. Причем при наличии выраженной тенденции к снижению инфляционных ожиданий выход инфляции на целевой уровень может происходить при более мягкой денежно-кредитной политике.

С учетом всех указанных факторов ожидается постепенное снижение инфляции до целевых уровней: в соответствии с базовым сценарием прогнозируется, что уровень инфляции составит 4,5–5,0% по итогам 2015 года, 3,7–4,2% в 2016 и 2017 годах, соответственно (см. Приложение «Сценарии макроэкономического развития»).

Снижение внешнеэкономической неопределенности, замедление инфляции и стабилизация инфляционных ожиданий в условиях проведения Банком России политики таргетирования инфляции создадут условия для последовательного снижения средне и долгосрочных номинальных рыночных процентных ставок и удлинения сроков предоставления средств.

С учетом предполагаемых внешних и внутренних условий развития российской экономики ожидается сохранение в 2015 году низких темпов ее роста. В дальнейшем после ожидаемой в конце 2015 года отмены санкций и восстановления доступа для российских компаний финансового и нефинансового секторов на мировые рынки капитала прогнозируется постепенное оживление экономической активности. Постепенное ускорение роста ВВП в среднесрочном периоде обеспечит приближение совокупного выпуска к потенциальному уровню при закрытии отрицательного разрыва выпуска, сформированного преимущественно за счет действия

внешнеэкономических факторов. Рост ВВП составит 0,9–1,1% в 2015 году и увеличится до 1,8–2,0% и 2,2–2,5% в 2016 и 2017 годах соответственно.

Внутренний спрос в 2015–2017 годах продолжит вносить основной вклад в рост ВВП. По мере нормализации внешнеполитической ситуации, снижения экономической неопределенности, смягчения внешних финансовых условий, замедления инфляции и улучшения ожиданий субъектов экономики будет происходить восстановление инвестиционной активности. Поддержку восстановлению роста инвестиций также должны оказать планируемые меры по финансированию инфраструктурных проектов за счет средств Фонда национального благосостояния, использование инструментов рефинансирования Банка России, направленных на стимулирование кредитования долгосрочных инвестиций, а также начало реализации крупного инвестиционного проекта в рамках долгосрочного сотрудничества с Китаем по расширению газового экспорта. Ожидается, что в 2015 году темпы роста инвестиций в основной капитал будут находиться в положительной области. В 2016–2017 годах прогнозируется дальнейшее восстановление инвестиционной активности. Ожидается, что рост инвестиций в основной капитал составит 1,4–1,6% в 2015 году и 2,5–3,5% в 2016–2017 годах.

Рост потребительского спроса, как ожидается, замедлится в 2015 году в условиях снижения темпов роста заработной платы на фоне достаточно слабой экономической активности. Сдерживающее влияние на потребительский спрос также будет оказывать динамика розничного кредитования. В 2016–2017 годах постепенное увеличение деловой активности обусловит некоторое восстановление темпов роста потребительского спроса. Его динамика будет поддерживаться умеренным ростом совокупных

трудовых доходов субъектов экономики, который будет несколько ускоряться вслед за оживлением экономической активности в 2016–2017 годах и снижением инфляции, при стабильной динамике предложения кредита. С учетом дефицита трудовых ресурсов и структурных особенностей российского рынка труда ожидается, что его адаптация к изменениям экономической активности будет происходить в первую очередь за счет динамики заработных плат при сохранении относительно стабильного уровня безработицы (4,5–5%). Темп прироста потребительского спроса будет составлять 0,7–0,9% в 2015 году и 1,6–2,6% в 2016 и 2017 годах.

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

Указанные темпы роста экспорта и импорта товаров и услуг, а также ожидаемое ухудшение условий торговли обусловят постепенное снижение положительного сальдо текущего счета платежного баланса России с более 2% к ВВП в 2014 году до около

1% ВВП в 2015–2017 годах (см. Приложение «Сценарии макроэкономического развития»).

Соответствующее изменение сальдо финансового счета будет обеспечивать сбалансированность платежного баланса при отсутствии операций Банка России на внутреннем валютном рынке. На период действия внешних санкций, ограничивающих доступ на внешние финансовые рынки определенного круга крупных компаний и обуславливающих временное ухудшение условий внешнего финансирования для широкого круга российских заемщиков, предполагается формирование тенденции снижения внешнего долга. При этом одновременно ожидается сокращение относительно предыдущих лет спроса на иностранные активы с учетом динамики доходов населения, курса рубля, соотношения внешних и внутренних процентных ставок и оценок инвесторами внешних и внутренних рисков.

Темпы роста спроса на деньги и кредит будут несколько ниже, чем в предыдущие годы, что согласуется с прогнозируемой динамикой экономической активности и инфляции. Годовые темпы прироста денежной массы (денежного агрегата М2) будут составлять 9–12%. Кредитование экономики будет основным источником роста широких денежных агрегатов, увеличиваясь сопоставимыми темпами. Сохранение стабильной ситуации на внутреннем валютном рынке и проведение предсказуемой денежно-кредитной политики создаст условия для снижения долларизации экономики. С учетом перехода к плавающему валютному курсу, а также при условии реализации бюджетной политики в рамках бюджетных правил будет происходить последовательное снижение влияния валютного и бюджетного каналов на формирование денежного предложения в ближайшие три года. Денежное предложение со стороны органов денежно-кредитного

регулирования будет формироваться преимущественно за счет операций Банка России по рефинансированию кредитных организаций, с учетом чего ожидается умеренный рост валового кредита Банка России банкам (см. также раздел IV и Приложение «Сценарии макроэкономического развития»).

Банк России ожидает, что в базовом сценарии риски для финансовой стабильности будут умеренными и введение специальных мер поддержки финансового сектора не потребуется.

Следует отметить, что базовый прогноз Банка России в целом близок по ключевым предпосылкам и ожидаемым траекториям изменения основных макроэкономических переменных к разработанному Минэкономразвития России прогнозу социально-экономического развития Российской Федерации на 2015–2017 годы (вариант 1).

Вариант II предполагает аналогичную базовому сценарию динамику внешнего спроса и цен на нефть, однако вместе с тем рассматривает возможность сохранения повышенной внешнеполитической напряженности на всем рассматриваемом периоде, в том числе пролонгированного действия обоюдных санкций и ограничений.

В данном варианте ожидается больший по величине, по сравнению с базовым сценарием, отток капитала, что будет сопровождаться соответствующей курсовой динамикой. Изменение курса рубля, с одной стороны, частично компенсирует негативное влияние внешних условий, оказывая поддержку экономической активности через изменение чистого экспорта, однако в то же время приведет к повышению инфляционного давления. Инфляционным фактором в данном сценарии также является обсуждаемое введение в 2015 году налога с продаж. Реализация этих мер приведет к разовому значительному ускорению инфляции, которое может определять рост инфляционных

ожиданий. В этих условиях в 2015–2016 годах инфляция будет находиться выше целевых значений.

Банк России будет определять параметры денежно-кредитной политики с учетом особенностей влияния отмеченных выше факторов на развитие экономической ситуации и инфляционную динамику, в том числе принимая во внимание период их действия, характер влияния на динамику спроса и предложения, ожидания экономических агентов. С учетом наличия ряда дополнительных инфляционных факторов при сохранении умеренно жесткой направленности денежно-кредитной политики ожидается постепенное снижение инфляции к среднесрочному целевому уровню, которое, однако, займет более продолжительный период, чем в базовом сценарии. Превышение целей по инфляции будет вызвано временными факторами немонетарного характера. С учетом произошедшего в 2014 году ухудшения перспектив экономического роста Банк России будет стремиться снижать инфляцию постепенно, не создавая угрозы чрезмерного торможения экономической активности.

В данном сценарии прогнозируется, что инфляция составит 6–6,5% в 2015 году, 4,5–5,0% и 4,0–4,5% в 2016 и 2017 годах соответственно. При этом предполагается, что рост ВВП будет постепенно увеличиваться, оставаясь ниже показателей базового сценария, и составит 0,8–1,0% в 2015 году, 1,4–1,6% и 1,7–2,1% в 2016 и 2017 годах соответственно.

При реализации данного сценария Банк России будет уделять повышенное внимание поддержанию финансовой стабильности. В случае возникновения признаков дестабилизации ситуации в финансовом секторе Банк России будет готов использовать дополнительные инструменты, соответствующие масштабам рисков. Среди возможных инструментов рассматриваются валютные

интервенции для стабилизации ситуации на внутреннем валютном рынке, валютное рефинансирование, беззалоговые кредиты.

Вариант III основан на предпосылках, сходных с вариантом II (в том числе в части пролонгированного действия санкций, а также параметров налоговой политики), но предполагает одновременно снижение цен на нефть, которое составит свыше 20 долларов США за баррель за 2015–2017 годы. Факторами подобного снижения могут в том числе выступить более слабые темпы роста мировой экономики (в частности, стран с развивающимися рынками, прежде всего Китая) и динамичное увеличение экспорта нефти из США и стран Ближнего Востока.

В данном сценарии бюджетная политика, основанная на действии бюджетных правил и предполагающая возможность использования средств Резервного фонда для выполнения стабилизационной функции, внесет более выраженный положительный вклад в динамику совокупного спроса. Вместе с тем ее стимулирующий эффект не полностью компенсирует сдерживающее влияние от ухудшения внешней конъюнктуры. Некоторое ослабление рубля также может смягчить действие изменения внешних условий на экономическую активность, поддерживая конкурентоспособность российских производителей и способствуя активизации импортозамещения, однако для реализации данного эффекта в полной мере потребуются относительно продолжительный период времени. В то же время такая динамика курса рубля будет вести к ускорению инфляции.

В целом сдерживающее влияние на российскую экономику, которое будет оказывать изменение условий внешнеторговой и финансовой деятельности, будет иметь больший масштаб и более устойчивый характер, чем в сценариях I и II. Денежно-кредитная политика будет проводиться таким образом,

чтобы сдерживать инфляцию и при этом не допустить чрезмерного охлаждения экономики. С учетом стимулирующей бюджетной политики и гибкого курсообразования, которые будут препятствовать значительному замедлению темпов экономического роста и углублению отрицательного разрыва выпуска, сохранение умеренно жесткой направленности денежно-кредитной политики будет поддерживать уверенность экономических агентов в национальной валюте и препятствовать оттоку средств из рублевых депозитов и росту инфляционных ожиданий. Ожидается, что баланс внешних и внутренних факторов приведет к замедлению роста экономики до уровня менее 1% в рассматриваемый трехлетний период.

Ключевой задачей Банка России будет являться обеспечение финансовой стабильности, недопущение снижения доверия к национальной финансовой системе и национальной валюте и повышения экономической неопределенности, препятствующей восстановлению устойчивого роста экономики. Банк России будет готов использовать широкий спектр инструментов, чтобы поддерживать стабильность функционирования финансовой системы.

* * *

Во всех рассмотренных сценариях возможна также реализация дополнительных рисков, которые могут повлиять на инфляционную динамику и условия проведения денежно-кредитной политики.

В частности, рисками для достижения цели по инфляции могут являться скачки цен на отдельные продовольственные товары, традиционно отличающихся высокой волатильностью. Их краткосрочные изменения могут определяться факторами со стороны предложения на внутреннем или мировом рынке в зависимости от результатов сельскохозяйственного года (урожая отдельных

культур). Значительное влияние на ценовую динамику также могут оказать возможные изменения государственной тарифной и налоговой политики.

Ускорение годовых темпов инфляции под действием указанных выше факторов, как правило, имеет краткосрочный характер, то есть по мере его исчерпания на горизонте до одного – полутора лет происходит соответствующее замедление инфляции. В этом случае уровень инфляции возвращается на траекторию, соответствующую достижению целей в среднесрочном периоде, без дополнительного изменения направленности денежно-кредитной политики. Вместе с тем важно учитывать влияние подобных факторов на динамику широкого круга ценовых показателей и инфляционные ожидания, в случае повышения которых ускорение инфляции может оказаться более продолжительным и устойчивым. В случае действия указанных разовых факторов Банк России будет принимать решение о целесообразности изменения направленности денежно-кредитной политики с учетом рисков для достижения среднесрочных целей по инфляции, принимая во внимание нежелательность усиления волатильности финансовых и экономических показателей.

Существенным риском, реализация которого может значительно повлиять на экономическую ситуацию и условия реализации денежно-кредитной политики, может быть более глубокое снижение цен на нефть. В этом случае будет происходить, с одной стороны, ускорение темпов ослабления рубля, а с другой стороны – существенное снижение экономической активности, вплоть до отрицательных темпов роста экономики. В случае если сформируется долгосрочная тенденция к снижению цен на нефть, замедление роста отечественной экономики будет носить в том числе и структурный характер. В этих условиях стимулирование экономической актив-

ности мерами денежно-кредитной политики может оказаться непродуктивным.

Другим фактором, который может усугубиться с учетом расширения действия формальных и неформальных ограничений доступа российского корпоративного сектора к внешним финансовым рынкам либо быть расширенным следствием реализации указанного выше сценария падения цен на нефть, является усиление оттока капитала из российской экономики. Форсированное погашение внешнего долга компаний и банков и сохранение оттока капитала частного сектора в ближайшие годы на уровне, сопоставимом с 2014 годом, приведут к более выраженному снижению экономической активности (в результате падения инвестиционного и потребительского спроса в условиях сокращения прибыли и других доходов). Одновременно будет наблюдаться усиление рисков для ценовой и финансовой стабильности, в первую очередь из-за ослабления рубля и ухудшения ожиданий. При этом динамика обменного курса рубля может характеризоваться уменьшением чувствительности к изменениям внутренних процентных ставок, в том числе ключевой ставки Банка России, что в краткосрочном периоде может обусловить снижение действенности денежно-кредитной политики по данному каналу и препятствовать достижению целей по инфляции.

В указанных выше случаях денежно-кредитная политика Банка России будет направлена на обеспечение ценовой и финансовой стабильности. В целях обеспечения устойчивости финансовой системы, сохранения доверия к ней и недопущения развития неблагоприятных вторичных эффектов изменения внешних условий, в том числе через ожидания субъектов экономики, Банк России будет готов использовать широкий спектр инструментов, включая возможные операции на внутреннем валютном рынке. Направлен-

ность денежно-кредитной политики будет определяться исходя из оценки характера замедления роста экономики, состояния финансовой системы, ожидаемого эффекта переноса динамики валютного курса и влияния снижения деловой активности на динамику потребительских цен. При этом важным фактором будет являться изменение инфляционных ожиданий. Если следование политике инфляционного таргетирования повысит доверие к способности Банка России обеспечивать достижение целевых ориентиров, при прочих равных условиях будет возможным

поддержание более мягкой направленности денежно-кредитной политики.

Банк России на регулярной основе будет осуществлять оценку и уточнение параметров прогноза макроэкономического развития, которые могут оказать влияние на решения в области реализации денежно-кредитной политики для достижения установленных целевых ориентиров. Соответствующая информация будет оперативно представлена в публикуемом ежеквартально Докладе о денежно-кредитной политике Банка России.

IV. Инструменты денежно-кредитной политики в 2015–2017 годах

Банк России устанавливает ключевую ставку на основе среднесрочного макроэкономического прогноза и оценки рисков для достижения цели по инфляции. Ключевая ставка определяет направленность денежно-кредитной политики и выступает в качестве ориентира для процентных ставок «овернайт» денежного рынка. Банк России стремится сблизить ставки денежного рынка и уровень ключевой ставки, устанавливая параметры своих операций. Решения Банка России в области применения и развития инструментов напрямую не зависят от варианта сценарных условий, исходя из которых Банк России устанавливает ключевую ставку, и принимаются на основе анализа и прогноза состояния ликвидности банковского сектора, а также особенностей функционирования российского денежного рынка.

В 2015–2017 годах ожидается увеличение структурного дефицита ликвидности банковского сектора на 0,3–0,8 трлн. рублей¹ ежегодно. Потребность в рефинансировании будет формироваться прежде всего за счет роста наличных средств в обращении в среднем в размере 0,3–0,5 трлн. рублей.

Банк России продолжит реализацию мер по увеличению потенциала рефинансиро-

вания в рамках операций РЕПО. Расширение Ломбардного списка будет происходить за счет включения в него новых выпусков ценных бумаг, соответствующих установленным требованиям. Наряду с этим меры Банка России в области развития финансового рынка будут способствовать увеличению его емкости. В частности, Банк России в рамках своей компетенции будет содействовать развитию механизмов секьюритизации, которое должно происходить при активном участии кредитных организаций.

В условиях прогнозируемого увеличения структурного дефицита ликвидности в 2015–2017 годах направления развития системы инструментов денежно-кредитной политики будут определяться двумя ключевыми факторами. С одной стороны, потребность банков в рефинансировании с высокой вероятностью будет расти быстрее, чем объем ценных бумаг в их портфелях. В целях снижения нагрузки на рыночное обеспечение Банк России продолжит наращивать объемы предоставления ликвидности с использованием других видов активов. С другой стороны, рост задолженности кредитных организаций по операциям рефинансирования может привести к дальнейшему увеличению разрыва между срочностью их активов и пассивов. В этих условиях Банк России будет стремиться ограничить такое влияние

¹ Подробные данные представлены в таблице «Прогноз показателей денежной программы на 2015–2017 годы».

структурного дефицита ликвидности на балансы кредитных организаций.

Банк России продолжит проведение операций рефинансирования на длительные сроки под залог нерыночных активов, поручительств, золота. Применение данных инструментов позволит поддерживать задолженность по основным операциям на уровне, при котором Банк России может наиболее эффективно управлять ставками денежного рынка. Кроме того, проведение указанных операций рефинансирования позволит решить проблему, связанную с воздействием структурного дефицита ликвидности на срочность пассивов кредитных организаций.

Основным инструментом рефинансирования на нестандартные сроки останутся ежемесячные аукционы по предоставлению кредитов на срок 3 месяца по плавающей процентной ставке, привязанной к ключевой ставке. При необходимости Банк России может также проводить аналогичные операции на срок 12 месяцев. Максимальные объемы предоставления средств на кредитных аукционах будут устанавливаться таким образом, чтобы по возможности не допускать резких колебаний задолженности банков по данным операциям. В качестве вспомогательного инструмента Банк России будет применять операции постоянного действия на сроки от 2 до 549 дней под залог нерыночных активов, поручительств, золота. Во взаимодействии с банковским сообществом Банк России продолжит совершенствовать процедуры проведения операций на длительные сроки.

Банк России планирует дополнить систему инструментов денежно-кредитной политики операциями своп с золотом с использованием металлических счетов на сроки от 1 до 7 дней на аукционной основе и на срок 1 день по фиксированной процентной ставке. В настоящее время передача золота в залог по обеспеченным кредитам

Банка России предполагает его физическую поставку. Проведение операций своп с золотом с применением биржевых технологий будет способствовать повышению удобства использования данного вида обеспечения для кредитных организаций и увеличения потенциального объема рефинансирования.

Банк России также рассмотрит возможность введения операций «валютный своп» на аукционной основе на сроки от 1 до 7 дней, которые будут использоваться наряду с операциями РЕПО на аналогичные сроки для управления краткосрочными ставками денежного рынка.

В случае резкого роста напряженности на денежном рынке и появления угроз для стабильности его функционирования Банк России не исключает возможности использования кредитов без обеспечения. Банк России будет применять данный инструмент, только если потенциал рефинансирования с помощью стандартных инструментов окажется исчерпанным. При возникновении потребности в необеспеченных операциях они будут носить нерегулярный характер и проводиться лишь до тех пор, пока банковский сектор не нарастит достаточный объем активов, принимаемых Банком России в качестве обеспечения. В рамках базового варианта макроэкономического прогноза Банк России оценивает вероятность применения данного инструмента в предстоящий трехлетний период как минимальную.

Наряду с операциями рефинансирования и абсорбирования ликвидности важным элементом системы управления ставками денежного рынка являются обязательные резервные требования. В 2015 году Банк России планирует синхронизировать график периодов усреднения обязательных резервов с графиком проведения основных аукционных операций. Кроме того, Банк России продолжит постепенное повышение коэффициента усреднения обязательных резервов.

Это позволит банкам эффективнее адаптироваться к колебаниям уровня ликвидности, в том числе посредством перераспределения средств на межбанковском рынке, и будет способствовать снижению волатильности ставок денежного рынка.

Одновременно с развитием системы инструментов денежно-кредитной политики Банк России продолжит реализацию мер в смежных областях в целях совершенствования операционной процедуры.

Банк России продолжит работу по повышению степени взаимной согласованности параметров проведения операций денежно-кредитной политики, работы платежной системы и финансовых рынков. При этом Банк России будет уделять существенное внимание разработке комплекса мер по совершенствованию платежной инфраструктуры, в том числе синхронизации работы платежной системы и операций Банка России. Это будет способствовать расширению возможностей кредитных организаций по урегулированию внутридневного дисбаланса потоков, а также уменьшению воздействия крупных платежей на уровень ликвидности банковского сектора.

В целях сглаживания влияния на ликвидность банковского сектора сезонных тенденций, обусловленных главным образом неравномерностью расходования бюджетных средств, Банк России продолжит сотрудничество с Федеральным казначейством по вопросам управления остатками бюджетных средств на счетах в Банке России. Проведение Федеральным казначейством аукционов по размещению временно свободных средств на депозиты кредитных организаций будет способствовать повышению эффективности реализации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики. Данная практика хорошо зарекомендовала себя в последние годы.

Наряду с инструментами денежно-кредитной политики, воздействующими на экономику на агрегированном уровне, Банк России продолжит использовать специальные программы рефинансирования для стимулирования отдельных сегментов кредитного рынка, развитие которых сдерживается структурными факторами. Банк России будет на постоянной основе осуществлять мониторинг результатов реализации указанных программ и в случае необходимости корректировать их параметры.

Банк России также введет новый механизм предоставления ликвидности («линий ликвидности») для банков, которым будут установлены нормативы краткосрочной ликвидности в соответствии с требованиями Базеля III.

Банк России придает большое значение разъяснению кредитным организациям и другим участникам финансового рынка действующей операционной процедуры, а также особенностей применения инструментов денежно-кредитной политики. При этом важную роль будет играть наличие обратной связи с участниками рынка и возможность обсуждения с ними принимаемых Банком России решений. Повышение уровня понимания и доверия к проводимой политике будет способствовать формированию стабильных ожиданий относительно процентных ставок межбанковского рынка, уменьшению их волатильности, а также улучшению переноса изменений в уровне ставок по операциям Банка России на другие процентные ставки в экономике, что является важнейшим элементом трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

Операции с иностранной валютой

Банк России до конца 2014 года завершит переход к режиму плавающего валютного курса. После этого Банк России прекратит использование интервала допустимых

значений рублевой стоимости бивалютной корзины (операционного интервала), но будет готов осуществлять интервенции на внутреннем валютном рынке в случае возникновения угроз для финансовой стабильности, в том числе связанных со значительным ростом волатильности курса рубля. Подобные операции будут носить нерегулярный характер и рассматриваются Банком России как исключительная мера.

В этих условиях динамика курса будет формироваться под влиянием рыночных факторов, что будет способствовать улучшению адаптации экономических агентов как в реальном, так и в финансовом секторах экономики России к изменениям внешнеэкономической конъюнктуры. Так, укрепление национальной валюты на фоне позитивного внешнего воздействия (например, при росте цен экспортируемых товаров) снижает риски «перегрева» экономики, а ее ослабление, в свою очередь, при возникновении негативного шока оказывает поддержку отечественным производителям, смягчая коррекцию совокупного выпуска товаров и услуг за счет увеличения объемов экспорта и замещения импортной продукции произведенной в России. Таким образом, плавающий валютный курс полноценно действует как встроенный стабилизатор экономики.

Определяя направленность проводимой денежно-кредитной политики, Банк России будет принимать во внимание влияние курсовой динамики на инфляцию и деловую активность, а также учитывать в своих прогнозах возможное влияние уровня процентных ставок в экономике на предпочтения российских и иностранных инвесторов, отражающееся на курсе национальной валюты. При этом, поскольку механизм курсовой политики в последние годы уже предполагал лишь сглаживание чрезмерных колебаний обмен-

ного курса, а не воздействие на устойчивые тренды, Банк России не ожидает существенного возрастания влияния курса на инфляцию.

Повышение гибкости курсообразования является важным условием эффективной реализации режима таргетирования инфляции, а также позволит усилить действенность процентной политики Банка России. При этом учитывая достигнутую в предыдущие годы высокую степень гибкости курсообразования, Банк России также не ожидает значительного увеличения волатильности курса рубля. Более того, благодаря большей последовательности и прозрачности денежно-кредитной политики в рамках режима таргетирования инфляции, можно ожидать снижения волатильности на финансовых рынках, в том числе на валютном рынке, что подтверждается мировым опытом. Между тем существенная роль в курсовой динамике трансграничных потоков капитала, подверженных резким и труднопредсказуемым колебаниям вслед за изменением настроений участников финансовых рынков, обусловит необходимость дальнейшего развития рынка производных финансовых инструментов для управления курсовым риском.

Банк России сохранит возможность проведения на внутреннем валютном рынке интервенций, связанных с пополнением или расходованием Министерством финансов Российской Федерации и Федеральным казначейством суверенных фондов. Данные операции Банка России позволяют транслировать на внутренний валютный рынок спрос или предложение иностранной валюты со стороны указанных ведомств. Равномерное распределение объемов позволит ограничить влияние указанных операций на динамику курса рубля.

Глоссарий

Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора

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

Базовая инфляция

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

Бивалютная корзина

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

Валовой кредит Банка России

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

Денежная масса (денежный агрегат М2)

Сумма наличных денег в обращении и безналичных средств нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации, на счетах до востребования и срочных счетах, открытых в банковской системе в валюте Российской Федерации.

Долларизация депозитов

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

Задолженность по операциям рефинансирования Банка России

Включает кредиты, предоставленные Банком России под залог ценных бумаг, нерыночных активов, поручительств, золота, операции РЕПО, а также сделки «валютный своп».

Индекс потребительских цен (ИПЦ)

ИПЦ характеризует изменение во времени общего уровня цен на товары и услуги, приобретаемые населением для непроизводственного потребления. Рассчитывается Федеральной

службой государственной статистики как отношение стоимости фиксированного набора товаров и услуг в ценах текущего периода к его стоимости в ценах предыдущего (базисного) периода. ИПЦ рассчитывается на основе данных о фактической структуре потребительских расходов и поэтому является основным индикатором стоимости жизни населения.

Индекс номинального эффективного курса рубля

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

Индекс реального эффективного курса рубля

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

Индекс условий банковского кредитования

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

Контрактная кредитная линия ликвидности центрального банка

Контрактная кредитная линия ликвидности центрального банка (Contractual committed liquidity facilities) – инструмент рефинансирования центрального банка, за счет которого, согласно методологии Базеля III, может быть расширен объем высоколиквидных активов в юрисдикциях с недостаточным объемом ликвидных активов. Согласно Базелю III, к данным инструментам не относятся обычные кредитные линии. Контрактная кредитная линия представляет собой специальное соглашение, удовлетворяющее определенным требованиям: срок кредитной линии должен быть более 30 дней; она должна быть безотзывной; плата по данному инструменту должна взиматься вне зависимости от фактического использования денежных средств.

Ключевая ставка Банка России

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

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 гра-

ницы, симметричные относительно ключевой ставки, формируются процентными ставкам и по операциям постоянного действия на срок 1 день (депозитным операциям и операциям рефинансирования).

Ликвидность банковского сектора

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

Направленность денежно-кредитной политики

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

Нерыночные активы, принимаемые в обеспечение по кредитам Банка России

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

Неценовые условия банковского кредитования

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

Операция «валютный своп»

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

Операции на открытом рынке

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

Операции постоянного действия

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

Операция РЕПО

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

Плавающая процентная ставка по операциям Банка России

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

Потенциальный выпуск

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

Процентный коридор

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

Разрыв выпуска

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

Режим плавающего валютного курса

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

Режим таргетирования инфляции

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

Средняя ставка по межбанковским кредитам

Средняя ставка операций по предоставлению российскими банками кредитов другим банкам. Рассчитываются ставки по всем межбанковским кредитам (ставка MIACR), кредитам, предоставленным российским банкам с инвестиционным кредитным рейтингом (ставка MIACR-IG) и кредитам, предоставленным российским банкам со спекулятивным кредит-

ным рейтингом (ставка MIACR-B). Спред между ставками MIACR-B и MIACR-IG является одним из индикаторов оценки кредитного риска участниками межбанковского кредитного рынка.

Средства на счетах расширенного правительства

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

Структурный дефицит ликвидности банковского сектора

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

Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики

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

Усреднение обязательных резервов

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

Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором

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

Чистый кредит Банка России кредитным организациям

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

Широкая денежная масса (денежный агрегат M2X)

Включает все компоненты денежного агрегата M2 и депозиты в иностранной валюте резидентов Российской Федерации (организаций и физических лиц), размещенные в банковской системе Российской Федерации.

Приложение

Статистические таблицы

Таблица 1

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

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

¹ Без учета плодоовощной продукции.

Источники: Росстат, Банк России.

Таблица 2

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

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

¹ Без учета плодовоовощной продукции.

Источники: Росстат, Банк России.

Основные макроэкономические параметры

Таблица 1

Макроэкономические индикаторы

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

	ВВП ¹	ИВВЗД ²	Промыш- ленное про- изводство	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузооборот транспорта	Оборот розничной торговли	Оборот оптовой торговли	Инвестиции в основной капитал	Реальные располагаемые денежные до- ходы населения	Реальная зарплата	Уровень безработицы (в % к ЗАН)
2012												
Январь		3,8	3,6	2,5	8,5	5,5	7,5	4,9	16,3	0,4	10,5	6,3
Февраль		5,8	6,8	3,9	4,6	4,5	8,3	6,7	16,0	2,7	12,1	6,2
Март	4,9	3,0	3,2	4,9	2,9	4,5	7,8	2,7	10,6	3,2	9,0	6,3
Апрель		3,9	2,3	5,0	4,5	2,7	7,0	5,1	8,4	1,4	11,1	5,6
Май		4,5	3,3	4,7	5,4	0,1	7,6	6,6	13,9	5,4	12,4	5,2
Июнь	4,3	3,0	1,5	3,3	4,0	-0,4	7,7	3,7	9,3	7,7	10,2	5,2
Июль		3,1	3,6	-3,7	1,0	1,8	6,2	9,9	10,2	0,8	8,1	5,2
Август		2,9	4,4	-4,2	1,2	4,2	5,3	4,1	6,2	8,2	6,0	5,0
Сентябрь	3,0	0,1	2,3	-8,6	-5,2	6,0	5,3	1,8	1,2	4,8	4,7	5,0
Октябрь		2,0	3,5	-14,7	6,6	1,6	4,7	3,0	9,4	3,7	7,1	5,1
Ноябрь		1,4	3,3	-9,5	0,6	1,9	5,0	-1,5	2,9	9,1	6,7	5,2
Декабрь	2,0	1,8	2,8	1,4	1,6	2,4	5,0	-2,2	-0,1	5,5	5,0	5,1
2013												
Январь		1,3	-0,4	1,6	1,4	-1,6	4,5	2,1	2,9	0,6	5,4	6,0
Февраль		-1,0	-3,1	1,5	0,3	-2,5	3,1	-1,6	0,3	5,9	3,3	5,8
Март	0,8	1,2	-0,1	1,2	0,2	-1,3	4,5	0,8	-2,0	9,1	5,1	5,7
Апрель		1,3	1,1	0,8	-3,7	0,3	4,3	4,4	-0,5	8,0	8,5	5,6
Май		0,4	-0,5	0,6	1,7	0,4	3,4	-0,6	0,1	-0,7	4,7	5,2
Июнь	1,0	0,1	1,7	1,2	-7,9	-0,5	3,8	-1,0	-2,9	1,6	5,3	5,4
Июль		1,7	0,8	5,4	6,1	-0,3	4,5	-2,0	2,4	4,0	6,4	5,3
Август		0,0	-0,2	3,2	-3,1	0,6	4,2	-2,6	-1,8	3,4	6,8	5,2
Сентябрь	1,3	1,2	1,3	1,7	-2,9	1,9	3,2	1,1	-1,3	-0,2	6,3	5,3
Октябрь		2,2	1,0	21,9	-3,6	6,2	3,3	0,4	-0,1	5,1	5,4	5,5
Ноябрь		2,7	2,8	10,2	-0,3	0,7	4,1	2,7	0,4	1,1	4,1	5,4
Декабрь	2,0	0,7	0,4	1,4	-3,0	2,5	3,5	3,1	0,6	2,1	2,7	5,6
2014												
Январь		-0,5	-0,2	0,8	-5,4	3,3	2,7	-3,3	-7,0	-0,5	5,2	5,6
Февраль		1,1	2,1	1,0	-2,4	1,1	4,0	-0,7	-3,5	0,5	4,6	5,6
Март	0,9	0,4	1,4	1,3	-3,1	0,4	4,1	-3,9	-4,3	-6,9	3,8	5,4
Апрель		0,6	2,4	1,8	-2,8	-0,7	2,8	-5,3	-2,7	2,0	3,2	5,3
Май		0,7	2,8	1,8	-5,4	1,3	2,2	-4,8	-2,6	6,6	2,1	4,9
Июнь	0,8	0,0	0,4	1,4	1,2	2,8	0,8	-5,4	0,5	-2,8	2,1	4,9
Июль		0,3	1,5	8,5	-4,6	0,4	1,2	-5,7	-2,0	2,5	1,4	4,9
Август			0,0	4,6	-3,4	-1,3	1,4		-2,7	3,9	1,4	4,8

¹ Квартальные данные.

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

Источник: Росстат.

Сценарии макроэкономического развития

Таблица 1

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

	2013 (факт)	2014 (оценка)	2015			2016			2017		
			Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III
Цена на нефть марки "Юралс", долл. за баррель	108,3	106,5	104,8	104,8	99,5	103,1	103,1	90,8	102,5	102,5	86,5
Валовой внутренний продукт	1,3	0,4	1,0	0,9	0,5	1,9	1,5	0,3	2,3	1,9	0,4
Инфляция, на конец года	6,5	7,5	4,5-5,0	6,0-6,5	6,0-6,5	3,7-4,2	4,5-5,0	4,5-5,0	3,7-4,2	4,0-4,5	4,0-4,5
Денежная масса в национальном определении	14,6	5,5-6,0	9,0-11,0	9,0-11,0	7,0-9,0	9,0-11,0	9,0-11,0	5,0-7,0	10,0-12,0	10,0-12,0	5,0-7,0
Денежная база в узком определении	8,6	4,5-5,0	5,0-7,0	5,0-7,0	3,0-5,0	5,0-7,0	5,0-7,0	0,0-2,0	5,0-7,0	5,0-7,0	0,0-2,0
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	17,1	12,0-13,0	9,0-11,0	9,0-11,0	8,0-10,0	10,0-12,0	10,0-12,0	6,0-8,0	11,0-13,0	10,0-12,0	6,0-8,0

Таблица 2

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

	2013 (факт)	2014 (оценка)	2015			2016			2017		
			Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III
ВВП	1,3	0,4	1,0	0,9	0,5	1,9	1,5	0,3	2,3	1,9	0,4
Расходы на конечное потребление домашних хозяйств	3,5	1,6	0,8	0,8	0,8	1,7	1,6	0,6	2,1	2,2	0,6
Валовое накопление	4,7	2,2	0,8	0,7	0,6	1,9	1,8	0,4	2,5	2,6	0,4
валовое накопление основного капитала	-6,1	-9,5	1,8	0,9	-1,1	3,5	1,8	-1,2	5,1	2,5	-0,5
Чистый экспорт	-0,1	-2,5	1,5	0,8	-0,9	2,5	1,5	-0,5	3,5	2,1	0,5
экспорт	5,7	23,9	0,1	1,3	2,4	-2,7	-0,8	2,9	-6,2	-2,8	1,8
импорт	4,2	0,2	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1	1,0	1,5	1,4	1,4
	3,7	-6,0	1,1	0,8	0,5	2,1	1,6	0,5	3,5	2,5	1,3

Таблица 3

Прогноз платежного баланса Российской Федерации на 2015-2017 годы
(млрд. долларов США)

	2013 (факт)	2014 (оценка)	2015			2016			2017		
			Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III
Счет текущих операций	32	55	37	50	32	26	41	14	15	43	2
Торговый баланс	180	195	184	191	173	179	184	158	176	187	148
Экспорт	523	517	516	516	497	521	520	488	526	525	484
Импорт	-343	-322	-332	-325	-324	-342	-336	-330	-350	-338	-336
Баланс услуг	-59	-59	-66	-66	-65	-71	-65	-66	-77	-64	-66
Экспорт	70	71	72	70	70	73	73	71	79	78	74
Импорт	-129	-130	-138	-136	-135	-144	-138	-137	-156	-142	-140
Баланс первичных и вторичных доходов	-89	-81	-81	-76	-76	-82	-78	-78	-84	-80	-80
Счет операций с капиталом	0	-10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом	32	45	37	50	32	26	41	14	15	43	2
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-54	-86	-37	-50	-32	-26	-41	-27	-15	-43	-12
Сектор государственного управления и центральный банк	6	4	-2	-2	-2	3	0	0	3	0	0
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-61	-90	-35	-48	-30	-29	-41	-27	-18	-43	-12
Изменение валютных резервов («+» — снижение, «-» — рост)*	22	41	0	0	0	0	0	13	0	0	10

* В сценариях вар. I и вар. II предполагается отсутствие в 2015–2017 гг. изменений валютных резервов за счет операций по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем рынке Банком России как в рамках проведения курсовой политики (с учетом перехода с 2015 года к режиму плавающего валютного курса), за счет использования (пополнения) средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (ФНБ), а также за счет операций с драгоценными металлами и доходов от управления резервными активами. В альтернативном сценарии (вар. III) предполагается снижение валютных резервов за счет операций по использованию средств Резервного фонда в рамках действующих бюджетных правил, в том числе на покрытие дефицита бюджета с учетом снижения нефтегазовых доходов.

Таблица 4

Прогноз показателей денежной программы на 2015-2017 годы
(трлн. рублей)*

	1.01.2014 (факт)	1.01.2015 (оценка)	1.01.2016			1.01.2017			1.01.2018		
			Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III	Вариант I	Вариант II	Вариант III
Денежная база (узкое определение)	8,6	9,0	9,5	9,5	9,4	10,0	10,0	9,5	10,7	10,6	9,6
— наличные деньги в обращении (вне Банка России)	8,3	8,7	9,2	9,2	9,0	9,7	9,7	9,1	10,3	10,1	9,2
— обязательные резервы	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Чистые международные резервы	16,1	15,0	14,9	14,9	15,0	14,9	14,9	14,5	14,9	14,9	14,2
— в млрд. долларов США	492	457	457	457	457	457	457	444	457	457	434
Чистые внутренние активы	7,5	6,0	5,4	5,4	5,6	4,9	4,9	5,0	4,2	4,4	4,6
Чистый кредит расширенному правительству	-7,1	-7,2	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-6,6	-7,1	-7,1	-6,2
— чистый кредит федеральному правительству	-5,5	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,2	-5,7	-5,7	-4,8
в том числе											
— средства Резервного фонда и ФНБ в рублевом эквиваленте**	-5,2	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,0	-5,5	-5,5	-4,6
— остатки средств консолидированных бюджетов субъектов РФ и государственных внебюджетных фондов на счетах в Банке России	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4
Чистый кредит банкам	3,2	5,3	5,9	5,9	5,7	6,4	6,4	5,8	7,1	6,9	6,0
— валовой кредит банкам	5,0	7,0	7,7	7,7	7,5	8,3	8,3	7,6	9,1	9,0	7,8
— в том числе требования по операциям рефинансирования***	4,5	6,3	7,0	7,0	6,8	7,6	7,6	6,9	8,4	8,2	7,1
— корреспондентские счета и депозиты кредитных организаций в Банке России (свободные резервы)	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,8	-2,0	-2,0	-1,8
Прочие чистые неклассифицированные активы	-3,7	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,4

* Показатели программы, рассчитываемые по фиксированному обменному курсу, определены исходя из официального курса рубля на начало 2014 года.

** В сценариях вар. I и вар. II предполагается отсутствие в 2015-2017 гг. изменений валютных резервов за счет операций по покупке или продаже иностранной валюты на внутреннем рынке Банком России как в рамках проведения курсовой политики (с учетом перехода с 2015 года к режиму плавающего валютного курса), за счет использования (пополнения) средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (ФНБ), а также за счет операций с драгоценными металлами и доходов от управления резервными активами. В альтернативном сценарии (вар. III) предполагается снижение валютных резервов за счет операций по использованию средств Резервного фонда в рамках действующих бюджетных правил с одновременным увеличением величины чистого кредита расширенному правительству на соответствующую величину в рублевом эквиваленте.

*** Включают требования по обеспеченным кредитам, операциям РЕПО, сделкам «валютный своп».