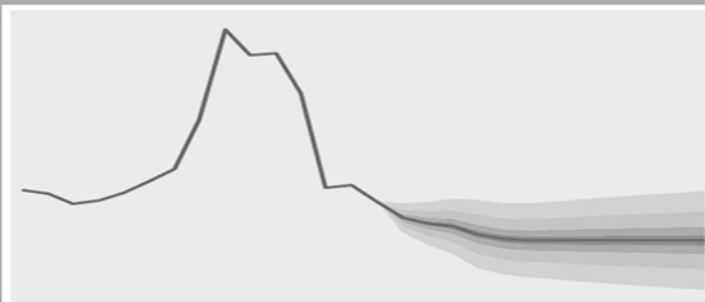




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



4%

№ 1  
МАРТ 2017

ДОКЛАД  
О ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ  
ПОЛИТИКЕ

МОСКВА

## УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

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

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

Благодарим за содействие.

Доклад подготовлен по статистическим данным на 23.03.2017.  
Для прогнозных расчетов дата отсечения данных – 23.03.2017.

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

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

# Содержание

РЕЗЮМЕ .....	3
1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ .....	5
Внешние условия .....	5
Внутренние финансовые условия .....	8
Экономические условия .....	12
Инфляция .....	17
2. ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ .....	23
Базовый сценарий .....	23
Сценарий с ростом цены на нефть .....	28
Рисковый сценарий .....	29
Риски среднесрочного прогноза .....	30
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	32
Динамика основных статей платежного баланса России в IV квартале 2016 года .....	32
Прогноз платежного баланса на 2017–2019 годы .....	34
Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов .....	37
О немонетарных факторах инфляции .....	39
Изменения в системе инструментов денежно-кредитной политики и иные меры Банка России .....	41
Статистические таблицы .....	43
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....	51
ГЛОССАРИЙ .....	52
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ .....	60



## РЕЗЮМЕ

Новые статистические данные и ряд событий, произошедших с момента публикации декабрьского выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (далее – Доклад), повлияли на оценку текущей ситуации, а также на среднесрочный прогноз и учитывались Банком России при принятии решений по ключевой ставке в начале 2017 года.

Во-первых, годовая инфляция снижается быстрее, чем прогнозировалось. В феврале годовая инфляция снизилась до 4,6% и, по оценке, за первые 20 дней марта составила 4,3%. Темпы роста потребительских цен уже близки к целевому значению. Продолжилось снижение инфляционных ожиданий. Динамика инфляции и инфляционных ожиданий стала одним из основных факторов снижения ключевой ставки Банком России в марте 2017 г. на 25 б.п., до 9,75% годовых. Кроме сдерживающего влияния внутреннего спроса, вклад в снижение инфляции внесли укрепление рубля и высокие запасы продовольственной продукции вследствие высокого урожая в 2015–2016 годах. Для ограничения инфляционных рисков, связанных с инерцией инфляционных ожиданий, чрезмерно быстрым уменьшением склонности населения к сбережению, волатильностью мировых товарных и финансовых рынков, а также для закрепления инфляции вблизи целевого уровня 4% Банк России сохранит умеренно жесткую денежно-кредитную политику.

Во-вторых, снижение инфляции не препятствует восстановлению экономики. Обновленные Росстатом данные о динамике ВВП в 2015–2016 гг. свидетельствуют, что спад в указанный период был менее глубоким, а оживление экономической активности началось раньше, чем предполагалось согласно исходной статистике. Это позволяет говорить, что российская экономика оказалась несколько более устойчивой к внешним шокам. По оценкам Банка России на основе новых данных, восстановление ВВП началось уже во II квартале 2016 г., а не во втором полугодии, как предполагалось ранее, и в 2017 г. продолжится. В то же время пересмотр данных существенно не затронул показатели потребительского спроса. Он оставался достаточно слабым, оказывая сдерживающее влияние на динамику инфляции.

Рост производства и импорта товаров инвестиционного назначения, а также опросы компаний свидетельствуют о том, что длительная инвестиционная пауза завершилась. В I квартале 2017 г. ожидается переход к росту инвестиций в годовом выражении. Его поддержит и постепенное снижение степени жесткости денежно-кредитных условий.

В ожидании роста спроса компании увеличивают запасы. Эти ожидания должны оправдаться в текущем году. В динамике показателей потребительского спроса прослеживаются признаки его восстановления. Потребление домашних хозяйств будет постепенно увеличиваться. При этом стимулы к сбережениям в целом сохранятся на фоне положительных реальных процентных ставок. Учитывая, что увеличение доходов и спроса последует за ростом производства, это не создаст дополнительного инфляционного давления. Динамика спроса будет оставаться фактором, сдерживающим инфляцию.

В-третьих, в январе Минфин России объявил о планах проведения операций на валютном рынке в рамках переходного бюджетного правила, а в феврале приступил к их проведению. Влияние данных операций на валютный рынок и курсовую динамику было сложно оценить на первом этапе, учитывая неопределенность в отношении их воздействия на курсовые и инфляционные ожидания. Для того чтобы ограничить возможные краткосрочные инфляционные риски, Банк России в феврале, наряду с сохранением ключевой ставки на уровне 10%, ужесточил риторику пресс-релиза. В феврале и марте операции Минфина России не оказали существенного влияния на конъюнктуру

валютного рынка в условиях, когда в основном преобладали факторы в пользу укрепления рубля; в результате указанные риски не реализовались.

В-четвертых, договоренности стран-экспортеров об ограничении добычи нефти в значительной мере выполняются, что сложно было с определенностью предполагать в декабре 2016 г., когда они были только заключены. Это стало фактором роста цен на нефть в начале 2017 г. и продолжит оказывать им поддержку до середины года, когда вопрос о продлении соглашений должен быть снова рассмотрен. Потенциал роста цен на нефть под влиянием указанных договоренностей ограничен, учитывая ожидаемое ускорение роста добычи сланцевой нефти в США в ответ на рост нефтяных цен. С учетом этого, а также в связи с неопределенностью в отношении продления ограничений добычи Банк России, придерживаясь консервативного подхода, закладывает в прогноз постепенное снижение цены на нефть до \$40 за баррель к концу 2017 г. и ее сохранение вблизи этого уровня в последующие годы. Вместе с тем среднегодовая цена на нефть в 2017 г. сложится на уровне около \$50, что заметно выше \$40 за баррель, заложенных в предыдущий прогноз. Более высокие доходы от внешнеэкономической деятельности, наряду с действием указанных выше внутренних факторов, внесут вклад в восстановление экономической активности в России в 2017 году. При этом вероятное снижение цен на нефть во второй половине года не прервет восстановительной динамики, а лишь временно замедлит ее, учитывая, что восстановительные процессы уже набрали силу, а экономика продемонстрировала достаточно высокую устойчивость к внешним шокам.

По итогам 2017 г. в базовом сценарии ожидаются темпы роста ВВП в интервале 1–1,5%, в 2018–2019 гг. – в интервале 1–2%. В дальнейшем увеличение ВВП темпами, превышающими 1,5–2% в год, возможно только в случае проведения активной государственной структурной политики. Банк России также продолжает рассматривать сценарии, предполагающие дальнейший рост цены на нефть или ее существенную коррекцию вниз. Данные сценарии представлены в текущем выпуске Доклада. Их анализ необходим в первую очередь для учета возможных рисков изменения хода событий, предполагаемого в базовом сценарии.

В базовом сценарии ожидается, что инфляция достигнет целевого уровня 4% в 2017 году. Денежно-кредитная политика будет направлена на то, чтобы обеспечить устойчивое закрепление инфляции вблизи этого уровня в дальнейшем. Банк России будет оценивать динамику инфляции и экономики относительно прогноза и допускает возможность постепенного снижения ключевой ставки во II–III кварталах текущего года.

# 1. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ

## Внешние условия

Внешние экономические условия для России в декабре 2016 – марте 2017 г. формировались на фоне относительно благоприятной ситуации на сырьевых рынках, сложившейся во многом благодаря заключению соглашения о сокращении добычи странами – поставщиками нефти и его последующему исполнению. Наряду с усилением процессов восстановления в мировой экономике, это способствовало повышению оптимизма глобальных инвесторов, а также снижению индикаторов волатильности и восприятия риска на мировых финансовых рынках. Некоторое повышение волатильности носило эпизодический характер и было связано главным образом с сохранением неопределенности относительно мер экономической политики вступившего в должность президента США Д. Трампа, а также его неоднозначной риторикой в отношении перспектив снятия санкций с России (рис. 1.1, 1.2).

Соблюдение соглашения о сокращении объемов добычи от 10 декабря 2016 г. оказало существенное повышательное давление на цены энергоносителей в первые месяцы 2017 года. В результате цена на нефть марки Urals в январе-феврале составила около \$53 за баррель, существенно превысив уровень \$40 за баррель, заложенный в базовый сценарий Банка России в декабрьском выпуске Доклада о денежно-кредитной политике (далее – Доклад)<sup>1</sup>. Соблюдение договоренностей способствует восстановлению равновесия спроса и предложения на мировом рынке нефти, которое, по оценкам международных энергетических агентств, ожидается уже в I квартале текущего года (рис. 1.3). Дальнейшая динамика цен на нефть

<sup>1</sup> В середине декабря 2016 г. сохранялась высокая неопределенность относительно того, будут ли страны – экспортеры нефти придерживаться достигнутых договоренностей. Поэтому Банк России сохранил предпосылку о цене на нефть \$40 за баррель.

будет зависеть от ряда факторов. Восстановление буровой активности и расширение добычи в США будет оказывать понижающее давление на цены. Кроме того, сохраняется неопределенность относительно продления соглашения об ограничении добычи странами – поставщиками нефти. Отказ от него и возобновление добычи в прежних объемах может стать причиной коррекции цен на нефть. С учетом этого Банк России в базовом сценарии развития экономи-

Рисунок 1.1

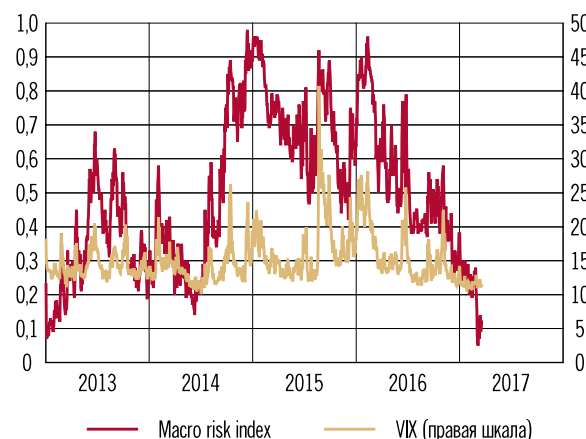
### Мировые фондовые индексы (январь 2013 г. = 100%)



\* См. Глоссарий.  
Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.2

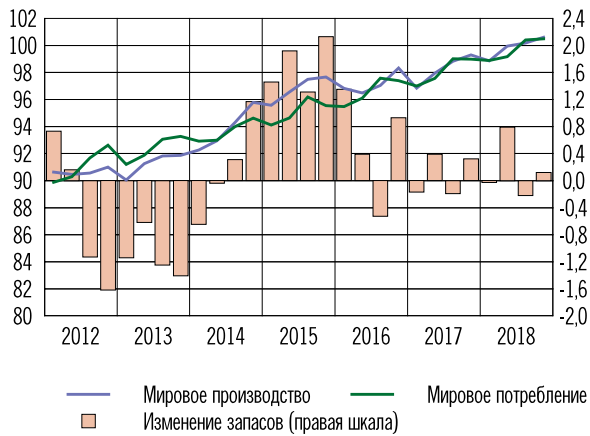
### Индикаторы волатильности и восприятия инвесторами уровня риска на мировых финансовых рынках (пунктов)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 1.3

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



Источник: Министерство энергетики США.

ки сохраняет консервативный подход и закладывает нисходящую траекторию цены на нефть марки Urals в 2017 году. Предполагается ее сохранение на текущем уровне в ближайшие месяцы и снижение до уровня, близкого к \$40 за баррель, к концу 2017 года.

Рост цен на нефть и улучшение настроений инвесторов способствовали оживлению интереса международных инвесторов к СФР и возобновлению притока капитала в них. При этом снижение страновой премии за риск для России было более значительным, чем в других СФР на фоне улучшения ситуации в российской экономике, а также в связи с пересмотром вверх прогноза по международному рейтингу России (рис. 1.4, 1.5)<sup>2</sup>. В этих условиях российские банки довольно успешно справляются с выплатами по внешнему долгу, а компаниям в значительной мере удается его рефинансировать.

Данные факторы, а также значительные продажи валютной выручки экспортерами оказывали поддержку курсу рубля, что, в свою очередь, вносило вклад в снижение инфляции. Некоторое сдерживающее влияние на масштаб укрепления рубля в этот период оказывали начавшиеся в феврале операции Минфина России по покупке валюты на внутреннем рын-

<sup>2</sup> В первой половине февраля в динамике премии за риск для России имела место незначительная коррекция вверх на фоне заявлений лидеров США и европейских стран о продлении санкций в отношении России. Период коррекции был непродолжительным, и повышательная динамика вскоре прекратилась.

Рисунок 1.4

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

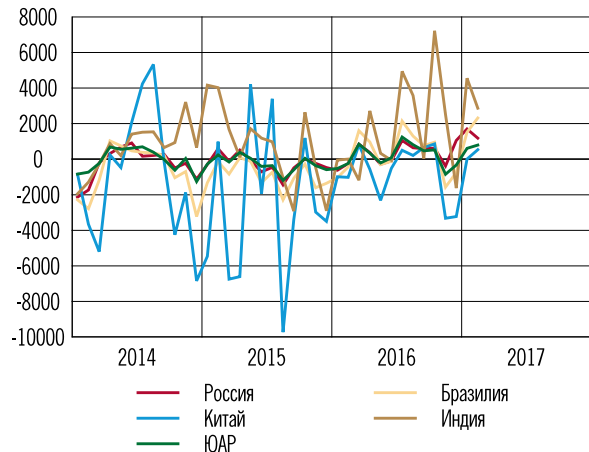


\* Средний CDS-спред по странам с формирующимися рынками рассчитан по Бразилии, Китаю, Турции, Мексике, Малайзии.

Источники: Bloomberg, расчеты Банка России.

Рисунок 1.5

### Динамика потоков портфельных иностранных инвестиций в страны БРИКС (млн долл. США)



Источник: EPFR Global.

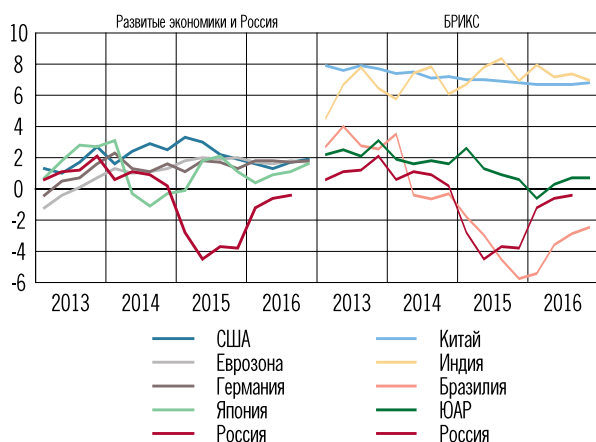
ке с целью пополнения суверенных фондов (подробнее – см. врезку «Бюджетная политика»). Объявление Минфина России о проведении данных операций первоначально вызвало кратковременную коррекцию курса рубля, что было связано с усилением курсовой неопределенности. В дальнейшем, по мере публикации данных об объемах покупок и проведения операций Минфином России, указанный эффект был исчерпан и снова стали преобладать описанные выше факторы укрепления рубля.

Как и в мировой экономике в целом, в динамике экономик стран – торговых партнеров в конце 2016 – начале 2017 г. прослеживались повышательные тенденции. С учетом этого Банк России несколько улучшил оценку их агре-



Рисунок 1.6

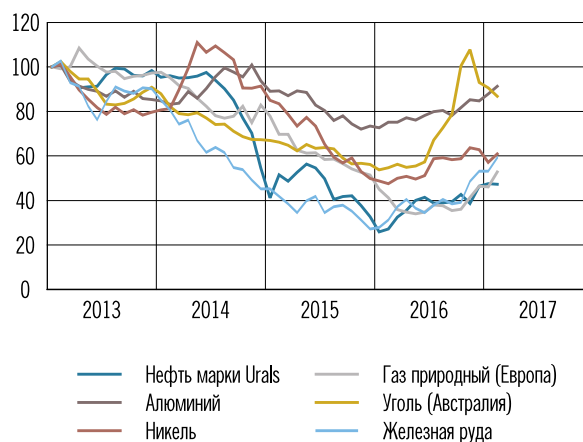
### Темпы прироста ВВП в ключевых развитых и развивающихся экономиках (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

Рисунок 1.7

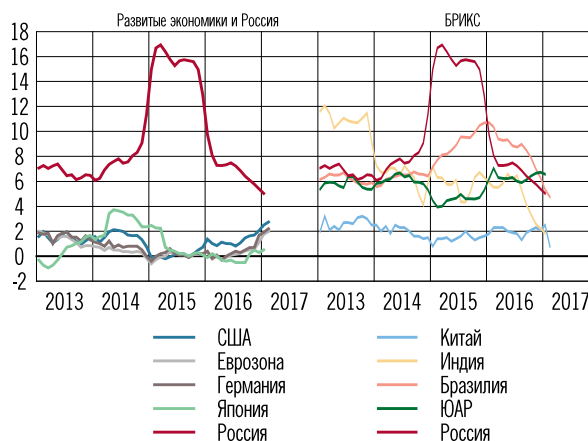
### Динамика мировых цен на основные товары российского экспорта (январь 2013 г. = 100%)



Источники: Всемирный банк, данные Reuters (цена на нефть марки Urals).

Рисунок 1.8

### Темпы инфляции в ключевых развитых и развивающихся экономиках (в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: национальные статистические агентства, Bloomberg.

гированного роста и ожидает, что в 2017 г. он немного превысит 2%. При этом, как и ранее, между странами с развитыми и развивающимися рынками сохранится заметная неоднородность (рис. 1.6).

Постепенное восстановление глобального спроса, а также рост цен на энергоносители в декабре 2016 г. и первые месяцы 2017 г. оказывали поддержку ценам и на других товарных рынках. Цены на основные товары российского экспорта в этот период постепенно восстанавливались. Исключением был только уголь, цена которого продолжала корректироваться после скачка, связанного со значимым снижением производства в Китае в осенние месяцы 2016 г. (рис. 1.7). В условиях повышения цен снижение положительного сальдо текущего счета в IV квартале 2016 г. замедлялось существенно меньшими темпами, чем ранее (подробнее – см. приложение «Динамика основных статей платежного баланса России в IV квартале 2016 года»).

Вслед за ценами на энергоносители росли цены на топливо и удобрения. Это, в свою очередь, оказывало повышательное давление на цены продовольствия (сахар, зерновые). Однако на внутренних ценах в России эти процессы практически не отразились, в том числе благодаря укреплению рубля в конце 2016 – начале 2017 года.

В то же время в ряде стран – торговых партнеров России повышение цен на сырьевых

рынках в сочетании с некоторым оживлением деловой активности привело к заметному ускорению инфляции, создавая предпосылки для ужесточения денежно-кредитной политики центральными банками (рис. 1.8). В США дополнительным фактором в пользу этого стало увеличение инфляционных ожиданий в связи с возможной реализацией программы фискального стимулирования экономики и сохранением неопределенности относительно ее масштабов. В этих условиях ФРС США в марте повысила базовую ставку до 0,75–1% и намерена продолжать постепенную нормализацию денежно-кредитной политики в дальнейшем.

## Внутренние финансовые условия

Внутренние финансовые условия в российской экономике в декабре 2016 – марте 2017 г. формировались под влиянием умеренно жесткой денежно-кредитной политики Банка России, направленной на снижение инфляции при сохранении возможностей для экономического роста и поддержания устойчивости финансовой системы. При этом решения Банка России об уровне ключевой ставки, а также сигналы о перспективах ее изменения в ближайшем будущем воздействовали на поведение и ожидания участников финансового рынка на всех его сегментах, оказывая влияние на формирование кривой доходности.

Переход к структурному профициту ликвидности, как и ожидалось, не оказал существенного влияния на жесткость денежно-кредитных условий. Этому способствовало в том числе проведение Банком России операций абсорбирования ликвидности, позволившее поддерживать краткосрочные ставки денежного рынка вблизи ключевой ставки Банка России (рис. 1.9). При этом ситуация с валютной ликвидностью несколько улучшилась в связи с притоком валюты по текущему счету на фоне повышения цен на сырьевых рынках.

К началу 2017 г. рыночные процентные ставки практически прекратили снижение, происходившее под влиянием постепенного переноса снижения ключевой ставки Банка России в июне и сентябре. Последовательность сигналов Банка России при сохранении ключевой ставки на уровне 10% годовых с октября 2016 г., в том числе некоторое ужесточение сигнала в феврале 2017 г. на фоне начала операций Минфина на внутреннем валютном рынке, позволила скорректировать вверх ожидания рынка по ставкам. Изменение ожиданий также несколько ограничило потенциал снижения средних ставок в банковском секторе.

Банки в целом продолжали придерживаться консервативного подхода, выбирая наименее рискованные направления вложения средств и сохраняя достаточно высокие требования к финансовому положению заемщиков. Смяг-

Рисунок 1.9



Источник: Банк России.

Рисунок 1.10

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



Источник: Банк России.

чение неценовых условий<sup>3</sup> банковского кредитования происходило достаточно медленно и затронуло прежде всего категории надежных заемщиков (рис. 1.10, 1.11). Учитывая, что снижение инфляции заметно опережало снижение номинальных ставок, реальные процентные ставки оставались на относительно высоком уровне.

Сохранение низкой склонности к риску участников финансового рынка сдерживало рост

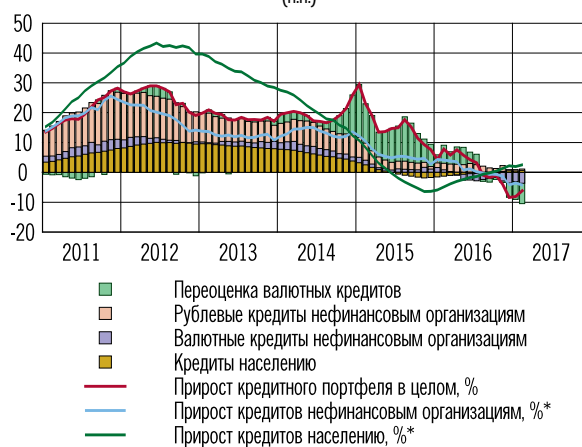
<sup>3</sup> Неценовые условия банковского кредитования включают срок кредита, размер кредита, требования к финансовому положению заемщика, требования к обеспечению, спектр направлений кредитования.

Рисунок 1.11

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

Источник: Банк России.

Рисунок 1.12

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

\* С исключением валютной переоценки.

Источник: Банк России.

## О потребительском банковском кредитовании

На рынке потребительского кредитования банки по-прежнему проводят осторожную политику, избегая кредитования недостаточно надежных заемщиков. Степень жесткости кредитной политики банков продолжает снижаться, однако этот процесс направлен не на широкий круг заемщиков, а на группы надежных розничных заемщиков, кредиты которым сочетают высокую доходность и приемлемый уровень риска. К таким банки относят прежде всего заемщиков с положительной кредитной историей, сотрудников организаций, участвующих в совместных с банком зарплатных проектах, заемщиков со стабильным, пусть и относительно небольшим доходом (пенсионеры, сотрудники бюджетных организаций). В условиях роста конкуренции банки вводят в линейку новые продукты, расширяют спектр услуг, широко используя нишевые инструменты, предназначенные как для защиты собственной клиентской базы (льготные программы существующим клиентам), так и для привлечения надежных заемщиков из сторонних банков (программы рефинансирования потребительских кредитов, в том числе с возможностью увеличения объема кредитования / снижения ставки). При этом кредиторы сохраняют достаточно жесткие требования к финансовому положению потенциальных заемщиков и в случае необходимости – к обеспечению по кредиту. Такие меры ведут к перераспределению клиентской базы между банками при дальнейшем сокращении портфеля потребительских кредитов. Наиболее активно здесь проявляют себя крупнейшие банки, располагающие сравнительно недорогим и устойчивым фондированием, что способствует укреплению их позиций на рынке потребительского кредитования (рис. 1.13).

С учетом сохранения жестких критериев отбора заемщиков постепенное удешевление фондирования позволяет банкам снижать ставки для розничных заемщиков. Дополнительными факторами снижения ставок по потребительским кредитам являются обязанность банков соблюдать требование о предельной величине полной стоимости кредита (ПСК), рассчитываемой на основе сложившегося двумя кварталами ранее уровня цен на кредиты, а также повышение коэффициента риска по ссудам с высоким значением ПСК. Борьба за качественных клиентов заставляет банки «играть на опережение», снижая ставки по кредитам раньше конкурентов. В результате уровень ПСК постепенно снижается, и в настоящее время средние ПСК по отдельным категориям займов уже достигли относительно невысоких значений. По мере снижения доходности кредита для банка повышается значимость критерия надежности клиента. Таким образом, в условиях роста конкуренции предельная величина ПСК является дополнительным встроенным механизмом кредитной политики, который отсекает клиентов с высоким уровнем кредитного риска.

Вследствие проведения банками в последние годы осторожной кредитной политики качество портфелей необеспеченных потребительских ссуд в 2016 г. улучшилось. Преодолеть негативную ситуацию с ухудшением платежной дисциплины розничных заемщиков первыми удалось банкам, входящим в число 30 крупнейших, благодаря отлаженным технологиям оценки качества заемщиков. В январе-феврале 2017 г. «работающая» (без просроченных платежей) часть розничного кредитного портфеля этой группы банков в годовом выражении начала расти после двухгодичного снижения. У прочих банков также заметна позитивная тенденция к снижению доли «плохих» кредитов в банковских активах, которое сопровождается урегулированием просроченной задолженности.

Годовые темпы прироста суммарного объема потребительских кредитов продолжают повышаться, оставаясь тем не менее в отрицательной области значений. При этом выданные на нестандартных условиях ссуды, которые отличаются более высоким уровнем риска невозврата, снижались ускоряющимися темпами, тогда как сокращение портфеля однородных ссуд почти прекратилось<sup>1</sup>.

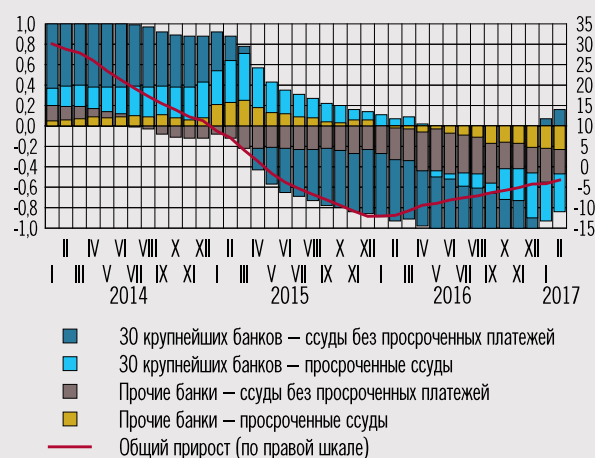
До конца 2017 г. можно ожидать постепенного смягчения требований банков к заемщикам по мере улучшения ситуации в экономике, что будет способствовать увеличению спроса на потребительские кредиты. Дальнейший рост потребительского кредитования преимущественно будет связан с восстановлением экономической активности и повышением кредитоспособности потенциальных заемщиков, что не создаст рисков для достижения Банком России цели по инфляции в 2017 году.

<sup>1</sup> К группируемым в портфели однородных ссуд относятся незначительные по величине ссуды, обладающие схожими характеристиками кредитного риска (поскольку предоставляются заемщикам на стандартных условиях, определяемых банками самостоятельно). По состоянию на 1.02.2017 уровень просроченной задолженности по потребительским кредитам, сгруппированным в портфели однородных ссуд, составил 21% против 33% по потребительским кредитам, выданным на нестандартных условиях. В годовом выражении на 1.02.2017 объем ссуд, выданных на индивидуальных условиях, сократился на 15,8%, в то время как суммарный портфель однородных ссуд уменьшился лишь на 2,4%.

кредитной активности<sup>4</sup> в экономике (рис. 1.12). В результате по итогам 2016 г. объем кредитования снизился, а также был исчерпан эффект некоторого оживления потребительского кредитования, наметившегося в III квартале 2016 года. В начале текущего года кредит экономике продолжил сокращаться. В то же время значительное влияние на динамику кредита оказывала

<sup>4</sup> Приведенные здесь и далее оценки темпа прироста кредита экономике представляют собой оценки темпов прироста требований банковского сектора к нефинансовым организациям и населению, что несколько шире, чем кредитный портфель банков, поскольку включает также приобретенные банками облигации, векселя, акции, требования, связанные с проведением банковских расчетов, и так далее.

Рисунок 1.13  
Нормированная структура годового прироста объема необеспеченных потребительских ссуд (процентных пунктов)



Источник: расчеты Банка России по данным формы отчетности 0409115 (разделы 1, 3).

валютная переоценка, а также ряд факторов разового характера (в частности, операции отдельных кредитных организаций, носившие нерыночный характер). С их исключением годовой темп роста кредита экономике соответствует декабрьскому прогнозу Банка России (0–3%).

Ожидается, что в дальнейшем, по мере улучшения ситуации в экономике, постепенное смягчение требований к заемщикам будет способствовать восстановлению спроса на кредиты (подробнее – см. врезку «О потребительском банковском кредитовании»). При этом его темпы будут определяться интенсивностью восста-

## Бюджетная политика

По данным Федерального казначейства, дефицит бюджетной системы в 2016 г. расширился на  $\text{₽}322,6$  млрд по сравнению с 2015 г. и составил  $\text{₽}3142,0$  млрд (3,7% ВВП). Дефицит федерального бюджета увеличился на  $\text{₽}995,3$  млрд и составил  $\text{₽}2956,3$  млрд (3,5% ВВП). Дефицит бюджета был профинансирован преимущественно за счет использования средств Резервного фонда ( $\text{₽}2136,9$  млрд), положительных чистых внутренних размещений ( $\text{₽}524,4$  млрд) и успешной реализации программы приватизации ( $\text{₽}412,8$  млрд).

В результате расходования Резервного фонда для покрытия дефицита бюджета, а также в связи с курсовой переоценкой остаток средств суверенных фондов снизился на 37,9% по сравнению с началом прошлого года и на 1.01.2017 составил  $\text{₽}5511,3$  млрд.

На фоне успешной реализации программы внутренних заимствований и расширения предоставляемых госгарантий государственный долг вырос на 1,6%, преимущественно за счет рублевых компонентов, и составил  $\text{₽}13827,6$  млрд на 1.01.2017. В начале 2017 г. портфель облигаций федерального займа (ОФЗ) продолжил расти, увеличившись на  $\text{₽}215,3$  млрд и достигнув  $\text{₽}5848,0$  млрд на 1.03.2017.

С апреля 2017 г. Минфин России начнет размещать выпуски ОФЗ для населения со среднегодовой доходностью 8,5%, сроком до 3 лет без обращения на вторичном рынке. Объем годового размещения этих бумаг составит  $\text{₽}20\text{--}30$  млрд.

Характерный для начала года профицит федерального и консолидированного бюджетов ( $\text{₽}35,5$  млрд и  $\text{₽}295,9$  млрд соответственно) в январе 2017 г. существенно сократился в годовом выражении, что вызвано смещением исполнения социальных расходов бюджета:

- в январе была проведена единовременная выплата пенсионерам в размере  $\text{₽}5000$ , что потребовало ассигнований из бюджета в размере  $\text{₽}221,7$  млрд;
- в феврале была проведена индексация пенсий и социальных пособий на 5,4%, что соответствует уровню инфляции 2016 года;
- в апреле планируется вторая индексация пенсий и социальных пособий на 0,4%. Таким образом, совокупная индексация пенсий и социальных пособий в 2017 г. составит чуть более 5,8%<sup>1</sup>.

С февраля 2017 г. Минфин России начал осуществлять операции по покупке/продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке с целью пополнения/расходования суверенных фондов. Предложенный Минфином России механизм по сути представляет собой переходный вариант «бюджетных правил», рассмотрение и закрепление которых в Бюджетном кодексе запланировано на 2017 год. Согласно данному механизму, дополнительные нефтегазовые доходы, поступающие в 2017 г. в связи с превышением ценой на нефть марки Urals уровня  $\$40$  за баррель, не могут использоваться для финансирования дополнительных расходов федерального бюджета сверх установленных Федеральным законом от 19.12.2016 № 415-ФЗ «О федеральном бюджете на 2017 год и на плановый период 2018 и 2019 годов» (объем нефтегазовых доходов в 2017 г. планируется на уровне  $\text{₽}5050$  млрд при среднегодовой цене на нефть  $\$40$  за баррель и курсе  $\text{₽}67,5$  за доллар США). Дополнительные нефтегазовые поступления будут направляться в Резервный фонд с конвертацией средств на внутреннем валютном рынке. В результате объем суверенных фондов на конец 2017 г. будет выше, чем закладывал в бюджетные проектировки Минфин России в конце прошлого года.

В феврале объем покупки валюты для пополнения Резервного фонда составил  $\text{₽}113,1$  млрд; в марте Минфин России планирует приобрести валюту на  $\text{₽}70,5$  млрд, что несколько меньше, чем в предыдущем месяце. Некоторое завышение первоначальной оценки дополнительных нефтегазовых доходов связано с расхождением оценочных и фактических объемов добычи и экспорта энергоносителей в отчетном месяце, а также иными нюансами методики расчета, применяемой Минфином России (подробнее о методике – см. пресс-релиз Минфина России<sup>2</sup>). В феврале указанное расхождение составило порядка  $\text{₽}21,5$  млрд.

<sup>1</sup> Без учета единовременной выплаты  $\text{₽}5000$ , которая не влияет на базу для расчета дальнейших индексаций.

<sup>2</sup> Пресс-релиз Минфина России от 25 января 2017 г. «Об операциях на внутреннем валютном рынке».

новительных процессов в экономике и не создадут инфляционных рисков.

Динамика денежной массы в целом соответствовала ожиданиям Банка России. На фоне слабой динамики кредитования значимым фактором формирования денежной массы оставался чистый кредит расширенному правительству со стороны банковской системы. Его положительный вклад в годовой прирост денежной массы, по оценкам Банка России, сохранится и в 2017 г. в связи с финансированием дефицита бюджета (подробнее – см. врезку «Бюджетная политика»).

## Экономические условия

Пересмотр Росстатом данных по широкому кругу индикаторов экономической активности<sup>5</sup> несколько изменил взгляд на ее динамику. По обновленным оценкам, ситуация в российской экономике в 2016 г. оказалась заметно лучше ожиданий. Согласно данным Росстата, темп снижения ВВП в годовом выражении составил 0,2%, что заметно выше прогноза, опубликованного в предыдущем выпуске Доклада (рис. 1.14). При этом, по предварительным оценкам Банка России, сокращение ВВП также прекратилось раньше, чем предполагалось<sup>6</sup>. Уточненные оценки будут сделаны в конце марта – начале апреля, когда Росстат опубликует более точную информацию по итогам пересмотра квартальной динамики показателей экономической активности.

С учетом пересмотра данных оценка ситуации в промышленности также оказалась несколько лучше, чем предполагалось ранее<sup>7</sup>: годовой темп прироста промышленного производства с поправкой на календарный фактор с марта 2016 г. находится в положительной об-

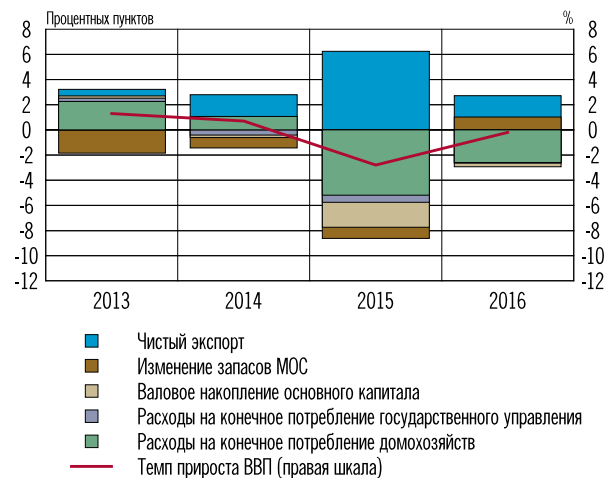
<sup>5</sup> Включая переход на представление данных по видам экономической деятельности в соответствии с обновленным классификатором ОКВЭД2.

<sup>6</sup> В декабрьском Докладе годовое сокращение ВВП оценивалось в 0,5–0,7%. Ранее выход квартальных темпов прироста ВВП (с коррекцией на сезонность) из отрицательной зоны предполагался в III квартале, теперь – во II квартале 2016 года.

<sup>7</sup> С января 2017 г. Росстат осуществил переход на применение в статистической практике новых версий классификаторов – ОКВЭД2 и ОКПД2. Индексы промышленного производства за 2015 и 2016 гг. пересчитаны.

Рисунок 1.14

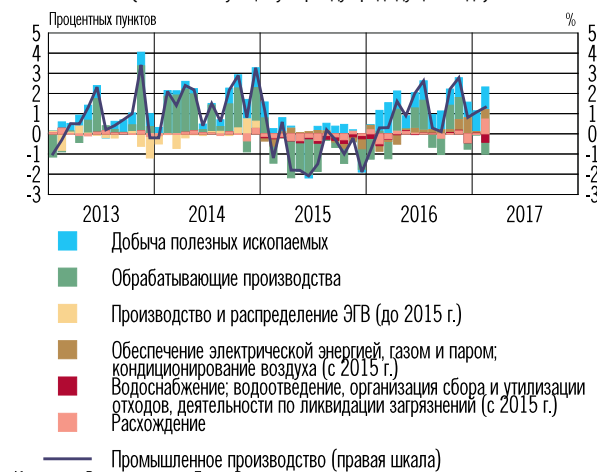
### Структура прироста ВВП по элементам использования (к предыдущему году)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.15

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.16

### Инвестиции, строительство и производство инвестиционных товаров (прирост, в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## Финансовое положение организаций реального сектора в 2016 году

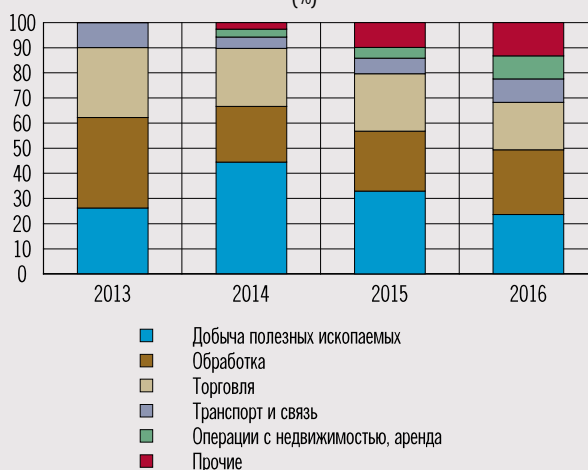
В 2016 г. финансовое положение российских организаций<sup>1</sup> улучшилось. Сальдо прибылей и убытков, по предварительным данным Росстата, было на 45,9% выше, чем в предыдущем году. Доля убыточных организаций снизилась на 2,1 п.п., до 26,0%. Росту прибылей и сокращению убытков способствовали продолжавшееся переключение внутреннего спроса на отечественную продукцию, повышение внешнего спроса на отдельные товары, на протяжении большей части года – умеренный рост затрат как результат сдержанного роста цен в сырьевом и инфраструктурном сегментах, меры по оптимизации издержек.

Наибольшие объемы сальдированной прибыли в 2016 г. были получены в обрабатывающей промышленности. Наиболее высокие темпы роста сальдо прибылей и убытков отмечались в текстильной и швейной промышленности, производстве машин и оборудования – видах деятельности, в которых рост выпуска был в заметной мере связан с импортозамещением.

В целом распределение сальдированной прибыли по видам экономической деятельности стало более равномерным (рис. 1.17): возросла доля финансового результата, полученного на транспорте и в связи, операциях с недвижимым имуществом, аренде и предоставлении услуг, при уменьшении доли добычи полезных ископаемых, доминировавшей в 2014–2015 годах. Выравнивание финансовых условий деятельности различных секторов экономики формирует базу восстановительного роста и повышения инвестиционной активности.

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

Рисунок 1.17  
Структура сальдо прибылей и убытков по видам деятельности (%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

## О динамике запасов материальных оборотных средств (МОС)

Динамика МОС носит проциклический характер. В периоды замедления экономической активности и спада ВВП (в 2008–2009 гг., 2014–2015 гг.) происходило сокращение МОС. В 2016 г. на фоне замедления спада и начала восстановительного роста в их динамике и структуре наблюдались позитивные изменения.

Основная часть запасов МОС приходится на обрабатывающие производства и торговлю (на конец сентября 2016 г. – 61,1%), и их динамика в этих видах деятельности в значительной мере задает характер изменений МОС в экономике в целом<sup>1</sup> (табл. 1.1). В периоды спада деловой активности сокращение производства в обработке сопровождается снижением производственных запасов и затрат в незавершенном производстве, занимающих почти три четверти в оборотных активах отрасли. Одновременно в торговле происходит распродажа накопленных запасов готовых товаров – главной составляющей оборотных средств в этом виде деятельности. Напротив, ожидание оживления спроса обуславливает возобновление покупок сырья и материалов для производственной деятельности и наращивание товарных запасов в торговле.

С начала 2016 г. наблюдалось постепенное увеличение доли производственных запасов в обрабатывающих производствах и товаров для перепродажи в торговле (рис. 1.18), что являлось признаком улучшения ожиданий фирм относительно перспектив восстановления спроса и производства. Аналогичный сигнал подал

<sup>1</sup> Сельское хозяйство занимает лишь 5–6% от общей величины запасов и не оказывает значительного влияния на их общую динамику.

индекс изменений структуры запасов МОС<sup>2</sup>, который впервые с середины 2014 г. перешел в область положительных значений (рис. 1.19). Таким образом, цикл сокращения запасов МОС завершился. По итогам 2016 г. впервые с 2012 г. прирост запасов МОС внес положительный вклад в динамику ВВП.

Таблица 1.1

**Структура запасов МОС по состоянию на конец сентября 2016 г.**  
(в % от общей величины запасов МОС в экономике)

	Запасы	Из них:				
		Производственные запасы	Затраты в незавершенном производстве	Готовая продукция	Товары для перепродажи	Прочие запасы
Всего	100,0	33,2	25,7	10,4	24,8	5,9
Сельское хозяйство	6,5	3,2	1,6	1,2	0,0	0,4
Добыча полезных ископаемых	6,0	2,8	1,2	1,1	0,7	0,3
Обрабатывающие производства	36,0	16,1	10,4	6,1	1,8	1,7
Строительство	7,9	3,6	2,3	0,6	0,5	0,9
Оптовая и розничная торговля	25,1	1,1	2,5	0,6	19,4	1,4
Прочие виды деятельности	18,5	6,4	7,8	0,9	2,4	1,1

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.18

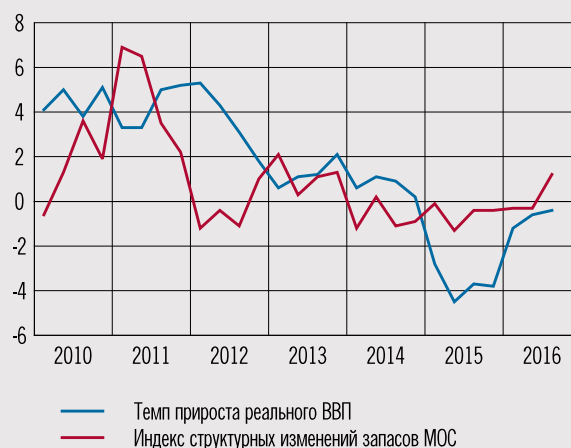
**Динамика долей основных компонент запасов МОС**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.19

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

<sup>2</sup> Подробнее о методологии расчета индекса структурных изменений запасов МОС – см. Доклад о денежно-кредитной политике, № 2 (14), июнь 2016 года.

ласти, что свидетельствует о продолжении восстановительных процессов в промышленности<sup>8</sup>, в том числе в региональном разрезе (рис. 1.15). Февральские данные по промышленному производству, согласно которым оно заметно сократилось в годовом выражении (на 2,7%),

<sup>8</sup> Ранее предполагалось крайне неустойчивое восстановление производственной активности, при котором темпы прироста промышленного производства колебались около нуля.

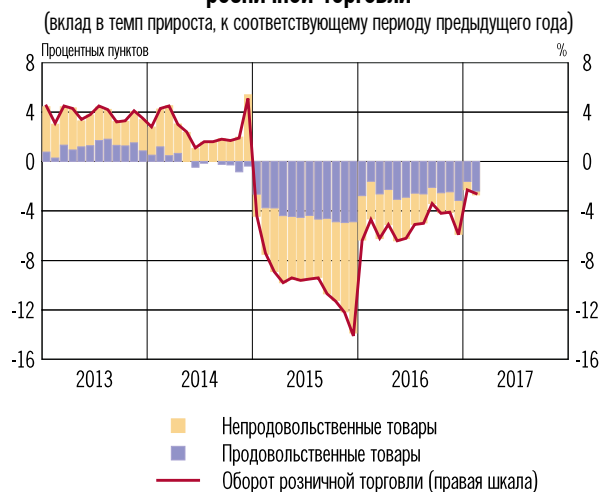
не учитывают влияния календарного фактора, а именно разницу в числе рабочих дней в феврале 2017 и 2016 годов<sup>9</sup>. С исключением данного фактора фактический годовой темп прироста промышленного производства в феврале

<sup>9</sup> Во-первых, в феврале 2016 г. было 29 дней (високосный год). Во-вторых, согласно постановлению о переносе праздничных и выходных дней в 2017 г., воскресный выходной 1 января перенесен на пятницу 24 февраля. Таким образом, в феврале 2017 г. оказалось в совокупности на два рабочих дня меньше, чем в феврале 2016 года.



Рисунок 1.20

## Структура прироста оборота розничной торговли

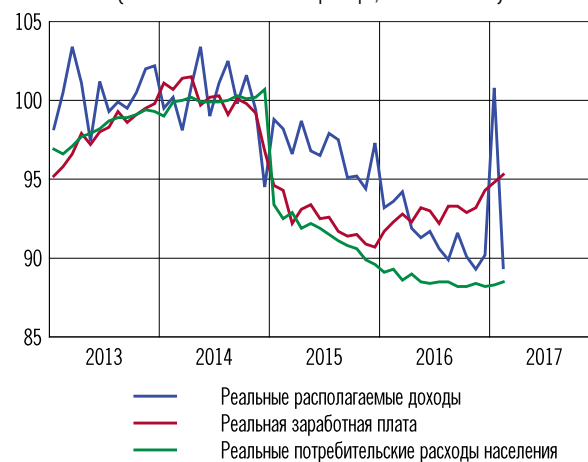


Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.21

## Заработная плата, располагаемые доходы и потребительские расходы населения в реальном выражении

(с исключением сезонного фактора, 2014 г. = 100%)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 1.2

## Индикаторы рынка труда

Показатели	2014				2015				2016			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Занятость и безработица (с исключением сезонности)</b>												
Уровень безработицы, %	5,0	5,2	5,2	5,2	5,3	5,7	5,6	5,7	5,4	5,8	5,6	5,4
Отношение численности занятых к безработным	18,6	18,6	18,3	18,1	17,8	16,7	16,9	16,4	17,3	16,5	16,9	17,5
Сводный индикатор занятости PMI, пункты	48,2	47,4	48,2	46,6	44,8	46,0	47,4	45,9	46,5	48,6	49,3	49,6
<b>Заработные платы (в % к соответствующему периоду предыдущего года)</b>												
Номинальная заработная плата	11,1	10,2	8,3	7,7	5,7	5,9	4,7	3,3	7,7	7,9	8,1	7,7
Реальная заработная плата	4,4	2,4	0,6	-1,7	-9,0	-8,5	-9,5	-9,8	-0,6	0,5	1,2	1,8
Просроченная задолженность по зарплате	6,2	5,7	-11,9	-10,2	7,9	22,6	38,6	55,9	45,4	24,5	6,2	-5,6
<b>Неполная занятость</b>												
<b>Динамика численности работников, находившихся в режиме неполной занятости, в % к предыдущему периоду (с исключением сезонности)</b>												
<b>Всего</b>	-1,2	-0,1	2,2	0,1	1,1	2,6	-0,2	2,2	0,1	-1,0	-0,9	-2,7
Работали неполное рабочее время	7,8	-4,2	-3,4	4,6	11,9	2,7	-3,5	3,8	9,8	1,1	-11,5	3,3
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	17,5	-3,8	-7,5	11,2	20,8	19,8	-2,6	-7,5	-3,0	17,6	-18,3	6,3
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	5,5	-2,9	-1,7	2,0	9,5	1,4	-2,0	3,8	10,2	0,7	-9,0	3,6
Находились в простое	-1,5	-2,1	12,4	-8,4	8,3	-4,6	-4,9	10,7	-12,3	-3,7	-7,5	-18,9
Имели отпуска без сохранения заработной платы	1,7	-1,1	1,6	0,1	-0,4	2,6	-1,1	1,7	0,1	-1,0	0,4	-1,8
<b>Работники, находившиеся в режиме неполной занятости, в % к списочной численности</b>												
<b>Всего</b>	9,0	9,5	10,4	10,3	9,4	10,4	11,0	11,0	10,0	10,7	11,4	10,5
Работали неполное рабочее время	2,2	2,1	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4	2,5	2,8	2,8	2,5	2,6
Работали неполное рабочее время по инициативе работодателя	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Работали неполное рабочее время по соглашению сторон	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	2,1	2,4	2,4	2,2	2,3
Находились в простое	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5
Имели отпуска без сохранения заработной платы	6,1	6,8	7,8	7,3	6,2	7,2	8,1	7,6	6,5	7,3	8,4	7,4
<b>Альтернативные индикаторы неполной занятости</b>												
Отработано в среднем на одного занятого, часов (к соответствующему периоду предыдущего года)	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	
Загрузка рабочей силы в промышленности (нормальный уровень = 100)	87,7	86,7	89,0	85,7	81,7	86,7	87,7	88,0	83,7	88,3	88,0	89,3

Изменение относительно предыдущих 12 месяцев:

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

Источники: Росстат, расчеты Банка России, Российский экономический барометр, Markit Economics.

2017 г. составил, по оценкам, 1–1,5%. Вместе с тем по сравнению с предыдущим месяцем, по оценкам, рост выпуска был небольшим и характеризовался неоднородностью по товарным группам (например, производство сырья и материалов росло, в то время как выпуск потребительских товаров показывал некоторое снижение).

После достаточно длительного периода снижения инвестиционная активность также демонстрировала признаки оживления. В конце 2016 – начале 2017 г. динамика ее косвенных индикаторов (импорт и производство товаров инвестиционного назначения) имела преимущественно восходящий характер (рис. 1.16). Согласно данным лаборатории конъюнктурных опросов Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара, наблюдалось расширение инвестиционных планов компаний. Наряду с улучшением финансового положения предприятий, главным образом в обрабатывающей промышленности, это оказывало поддержку инвестиционному спросу (подробнее – см. врезку «Финансовое положение организаций реального сектора в 2016 году»). С учетом перечисленных факторов в I квартале 2017 г., по оценкам Банка России, инвестиции в основной капитал возрастут на 1–3% в годовом выражении после длительного периода снижения.

Улучшение ожиданий фирм относительно перспектив восстановления спроса на их продукцию нашло отражение и в динамике запасов. С начала 2016 г. наблюдалось постепенное увеличение доли производственных запасов в обрабатывающей промышленности, а также товаров для перепродажи в торговле (подробнее – см. врезку «О динамике запасов материальных оборотных средств»). В результате изменение запасов МОС вносило значимый положительный вклад в динамику ВВП в 2016 г., который, по оценкам, сохранится и на горизонте 2017 года.

Усиление восстановительных тенденций и некоторое улучшение настроений субъектов экономики, наряду с сохранением безработицы на устойчиво низком уровне, создают предпосылки для восстановления потребительского спроса.

Вместе с тем в динамике доходов населения в реальном выражении сохранялась неоднородность. С одной стороны, располагаемые доходы в целом снижались. Их всплеск в январе был обусловлен преимущественно разовым фактором – осуществлением единовременной выплаты пенсионерам из федерального бюджета в размере  $\text{R}5000$  на человека (в сумме –  $\text{R}221,7$  млрд). С другой стороны, в конце 2016 – начале 2017 г. возобновился рост реальной заработной платы в ежемесячном выражении с коррекцией на сезонность (рис. 1.21, табл. 1.2). Его основным фактором послужило устойчивое и заметное по масштабам снижение инфляции, в то время как темпы роста заработных плат в номинальном выражении сохранились в целом на уровне предыдущих месяцев.

По оценкам с учетом коррекции на сезонность, в феврале 2017 г. оборот розничной торговли увеличился по сравнению с предыдущим месяцем, а также значительно замедлилось его снижение в годовом выражении – до 2,3% в январе после 5% в среднем за ноябрь–декабрь 2016 г. (рис. 1.20). По оценкам Банка России, в I квартале 2017 г. годовые темпы снижения расходов домохозяйств на конечное потребление составят порядка 1–2%.

Продолжение роста реальной заработной платы в дальнейшем окажет поддержку потребительскому спросу, постепенное восстановление которого, однако, не будет опережать производство. Сдерживающее влияние на потребительскую активность будет оказывать сохранение стимулов к сбережениям, в пользу которого свидетельствует достаточно высокий уровень спроса населения на депозиты, а также слабая динамика кредитной активности в экономике. Кроме того, запланированное на апрель начало выпуска ОФЗ для населения Минфином России также может оказать некоторую поддержку сберегательной активности.

Вклад чистого экспорта в годовой прирост ВВП в I квартале 2017 г., по оценкам Банка России, станет близким к нулю после его положительных значений в течение 2016 года. Это связано с заметным увеличением темпа прироста физических объемов импорта на фоне укреплений

ния рубля и постепенного восстановления экономики. При этом заметную долю импорта (более 40%) составляют товары инвестиционного назначения, что обеспечит основу для модернизации производства в дальнейшем. Темп прироста экспорта в реальном выражении также оценивается положительным в условиях позитивной динамики внешнего спроса. Но рост экспорта в I квартале и в дальнейшем не компенсирует ускоренного восстановления импорта товаров и услуг.

С учетом обозначенных тенденций, по оценкам Банка России, в I квартале 2017 г. рост ВВП в российской экономике продолжится, его годовой темп составит порядка 0,4–0,7%. Вклад в прирост ВВП будет вносить как позитивная динамика инвестиций и запасов, так и замедление снижения потребительского спроса в годовом выражении.

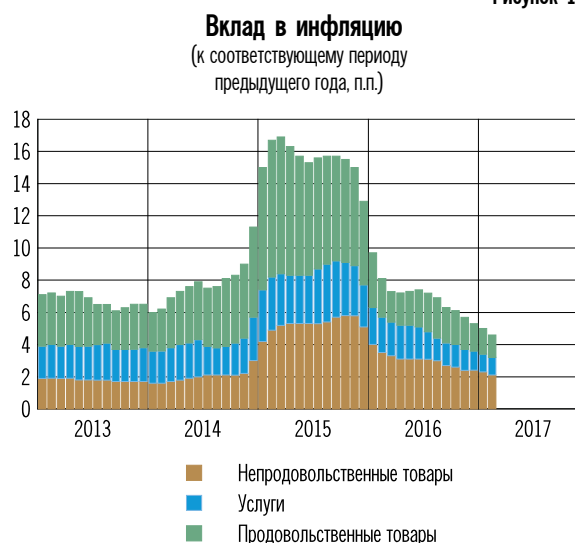
## Инфляция

В феврале годовая инфляция составила 4,6%, при этом замедление роста цен отмечалось во всех основных группах товаров и услуг (рис. 1.22, 1.23). Снижение инфляции в начале 2017 г. было более быстрым, чем прогнозировал Банк России. Помесячные темпы прироста цен с учетом коррекции на сезонность<sup>10</sup> в декабре 2016 – феврале 2017 г. устойчиво сокращались. При этом увеличилась однородность дезинфляционных процессов по регионам.

Снижение инфляции в декабре 2016 г. и первые месяцы 2017 г. происходило под влиянием следующих факторов.

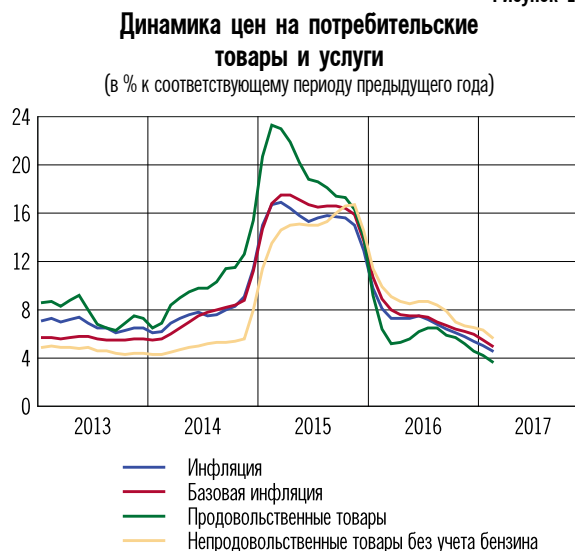
<sup>10</sup> Для сезонного сглаживания инфляции в Банке России используется метод X13 ARIMA-SEATS (Statistical Research Division, U.S. Census Bureau (2015), X-13ARIMA-SEATS Reference Manual) в сочетании с непрямым подходом, предполагающим устранение сезонности в субиндексах ИПЦ с их последующим агрегированием. Преимуществом такого подхода является возможность получить более прозрачную экономическую интерпретацию сезонности, характерной для отдельной группы товаров или услуг. Агрегирование с учетом весов обеспечивает согласованность динамики ИПЦ и его компонент. Помимо формальных критериев и тестов, сопровождающих процедуру сезонного сглаживания, анализируются экономические причины разовых шоков и сдвигов, не имеющих сезонного характера, а также соответствие сезонных колебаний природе ценообразования в отдельных группах товаров и услуг.

Рисунок 1.22



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1.23



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Во-первых, хотя появились предпосылки для оживления потребительской активности в российской экономике, спрос оставался слабым, оказывая сдерживающее влияние на инфляцию. С учетом постепенного характера оживления потребительской активности эта тенденция сохранится и в дальнейшем.

Во-вторых, рост потребительских цен в конце 2016 – начале 2017 г. ограничивало укрепление рубля, происходившее с осени 2016 г. на фоне более благоприятной, чем ожидалось, конъюнктуры нефтяного рынка. При этом произошедшее укрепление рубля продолжит в ближайшие месяцы способствовать замедлению инфляции. По оценкам, в декабре 2016 г.

Таблица 1.3

## Инфляционные ожидания экономических агентов

Опрос	2015				2016												2017				
	Горизонт ожиданий	I	II	III	IV	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Январь	Февраль	Март	
<b>Инфляционные ожидания (абсолютные), %</b>																					
<b>Население</b>																					
ФОМ	следующие 12 месяцев	15,7	15,0	16,0	16,4	16,7	15,7	14,7	14,6	13,6	14,2	14,3	12,6	14,2	12,3	13,7	12,4	11,5	12,9	11,2	4,1
ФОМ (расчеты Банка России)	следующие 12 месяцев	13,8	12,2	14,5	12,8	10,8	7,8	7,4	7,2	6,5	6,7	6,9	6,4	5,9	5,8	5,6	5,1	4,6	4,6	4,1	4,1
<b>Профессиональные аналитики</b>																					
Bloomberg	2017									6,0	4,7	5,4	5,4	5,2	5,0	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,3
Интерфакс	2017					6	5,6	5,7	5,7	5,7	5,5	5,5	5,1	4,9	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	4,4	4,4
Рейтер	2017										4,8	4,8	5,1	5,1	4,8	4,5	4,6	4,1	4,1	4,3	4,3
<b>Финансовые рынки</b>																					
ОФЗ-ИН	следующие 7 лет				6,4	6,2	6,1	5,4	5,2	5,0	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,8	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6
ОФЗ-ИН (без поправок на опцион)	следующие 7 лет				8,1	7,7	7,6	6,9	6,7	6,5	6,0	5,8	5,5	5,3	5,5	5,8	5,4	5,0	4,9	5,0	5,0
Рынок облигаций	следующий квартал	10,6	15,0	14,1	14,2	—	—	12,3	—	—	7,1	—	—	7,5	—	—	6,8	—	—	—	—
Рынок МБК	следующий квартал	14,8	17,1	15,0	13,6	—	—	10,0	—	—	6,2	—	—	6,2	—	—	6,0	—	—	—	—
<b>Инфляционные ожидания (баланс ответов*)</b>																					
<b>Население</b>																					
ФОМ	следующие 12 месяцев	76	72	80	83	85	82	84	83	81	78	82	77	82	78	79	80	80	83	79	79
ФОМ	следующий месяц	68	60	71	78	80	76	72	74	70	68	72	69	70	70	74	76	72	72	68	68
<b>Предприятия</b>																					
РЭБ	следующие 3 месяца	32	20	28	48	46	22	14	16	30	38	28	26	36	34	32	46	—	—	—	—
Банк России	следующие 3 месяца	14,8	12,7	12,1	17,3	15,6	13,6	12,4	11,5	11,5	12,1	10,1	9,9	10,4	10,1	11,5	—	—	—	—	—
Розничные цены (Росстат)	следующий квартал	31	28	30	29	—	—	32	—	—	29	—	—	28	—	—	27	—	—	—	—
Тарифы (Росстат)	следующий квартал	7	6	2	2	—	—	5	—	—	5	—	—	0	—	—	0	—	—	—	—

Изменение относительно предыдущих 3 месяцев:

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

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

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

вклад курсовой динамики в годовую инфляцию был близок к нулю<sup>11</sup>, а в начале 2017 г. перешел в отрицательную область, что способствовало снижению инфляции.

В-третьих, благоприятным фактором с точки зрения ограничения роста цен оставался высокий уровень предложения продовольственных товаров после хороших урожаев 2015–2016 годов.

По оценкам Банка России, заметный вклад в замедление инфляции в 2016 г. вносило также снижение инфляционных ожиданий (подробнее – см. врезку «Вклад инфляционных ожиданий в замедление инфляции»). Возможная неустойчивость их снижения в дальнейшем остается фактором риска для инфляции (табл. 1.3). Влияние на инфляционные ожидания может оказать неблагоприятная динамика цен на отдельные товары широкого потребления (сахар, растительное масло, молочные продукты) из-за ухудшения конъюнктуры отдельных продовольственных рынков, а также волатильность цен на мировых сырьевых рынках, оказывающая влияние на курс рубля. При этом воздействие курсовой динамики на инфляцию асимметрично, возможный негативный эффект ослабления рубля, по оценкам, превышает вклад укрепления, в том числе из-за реакции курсовых и инфляционных ожиданий, которая приводит к сильным вторичным эффектам (подробнее – см. врезку «О характере влияния курса на инфляцию»).

В числе инфляционных рисков Банк России также рассматривает повышение цен производителей на фоне роста сырьевых цен на миро-

вых рынках, которое в дальнейшем в той или иной мере может транслироваться в рост потребительских цен.

Вклад в инфляцию в текущем году также внесет повышение с 1 января 2017 г. акцизов на дизельное топливо, сигареты, легковые автомобили и алкогольную продукцию. Некоторое влияние может оказать повышение акцизов на бензин в прошлом году. Совокупный вклад данных факторов оценивается как небольшой – около 0,3 п.п. (подробнее – см. врезку «Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2017 году»).

Перечисленные факторы и риски как монетарного, так и немонетарного характера учитывались Банком России при принятии решения о ключевой ставке в марте 2017 года. При этом Банк России исходил из цели не только достижения 4% к концу 2017 г., но и устойчивого закрепления темпов роста цен у целевого уровня в дальнейшем (подробнее – см. приложение «О немонетарных факторах инфляции»).

Учитывая, что инфляция устойчиво замедляется, опережая прогноз Банка России, и при этом сопровождается снижением инфляционных ожиданий и восстановлением экономической активности, Совет директоров Банка России 24 марта 2017 года принял решение о снижении ключевой ставки до 9,75% годовых. При принятии решений об уровне ключевой ставки в ближайшие месяцы Банк России будет оценивать дальнейшую динамику инфляции и экономики относительно прогноза и допускает возможность постепенного снижения ключевой ставки во II–III кварталах текущего года.

<sup>11</sup> С учетом лагового характера эффекта курсового переноса указанный вклад представляет собой итоговый результат влияния на ценовую динамику со стороны эпизодов ослабления рубля начиная с конца 2015 г. и его укрепления, доминировавшего в 2016 году. В целом проинфляционное влияние курсовой динамики в 2015 г. сменилось в 2016 г. на нейтральное, что сыграло важную роль в замедлении роста цен.

## Вклад инфляционных ожиданий в замедление инфляции

При проведении политики инфляционного таргетирования центральные банки уделяют особое внимание анализу инфляционных ожиданий. В случае если ожидания экономических агентов не привязаны к цели, возникновение инфляционного шока может привести к раскручиванию инфляционной спирали: экономические агенты станут ожидать более сильного роста цен и повысят спрос на товары и услуги, что, в свою очередь, приведет к росту цен, который снова увеличит инфляционные ожидания.

В целях оценки влияния инфляционных ожиданий на текущую инфляцию была оценена модификация новой кейнсианской кривой Филлипса (Galí, Gertler, 1999)<sup>1</sup>:

$$\pi_t = 0,35\pi_{t,t+1}^{exp} + 0,62\pi_{t-1} + 0,03x_t + 0,03neer_{t-1},$$

где  $\pi_t$  – инфляция, к предыдущему месяцу с исключением сезонности;

$\pi_{t,t+1}^{exp}$  – ожидаемая инфляция на месяц вперед;

$x_t$  – показатель спроса, построенный на основе ежемесячных данных по обороту розничной торговли;

$neer_{t-1}$  – темп прироста номинального эффективного обменного курса рубля за предыдущий месяц.

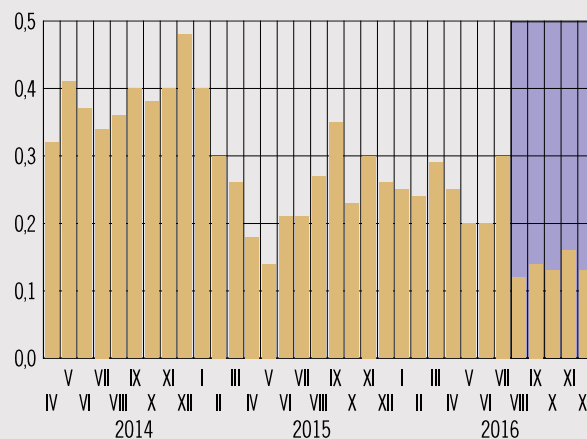
Для квантификации инфляционных ожиданий использовались данные ежемесячного отчета «Измерение инфляционных ожиданий и потребительских настроений на основе опросов населения», предоставляемые ООО «ИНФОМ» по заказу Банка России. Показатель ожиданий месячной инфляции (с учетом устранения сезонности) рассчитывался на основе распределения ответов респондентов на вопрос относительно ожиданий роста цен в следующем периоде и оценки роста цен в предыдущем месяце с помощью регрессионного подхода<sup>2</sup> (Pesaran, 1984)<sup>3</sup> с предположением о несмещенности оценки населением наблюдаемой инфляции.

Помимо инфляционных ожиданий, для учета прямого влияния обменного курса на инфляцию в уравнение был добавлен темп прироста номинального эффективного обменного курса рубля за предыдущий месяц. Показатель спроса учитывает краткосрочное повышение потребления, которое транслируется в рост цен. Инфляционные ожидания в российской экономике носят выраженный адаптивный характер. С учетом влияния на них фактической инфляции уравнение оценивалось двухшаговым методом наименьших квадратов<sup>4</sup>.

Результаты оценивания указывают на наличие влияния инфляционных ожиданий на динамику фактической инфляции<sup>5</sup> (рис. 1.24). В августе-декабре 2016 г. снижение инфляционных ожиданий внесло значимый вклад в замедление фактической инфляции.

Рисунок 1.24

**Вклад инфляционных ожиданий в динамику инфляции**  
(к предыдущему месяцу, с исключением сезонности)



Источники: Росстат, ФОМ, расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Galí, J., Gertler, M., (1999). Inflation dynamics: a structural econometric approach. *Journal of Monetary Economics* 44 (2), 195–222.

<sup>2</sup> Данный подход основывается на оценке взаимосвязи между текущей инфляцией и ответами респондентов о наблюдаемой инфляции за тот же период. Далее предполагается, что такое же соотношение сохраняется для взаимосвязи между ответами респондентов о будущей инфляции и инфляционными ожиданиями. Lyziak, T., (2010). *Measurement of Perceived and Expected Inflation on the Basis of Consumer Survey Data*, IFC Working Papers, No. 5.

<sup>3</sup> Pesaran, M., (1984). *Expectations formation and macroeconomic modelling*. In P. Magrange, & M. P., *Contemporary Macroeconomic Modelling* (pp. 27–53). Blackwell: Oxford.

<sup>4</sup> В качестве инструментов использовались лаги инфляции, прироста номинального эффективного обменного курса, ставки RUONIA, показатель спроса и изменения цены на нефть.

<sup>5</sup> Выводы остаются устойчивыми при оценивании регрессии на различных подвыборках, при использовании в качестве объясняемой переменной субиндексов ИПЦ и добавлении в модель уравнений совокупного спроса и реакции денежно-кредитной политики на отклонение инфляции от цели.

## О характере влияния курса на инфляцию

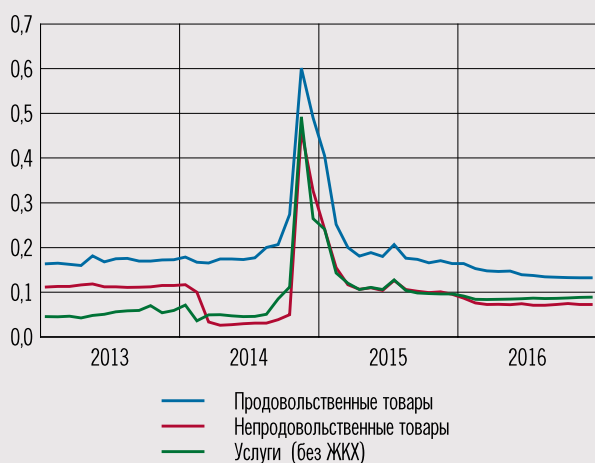
В январе-феврале 2017 г. замедление инфляции было заметнее, чем прогнозировалось, при более выраженном восстановлении экономической активности, что указывает на определенное ослабление проинфляционных рисков. Тем не менее они сохраняются, и проведение денежно-кредитной политики требует их постоянного мониторинга.

Так, проинфляционные риски связаны, в частности, с асимметрией курсового переноса: ослабление рубля оказывает большее влияние на ускорение роста цен, чем укрепление – на его замедление. Такой характер переноса связан в первую очередь с наличием в экономике номинальных жесткостей (таких как ограниченные возможности по понижению ставок заработной платы, а также социальных и иных обязательств государства). Кроме того, ослаблению сопутствует резкое ухудшение курсовых, а также инфляционных ожиданий, особенно если они не закреплены у цели по инфляции. Они приводят к существенным вторичным эффектам, усиливающим рост цен (среди них – ажиотажный спрос, бегство из рубля, дефицит предложения отдельных товаров в связи с удорожанием импорта сырья и материалов или повышением эффективности экспортных операций). Напротив, аналогичные противоположно направленные вторичные эффекты при укреплении рубля либо отсутствуют, либо проявляются слабо.

Асимметрию курсового переноса подтверждают результаты оценки векторных авторегрессий для компонент инфляции. В конце 2014 – начале 2015 г. наблюдалось резкое увеличение масштаба переноса ослабления рубля в инфляцию с последующим снижением примерно до уровня предыдущих трех лет (накопленный за пять месяцев отклик оценивается в 0,1), причем снижение курса значимо влияло на динамику цен на продовольствие, непродовольственные товары и услуги (рис. 1.25, 1.26). Размеры переноса укрепления рубля в инфляцию существенно меньше, причем после завершения периода турбулентности<sup>1</sup> значимое влияние сохранилось лишь в группе продовольственных товаров. Эта особенность влияния курсовой динамики может заметно сказаться на инфляции при ослаблении рубля, которое может произойти при ухудшении внешних условий. Для минимизации этого влияния важное значение имеют меры информационной политики, направленные на рост доверия экономических агентов к денежно-кредитной политике, формирование устойчивой тенденции к снижению инфляционных ожиданий до уровня цели по инфляции. В перспективе по мере закрепления инфляции вблизи целевого уровня и снижения инфляционных ожиданий степень асимметрии курсового переноса должна уменьшиться.

Рисунок 1.25

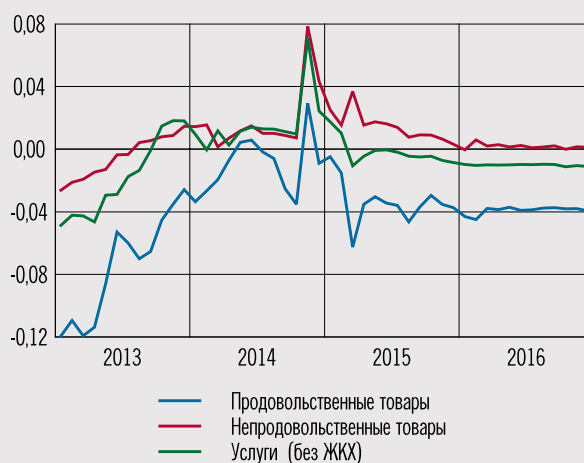
Отклики инфляции на ослабление  
обменного курса рубля (на 1%)



Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 1.26

Отклики инфляции на укрепление  
обменного курса рубля (на 1%)



Источник: расчеты Банка России.

<sup>1</sup> Отклики на укрепление рубля для периода курсовой турбулентности в конце 2014 – начале 2015 г. незначимы.

## Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2017 году

Налоговый кодекс Российской Федерации предусматривает ежегодную индексацию ставок акцизов на отдельные товары, входящие в потребительскую корзину для расчета индекса потребительских цен. С 1 января 2017 г. возросли акцизы на дизельное топливо, сигареты, легковые автомобили и алкогольную продукцию (табл. 1.4).

Наиболее значительный рост продемонстрировали акцизы на дизельное топливо и сигареты. Полный перенос повышения акциза в розничную цену указанных товаров при прочих равных условиях приведет к росту цен дизельного топлива на 3,5%, а сигарет – на 10,4%. Вклад роста цены дизельного топлива в годовую инфляцию, учитывая его низкий вес в индексе потребительских цен, будет незначительным (менее 0,01 п.п.), тогда как удорожание сигарет внесет в инфляцию 0,12 процентного пункта. Увеличение акцизных ставок на алкогольную продукцию и легковые автомобили окажет незначительное влияние на инфляцию.

Акцизы на автомобильный бензин в 2017 г. остались неизменными. Вместе с тем рост цен на бензин в 2016 г. (+3,8%) не покрыл прошлогоднее увеличение акцизов. В результате эффект от индексации акцизов на бензин в прошлом году может быть частично перенесен на 2017 год. В случае реализации указанного сценария цена бензина в течение текущего года может возрасти на 4,0%, что внесет в годовую инфляцию 0,13 процентного пункта. Кроме того, влияние на рост стоимости бензина в 2017 г. может оказать рост внутренних цен на нефть вследствие налогового маневра в нефтегазовой отрасли: рост налога на добычу полезных ископаемых увеличивает себестоимость добычи нефти, а снижение экспортных пошлин повышает доходность и объемы экспортных поставок.

Совокупный вклад прироста акцизов в годовую инфляцию может составить около 0,28 п.п. (табл. 1.5).

Таблица 1.4

### Изменение акцизов в 2017 году

Подакцизный товар	Изменение акцизов в 2017 году (%)	
	Темп прироста акциза в 2017 г.	Доля акциза в потребительской цене товара в 2016 г.
Дизельное топливо	28,5	12,3
Сигареты	24,6	42,5
Легковые автомобили	4,5	4,3
Алкогольная продукция	1,5	23,5

Источники: Росстат, Налоговый кодекс, расчеты Банка России.

Таблица 1.5

### Изменение цен подакцизных товаров и влияние на инфляцию

Подакцизный товар	Темп прироста потребительской цены в 2017 г., %	Вклад в годовую инфляцию 2017 г., п.п.
Автомобильный бензин*	4,00	0,13
Дизельное топливо	3,50	0,01
Сигареты	10,40	0,12
Легковые автомобили	0,19	0,01
Алкогольная продукция	0,36	0,02
Совокупный вклад в инфляцию		0,28

\* При условии частичного переноса эффекта от прошлогоднего роста акциза на 2017 год.

Источники: Росстат, Налоговый кодекс, расчеты Банка России.



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

С момента выпуска декабрьского Доклада произошло три ключевых события, оказавших влияние на видение Банком России перспектив развития российской экономики на среднесрочном горизонте. Во-первых, Росстат пересмотрел данные по широкому кругу индикаторов экономической активности, в результате чего оценка экономической ситуации в 2016 г. оказалась заметно лучше ожиданий. Более раннее, чем предполагалось, начало восстановительной фазы экономического развития, согласно уточненным данным, привело к улучшению оценки перспектив изменения экономической ситуации в России. Во-вторых, Минфин России начал проводить операции на внутреннем валютном рынке в целях пополнения суверенных фондов. В-третьих, соблюдение договоренности о сокращении добычи странами – поставщиками нефти привело к заметному пересмотру предпосылок по уровню среднегодовой цены на нефть в 2017 году.

Учет данных факторов при обновлении прогноза привел к изменению оценок основных макроэкономических индикаторов для 2017 года. При этом среднесрочный взгляд на развитие экономики не изменился. Как и ранее, в связи с сохранением неопределенности относительно ситуации на мировых финансовых и товарных рынках Банк России, помимо базового сценария, рассматривает сценарий с ростом цен на нефть, а также сценарий с их сильным снижением (рисковый сценарий).

### Базовый сценарий

В базовом сценарии развития экономики Банк России сохраняет в целом консервативный взгляд на динамику нефтяных цен на прогнозном горизонте. Однако их значимое повышение в первые месяцы 2017 г. послужило причиной существенного пересмотра предпосылок в части внутригодовой динамики и сред-

негодového уровня цены на нефть. Соблюдение договоренности о сокращении добычи привело к росту нефтяных цен. Фактическая цена на нефть в январе-феврале составила в среднем \$53,4 за баррель, что значительно выше уровня, заложенного в базовый сценарий декабрьского Доклада (\$40 за баррель)<sup>1</sup>. Банк России предполагает, что на горизонте первого полугодия 2017 г. соблюдение договоренностей продолжит оказывать поддержку цене на нефть.

Вместе с тем в дальнейшем нефтяные цены могут снизиться под воздействием ряда факторов. Сокращение объема поставок странами – участницами договоренности может быть компенсировано расширением добычи на сланцевых месторождениях в США. Кроме того, относительно быстрое достижение баланса спроса и предложения на рынке нефти усиливает неопределенность относительно того, будут ли продлены договоренности и в каких объемах. Дополнительное понижающее давление на цены может оказать также восстановление поставок из ряда стран – экспортеров нефти (Ливия, Нигерия). При этом относительно медленное восстановление глобального спроса не сможет оказать существенной поддержки ценам на нефть, чтобы компенсировать понижающее воздействие на них факторов со стороны предложения.

С учетом этого Банк России предполагает сохранение цен на нефть марки Urals вблизи их текущих значений (около \$50 за баррель) в течение первого полугодия 2017 г., затем постепенное снижение до уровня около \$40 за баррель в IV квартале и сохранение вблизи этого уровня в 2018–2019 годах.

<sup>1</sup> На момент подготовки декабрьского выпуска Доклада сохранялась высокая неопределенность относительно того, будут ли страны – экспортеры нефти придерживаться достигнутых договоренностей. В связи с этим в декабре Банк России сохранил предпосылку о формировании среднегодовой цены на нефть марки Urals на уровне \$40 за баррель в 2017 году.

Рисунок 2.1

## Условия торговли



Учитывая текущую динамику индикаторов деловой активности<sup>2</sup> в мировой экономике, оценка перспектив роста в странах – торговых партнерах несколько улучшена. Банк России ожидает, что в 2017–2019 гг. их агрегированный темп роста сложится несколько выше 2% в год, что в целом согласуется с прогнозами международных организаций<sup>3</sup>.

Усиление позитивных тенденций в мировой экономике, наряду с ростом нефтяных цен, привело к ускорению инфляции в странах – торговых партнерах России, в том числе в еврозоне и США. Вместе с тем в среднесрочной перспективе значимого усиления инфляционных процессов не ожидается. Крупнейшие мировые центральные банки будут поддерживать инфляцию вблизи целевых уровней, при необходимости используя меры денежно-кредитной политики. В связи с этим внешнее инфляционное давление не будет оказывать значимого влияния на внутренние цены и инфляционные ожидания в России. Не исключено, что в отдельные периоды будут возникать всплески роста

цен на отдельных товарных рынках в связи с действием специфических факторов спроса и предложения. Они могут воздействовать на цены отдельных групп товаров в России, но, как правило, носят эпизодический характер.

ФРС США заявляет о намерении придерживаться курса на постепенную нормализацию денежно-кредитной политики. Это объясняется в том числе близостью темпов роста экономики к потенциальному уровню и ускорением инфляции. Дополнительным фактором, способствующим постепенному повышению ставок ФРС США, является увеличение инфляционных ожиданий в связи с сохранением неопределенности относительно мер фискальной политики администрации Д. Трампа. Сама по себе экономическая политика нового президента США в дальнейшем может стать фактором, оказывающим существенное влияние на ситуацию в мировой экономике, на финансовые рынки, динамику потоков капитала. Поскольку конкретные меры в рамках программы Д. Трампа пока не утверждены, Банк России в базовом сценарии не предполагает существенных изменений в политике США. С учетом этого Банк России закладывает в прогноз три повышения ставки ФРС США в 2017 г. (включая повышение в марте), что в целом созвучно ожиданиям рынка. Другой крупнейший регулятор – ЕЦБ – сигнализирует о сохранении в ближайшей перспективе мягкой денежно-кредитной политики. По мере постепенного сворачивания программы количественного смягчения к концу 2017 – началу 2018 г. возможна некоторая нормализация денежно-кредитной политики.

Увеличение ставок ФРС США будет оказывать повышательное влияние на ставки на мировых финансовых рынках. С учетом его постепенного характера в среднесрочной перспективе привлекательность вложений в активы развивающихся стран и СФР, включая Россию, сохранится. Процентные ставки в этих странах продолжат формироваться на более высоком уровне по сравнению со ставками развитых стран, учитывая в том числе необходимость закрепления инфляции в СФР, включая Россию, на относительно низких уровнях. При этом премия за риск для России будет несколько повышаться вслед за снижением цен на нефть

<sup>2</sup> В феврале PMI в промышленности продолжил расти в еврозоне и США, а также сохранялся на высоком уровне в Китае.

<sup>3</sup> МВФ прогнозирует рост мировой экономики на 3,4% в 2017 г. и на 3,6% в 2018 г.; ОЭСР ожидает роста на уровне 3,3% в 2017 г. и 3,6% в 2018 г.; Всемирный банк понизил свои прогнозы роста мировой экономики в 2017–2018 гг. на 0,1 п.п. и теперь ожидает роста на уровне 2,7% в 2017 г. и 2,9% в 2018 году.

до уровня, близкого к среднему за второе полугодие 2016 г., после чего на фоне стабилизации условий торговли будет медленно снижаться. Сохранение международных санкций будет несколько ограничивать снижение премии за риск для России в 2018–2019 годах.

Не исключая эпизодического повышения волатильности притока капитала в активы СФР, Банк России полагает, что вложения инвесторов в российские активы на прогнозном горизонте в целом возрастут. Чистый отток частного капитала из России в 2017–2019 гг. сохранится на низком уровне (табл. 2.2, приложение «Прогноз платежного баланса на 2017–2019 годы»).

Условия внешних заимствований для российских компаний и банков будут улучшаться, при этом потребность в операциях Банка России по валютному рефинансированию будет уменьшаться. Основным фактором формирования внутренних финансовых условий останется умеренно жесткая денежно-кредитная политика Банка России. По мере замедления инфляции и ее закрепления вблизи целевого уровня 4% Банк России будет постепенно снижать степень жесткости денежно-кредитной политики, что приведет к снижению номинальных ставок в экономике. При этом реальные ставки останутся положительными.

Консервативный подход к оценке потенциальных заемщиков, которого придерживаются банки, способствует улучшению качества кредитных портфелей. Повышению кредитоспособности заемщиков также будут способствовать оживление экономической активности и рост доходов. При этом конкуренция банков именно за «качественных» клиентов создаст возможность для смягчения ценовых и неценовых условий кредитования, в первую очередь для наиболее надежных заемщиков. Таким образом, смягчение условий кредитования будет сопровождаться повышением устойчивости как банковского, так и реального сектора и не создаст рисков для финансовой стабильности в среднесрочной перспективе. При этом в случае возникновения дисбалансов и накопления рисков на отдельных сегментах рынка Банк России для их нивелирования готов применять в том числе макропруденциальные меры.

Темп прироста кредита<sup>4</sup> экономике со стороны банковского сектора в 2017 г. оценивается на уровне 5–7% (табл. 2.1). Расширение кредитования, как корпоративного, так и потребительского, будет обусловлено восстановлением экономической активности и не создаст рисков для достижения Банком России цели по инфляции 4% в 2017 году. По оценкам Банка России, в 2018–2019 гг. кредитная активность будет приобретать устойчивость. Темп прироста кредита экономике составит 7–10%, что соответствует оценкам декабрьского Доклада.

Рост денежной массы в национальном определении, по оценкам Банка России, будет опережать увеличение кредита экономике и в 2017 г. составит 8–11%, как и в предыдущем выпуске Доклада. Положительный вклад в рост денежной массы продолжит вносить увеличение чистого кредита расширенному правительству со стороны банковской системы в связи с финансированием дефицита бюджета. В дальнейшем по мере сокращения дефицита бюджета<sup>5</sup> его вклад будет уменьшаться, что приблизит прирост денежной массы в 2018–2019 гг. к темпам прироста кредита экономике.

Восстановление кредитной активности под влиянием постепенного и взвешенного смягчения условий банковского кредитования послужит одним из факторов дальнейшего восстановления экономики в 2017–2019 годах. Более выгодные условия заимствования, наряду с увеличением доходов и повышением финансовой устойчивости компаний реального сектора, расширят возможности по привлечению заемных средств для финансирования инвестиций. Это, наряду с уже начавшимся в конце 2016 – начале 2017 г. улучшением настроений предприятий, а также ростом их прибыли, будет способствовать ускорению процессов восстановления

<sup>4</sup> Приведенные здесь и далее оценки темпа прироста кредита экономике представляют собой оценки темпов прироста требований банковского сектора к нефинансовым организациям и населению, что несколько шире, чем кредитный портфель банков, поскольку включает также облигации, векселя, акции, требования, связанные с проведением банковских расчетов, и так далее.

<sup>5</sup> Бюджетная политика будет направлена на фискальную консолидацию с постепенным сокращением дефицита федерального бюджета до 3, 2 и 1% в 2017, 2018 и 2019 гг. соответственно.

Таблица 2.1

## Основные параметры базового сценария прогноза Банка России

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

	2016 (оценка)	2017	2018	2019
Цена на нефть марки Urals, средняя за год, долл. США за баррель	42	50	40	40
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	5,4	4,0	4,0	4,0
Валовой внутренний продукт	-0,2	1,0-1,5	1,0-1,5	1,5-2,0
Расходы на конечное потребление	-3,8	1,5-2,0	1,7-2,2	1,8-2,3
– домашних хозяйств	-5,0	2,0-2,5	2,3-2,8	2,3-2,8
Валовое накопление	3,3	5,0-6,0	1,5-2,5	2,3-3,3
– валовое накопление основного капитала	-1,4	2,3-2,8	1,7-2,2	2,3-2,8
Чистый экспорт	21	-(28,6-23,6)	-(10,3-6,2)	-(8,3-3,8)
– экспорт	2,3	2,0-2,5	0,5-1,0	1,0-1,5
– импорт	-5	8,2-8,7	3,0-3,5	2,8-3,3
Денежная масса в национальном определении	9,2	8-11	8-11	7-10
Денежная база в узком определении	3,8	3-7	4-8	4-8
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	-1,8	5-7	7-9	8-10

производственной и инвестиционной активности на среднесрочном горизонте.

Годовой темп прироста валового накопления основного капитала в 2017–2019 гг. сложится в диапазоне 1,7–2,8%. Поддержку инвестициям в основной капитал будет оказывать продолжение восстановительного экономического роста. Валовое накопление в целом в 2017 г. будет расти существенно быстрее валового накопления основного капитала. Заметный вклад внесет увеличение запасов МОС на фоне повышения оптимизма предприятий в отношении перспектив восстановления спроса на их продукцию. Данная тенденция наметилась уже в конце 2016 – начале 2017 года. В дальнейшем валовое накопление основного капитала станет ведущим компонентом динамики валового накопления и во многом определит темпы его роста.

Рост производства и улучшение финансового состояния компаний окажут поддержку спросу на труд. В этих условиях продолжится рост заработной платы в номинальном выражении. Учитывая сохранение тенденции к последовательному снижению инфляции, заработная плата в реальном выражении также будет расти. Банк России ожидает, что повышение заработной платы будет следовать за восстановлением производства и поэтому не окажет значительного проинфляционного давления.

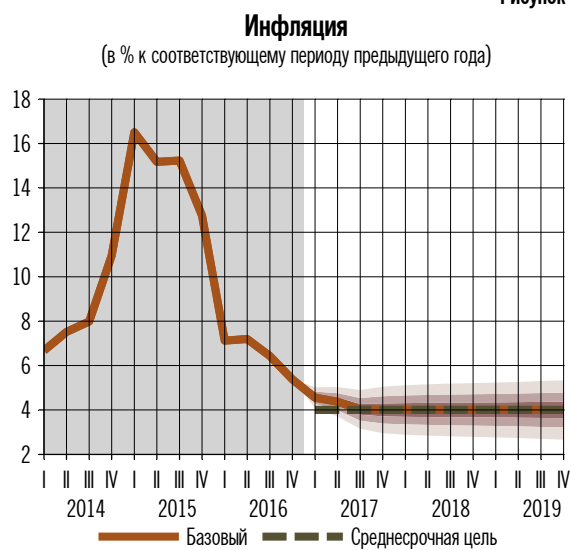
В этих условиях потребительская активность также будет постепенно восстанавливаться. По оценкам Банка России, годовой темп прироста расходов на потребление домашних хозяйств выйдет в положительную область уже во II квартале 2017 г. В целом на прогнозном горизонте темпы прироста расходов будут расти умеренными темпами – около 2,0–2,5% в 2017 г. и 2,3–2,8% в 2018–2019 годах. Поддержку росту потребления будет оказывать не только динамика доходов населения, но и в целом стабильность и предсказуемость внутренних экономических условий. Их значимым фактором станет закрепление инфляции вблизи уровня 4%. При этом есть основания ожидать, что восстановление потребления будет постепенным. Во-первых, сохранение положительных реальных процентных ставок в экономике будет поддерживать стимулы к сбережению. Во-вторых, умеренно жесткие денежно-кредитные условия и консервативная политика банков в отношении оценки заемщиков также будут способствовать сохранению взвешенного подхода населения к заимствованию.

По мере роста потребления будет увеличиваться спрос как на отечественные, так и на импортные товары и услуги. Укрепление рубля на фоне повышательной динамики нефтяных цен в первой половине 2017 г. несколько по-

Рисунок 2.2



Рисунок 2.3



высит привлекательность импортных товаров, что приведет к росту их покупок. Это отчасти обусловлено и реализацией отложенного спроса населения на импортные товары в условиях восстановления динамики доходов. С учетом этих факторов прогноз увеличения физических объемов импорта на 2017 г. существенно скорректирован вверх, до 8,2–8,7%. Впоследствии стабилизация цены на нефть приведет к замедлению темпов роста импорта до умеренных уровней – 2,8–3,5% в 2018–2019 годах. Принимая во внимание медленное восстановление внешнего спроса, прогноз роста экспорта в среднесрочной перспективе существенно не пересмотрен. Годовые темпы прироста физических объемов экспорта в 2017 г. составят 2–2,5%, после чего несколько замедлятся и в 2018–2019 гг. не превысят 1,5%. В результате вклад чистого экспорта в прирост ВВП выйдет в отрицательную область в 2017 г. и закрепится там на оставшейся части прогнозного горизонта.

Увеличение инвестиций и восстановление запасов, наряду с оживлением потребления, внесут положительный вклад в прирост ВВП, который оценивается в 1–1,5% в 2017 г. (рис. 2.2). Прогноз темпов экономического роста пересмотрен вверх по сравнению с предыдущим выпуском Доклада (0,5–1%) с учетом двух факторов. Во-первых, как отмечено выше, пересмотр данных о динамике ВВП в 2016 г. позволяет говорить о более выраженном восстановлении. Во-вторых, среднегодовая цена

на нефть в текущем прогнозе заметно выше, чем ранее (с учетом конъюнктуры первого полугодия 2017 г.), что также отражается на динамике ВВП.

Снижение нефтяных цен во второй половине 2017 г. окажет краткосрочное негативное влияние на динамику ВВП. Оно может притормозить скорость восстановления выпуска, но не приведет к перелому восстановительных тенденций, учитывая возросшую устойчивость российской экономики к внешним шокам. Не исключено, что в конце 2017 – начале 2018 г. поквартальные темпы экономического роста заметно снизятся. Но по мере стабилизации ситуации на внешних рынках они вновь возрастут. По прогнозу в 2018–2019 гг. ВВП увеличится на 1–2%.

Значимым фактором обеспечения внутренней макроэкономической стабильности наряду с проводимой денежно-кредитной политикой будет применение Минфином России модифицированного бюджетного правила. Оно будет способствовать снижению зависимости экономики от колебаний цен на нефть и обеспечению устойчивости государственных финансов, что является важным условием сбалансированного роста. В дальнейшем сохранение темпов экономического роста на указанных уровнях возможно только в случае реализации мер структурной политики. Иначе за горизонтом 2019 г. темпы прироста ВВП не превысят 1,5–2,0%, что соответствует текущей оценке среднесрочного потенциала российской экономики.

Таблица 2.2

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

	2016 (оценка)	2017	2018	2019
<b>Счет текущих операций</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>9</b>	<b>8</b>
Торговый баланс	88	101	79	80
Экспорт	279	316	298	307
Импорт	-191	-214	-220	-227
Баланс услуг	-24	-29	-28	-29
Экспорт	50	53	56	57
Импорт	-74	-81	-83	-86
Баланс первичных и вторичных доходов	-41	-43	-43	-44
Счет операций с капиталом	-1	0	0	0
<b>Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>9</b>	<b>8</b>
<b>Финансовый счет (кроме резервных активов)</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>
Сектор государственного управления и центральный банк	4	6	5	6
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-16	-12	-13	-13
<b>Изменение валютных резервов («+» – снижение, «-» – рост)</b>	<b>-8</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

\* В знаках РПБ5.

Примечание: из-за округления итоговые значения могут отличаться от суммы соответствующих величин.

Инфляция снизится до 4% к концу 2017 г. и в дальнейшем будет поддерживаться вблизи данного уровня мерами денежно-кредитной политики (рис. 2.3). С учетом сохранения умеренно жестких денежно-кредитных условий вклад спросовых ограничений в инфляцию останется отрицательным на большей части прогнозного горизонта.

Закрепление инфляции вблизи 4% будет способствовать снижению уровня инфляционных ожиданий, а также их инерционности. Это, в свою очередь, будет создавать условия для устойчивого сохранения инфляции на низких уровнях и снижения ее чувствительности к временным факторам в дальнейшем.

В условиях снижения цен на нефть во второй половине 2017 г. и их сохранения на низких уровнях в 2018–2019 гг. цены производителей будут расти относительно невысокими темпами. Этому будут способствовать также умеренные темпы индексации административно регулируемых цен и тарифов на услуги естественных монополий. Указанные два фактора в совокупности окажут сдерживающее влияние на инфляцию в среднесрочном периоде.

Курсовая динамика не будет препятствием для достижения целевого уровня инфляции в конце 2017 г. и закрепления вблизи него на прогнозном горизонте. Этому будет способствовать поддержание необходимой степени жесткости денежно-кредитной политики.

## Сценарий с ростом цены на нефть

В данном сценарии предполагается постепенное увеличение среднегодовой цены на нефть марки Urals с \$55 за баррель в 2017 г. до \$60 за баррель в 2018 г. и ее сохранение на этом уровне в дальнейшем. Для формирования повышательной динамики цен на нефть недостаточно только продления договоренности о сокращении добычи странами – экспортерами нефти, учитывая возможное расширение добычи на сланцевых месторождениях США. Основным фактором устойчивого роста цен на нефть на среднесрочном прогнозном горизонте может выступать более динамичное развитие мировой экономики, в том числе экономики Китая и развивающихся стран, а также существенное

повышение оптимизма инвесторов на мировых рынках по сравнению с базовым сценарием.

Повышение цены на нефть отразится на издержках производителей, что на фоне общей положительной динамики мировой экономики будет оказывать проинфляционное влияние и создаст предпосылки для ускорения процесса нормализации денежно-кредитной политики крупнейшими мировыми центральными банками. Ожидаемое повышение процентных ставок, однако, не будет настолько значительным, чтобы замедлить рост вложений в СФР, в том числе и в Россию, с учетом растущего аппетита к риску у мировых инвесторов. В этих условиях у российских компаний расширятся возможности для рефинансирования внешней задолженности.

Указанные факторы, наряду с постепенным смягчением внутренних денежно-кредитных условий и улучшением ожиданий производителей, поддержат восстановительные процессы в российской экономике. Это создаст предпосылки для более динамичного роста заработной платы и доходов, особенно в условиях низкой безработицы. В результате потребительский спрос будет восстанавливаться быстрее, чем в базовом сценарии. При этом, как и в базовом сценарии, ожидается, что потребление не будет опережать по темпам рост производства и доходов, тем самым не создавая существенного проинфляционного давления.

Негативный вклад в экономическую динамику будет вносить чистый экспорт, учитывая, что увеличение импорта будет опережать рост экспорта в условиях более крепкого, чем в базовом сценарии, рубля и растущих внутренних доходов. При этом на начальном этапе рост инвестиционного импорта будет превышать рост импорта потребительских товаров, учитывая уже произошедший запуск процессов модернизации производства. Хотя физические объемы чистого экспорта будут снижаться, сальдо торгового баланса и сальдо текущего счета вырастут на фоне роста цен на нефть. Рост доходов в экономике расширит возможности для приобретения иностранных активов как одного из направлений вложения средств, что приведет к увеличению чистого оттока капитала.

В условиях действия переходных положений бюджетного правила снижение дефицита бюджета будет сопоставимо с базовым сценарием. При этом бюджетная политика, как и в базовом сценарии, будет вносить небольшой отрицательный вклад в динамику ВВП.

За счет более быстрого оживления инвестиционного и потребительского спроса экономический рост в 2017–2018 гг. окажется выше, чем в базовом сценарии. По мере того как потенциал ускоренного восстановительного роста будет исчерпан, в 2019 г. темпы роста сложатся несколько ниже, чем в предыдущие годы, и в дальнейшем будут определяться структурными факторами.

В данном сценарии возможно снижение инфляции к цели 4% несколько раньше, чем в базовом сценарии, – уже в III квартале 2017 года. В этих условиях траектория процентной ставки на прогнозном горизонте может быть несколько ниже по сравнению с базовым сценарием. При этом будет поддерживаться степень жесткости денежно-кредитной политики, необходимая для закрепления инфляции вблизи целевого уровня и снижения инфляционных ожиданий.

## Рисковый сценарий

Рисковый сценарий предполагает снижение цены на нефть до \$25 за баррель в конце 2017 г. и ее сохранение вблизи этого уровня в дальнейшем на прогнозном горизонте. Такая динамика может стать результатом более существенного замедления экономики Китая по сравнению с базовым сценарием. В этих условиях фактор соглашений между странами – экспортерами нефти не будет играть существенной роли, а стимулы к соблюдению договоренностей между ними снизятся.

Ухудшение условий торговли приведет к сокращению доходов и переоценке перспектив российской экономики как внешними инвесторами, так и участниками внутреннего рынка. Это вызовет усиление оттока капитала и может затруднить обслуживание внешнего долга для российских компаний и кредитных организаций. В результате восстановление инвестиционных процессов окажется отложено, а потребитель-

ский спрос будет сокращаться. Единственным фактором, который будет вносить положительный вклад в ВВП, в этих условиях станет чистый экспорт, что объясняется падением закупок импортных товаров.

В результате темпы экономического роста в данном сценарии ожидаются ниже, чем в базовом. Темп роста ВВП в 2017 г. окажется близким к нулю, далее он выйдет в отрицательную область. Однако с учетом возросшей устойчивости экономики к внешним шокам не произойдет значительного снижения деловой активности. В целом за 2017 г. ситуация окажется лучше, чем за 2016 г., прежде всего благодаря уже начавшимся процессам оживления внутренней экономической активности и внешнеэкономической конъюнктуре в первом полугодии 2017 года. Восстановительные процессы возобновятся во втором полугодии 2018 г. при отсутствии новых шоков, в дальнейшем темпы экономического роста продолжат увеличиваться до потенциального уровня, который определяется структурными факторами.

Ухудшение экономической конъюнктуры вызовет рост курсовой неопределенности и инфляционных ожиданий, в результате снижение инфляции приостановится и даже может временно возрасти. Целевое значение 4% будет достигнуто в 2019 году. Банк России будет выбирать степень жесткости денежно-кредитной политики с учетом инфляционных рисков, рисков для восстановления экономики и финансовой стабильности. Кроме того, Банк России будет готов расширить объем предоставляемых средств по операциям валютного рефинансирования в случае затруднений с обслуживанием внешнего долга российскими компаниями и банками.

## Риски среднесрочного прогноза

На среднесрочном горизонте сохраняется ряд рисков, реализация которых может оказать влияние на развитие ситуации в российской экономике. Среди них наиболее значимыми с точки зрения дальнейшей динамики инфляции являются риски, связанные с инфляционными ожиданиями и чрезмерным относительно

восстановительных процессов в экономике ростом потребительской активности.

Хотя в целом замедление инфляции способствует снижению инфляционных ожиданий, этот процесс может происходить медленнее, чем предполагается в сценариях Банка России. Учитывая инерционность инфляционных ожиданий, для их привязки к целевому уровню инфляции может потребоваться продолжительное время. Кроме того, принимая во внимание сохраняющуюся чувствительность инфляционных ожиданий к временным проинфляционным факторам, не исключено их повышение в отдельные периоды.

Другим значимым проинфляционным риском может стать снижение стимулов населения к сбережениям. Это может произойти, например, в случае достаточно быстрого восстановления склонности к риску как кредиторов, так и заемщиков, что будет проявляться в отказе банков от консервативного подхода к оценке заемщиков и росте спроса на кредит со стороны населения. В результате чистые требования населения к банкам как элемент сбережений будут расти медленнее. В случае появления признаков дисбаланса на отдельных сегментах финансового рынка Банк России будет готов применить меры макропруденциальной политики.

Обсуждаемый в настоящее время Минфином России неналоговый маневр<sup>6</sup>, как ожидается, может внести заметный вклад в повышение инфляции. Однако данный немонетарный фактор окажет временное влияние на инфляцию (подробнее – см. приложение «О немонетарных факторах инфляции»). В связи с отсутствием утвержденных параметров и сроков проведения маневра Банк России не закладывает его в базовый прогноз, но рассматривает в числе рисков. По мере появления определенности Банк России будет учитывать данный фактор при подготовке прогноза. Необходимость и степень реакции денежно-кредитной политики будет оцениваться в том числе с учетом влияния налогового маневра на инфляционные ожидания.

<sup>6</sup> В обсуждаемых в настоящий момент предложениях Минфина России предполагается снижение размера страховых взносов с 30 до 22%, которое компенсируется повышением НДС с 18 до 22% (схема «22/22»).



В случае реализации сценария с ростом цен на нефть важно сохранить консервативный подход к бюджетной политике, в частности направляя дополнительные нефтегазовые доходы в Резервный фонд или на покрытие дефицита бюджета в рамках, предусмотренных законом.

При возникновении тех или иных рисков может потребоваться проведение более жесткой денежно-кредитной политики по сравнению с той, что закладывается в сценарии Банка России.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

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

В IV квартале 2016 г.<sup>1</sup> сокращение профицита текущего счета замедлилось за счет уменьшения темпов снижения положительного сальдо торгового баланса в связи с динамикой экспорта.

В IV квартале стоимостный объем экспорта товаров почти не изменился, тогда как в III квартале сократился на 10%. Основную поддержку экспорту в IV квартале 2016 г. оказало повышение мировых цен на нефть по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года впервые за 2,5 года. Уголь и ключевые экспортируемые металлы тоже существенно подорожали. Снижение цены на природный газ на основном для России европейском рынке замедлилось<sup>2</sup>.

Физические объемы экспорта энергоносителей на фоне расширения добычи нефти и природного газа сохранялись в целом на высоком уровне, хотя внутри группы наблюдалась неоднородная динамика. По данным ФТС России, в IV квартале экспорт природного газа увеличился на 9,6%, сырой нефти – на 0,5%. В то же время поставки нефтепродуктов в связи с частичной переориентацией на сырую нефть в условиях реализации налогового маневра сократились на 9%. При этом происходило изменение конкурентных позиций на рынках данных товаров. С одной стороны, улучшается положение России на рынке нефти Китая. По данным Главного таможенного управления Китая, ввоз сы-

рой нефти в Китай из России в IV квартале расширился на 19%. Ее доля в китайском импорте нефти увеличилась до 15%, что позволило России превзойти по объему поставок даже Саудовскую Аравию. С другой стороны, после снятия санкций в начале 2016 г. Иран значительно нарастил поставки в Европу, на которую приходится более 60% российского экспорта нефти. Экспорт нефти и нефтепродуктов в совокупности из России в ЕС в IV квартале, по данным ФТС, снизился. В то же время ситуация с поставками российского природного газа в Европу немного улучшилась. Экспорт природного газа из России на основной (около 70% экспорта газа России) европейский рынок в IV квартале расширился на 23% в основном за счет Германии, Великобритании и Польши. Турция ратифицировала соглашение с Россией по проекту строительства газопровода «Турецкий поток». Реализация проекта позволит расширить поставки в Турцию (ключевой потребитель российского газа – 12% экспорта) и снизить зависимость от транзита российского газа в Европу через Украину.

В свою очередь, рост стоимостного объема импорта товаров ускорился с 6% в III квартале до 8% в IV квартале. Увеличение импорта было связано с укреплением рубля и восстановлением спроса на товары на фоне некоторого улучшения ситуации в российской экономике. Реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам в IV квартале вырос более чем на 10%. Расширение импорта происходило примерно наполовину за счет инвестиционных товаров в условиях роста деловой активности в обрабатывающей промышленности. Импорт инвестиционных товаров в IV квартале увеличился на 18%, тогда как потребительских товаров – на 7%. Среди товарных групп наибольший вклад в восстановление импорта вносит машиностроительная продукция.

Увеличение импорта товаров с III квартала 2016 г. начало вносить отрицательный вклад

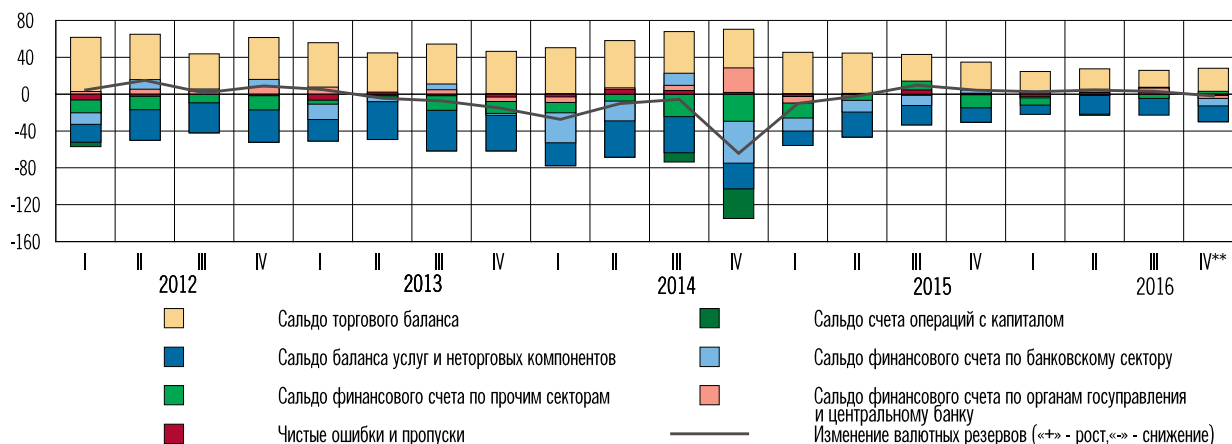
<sup>1</sup> Здесь и далее изменение к аналогичному периоду предыдущего года, если не указано иное.

<sup>2</sup> В IV квартале 2016 г. цена нефти Urals увеличилась на 13%, мировая цена на австралийский уголь (по данным Всемирного банка) – на 78%, на железную руду – на 50%, на алюминий и никель – на 14%. Годовые темпы снижения цены природного газа в Европе уменьшились с 36% в III квартале до 22% в IV квартале.

Рисунок 1

### Динамика основных компонентов платежного баланса\*

(млрд долл. США)



\* В знаках РГБ5.

\*\* IV квартал 2016 г. – оценка.

Источник: Банк России.

в динамику торгового баланса и текущего счета. Сжатие профицита торгового баланса в 2016 г. частично компенсировалось снижением дефицита баланса услуг, в основном за счет сокращения импорта туристских услуг на фоне приостановки авиасообщения с Египтом с ноября 2015 года. Изменение других компонент уже не оказывало заметной поддержки текущему счету (рис. 1).

Уменьшение положительного сальдо текущего счета сопровождалось снижением чистого вывоза капитала банками и компаниями<sup>3</sup>. В IV квартале 2016 г., согласно предварительной оценке, его объем снизился почти в три раза

по сравнению с аналогичным периодом 2015 г., до \$5 млрд. Замедление оттока происходило на фоне уменьшения выплат по внешнему долгу частного сектора. В IV квартале 2016 г. иностранные обязательства банков сократились примерно на \$7 млрд, тогда как в IV квартале 2015 г. – на \$9 млрд. Компании рефинансировали внешнюю задолженность, несмотря на ограниченный из-за санкций доступ к западным рынкам капитала. В IV квартале 2016 г. прочие секторы смогли увеличить иностранные обязательства более чем на \$18 млрд, при этом график погашения предусматривал выплату внешнего долга в размере \$26 млрд.

<sup>3</sup> С поправкой на объем ликвидности в иностранной валюте, предоставленной Банком России кредитным организациям на возвратной основе, на сумму операций по корреспондентским счетам банков-резидентов в Банке России, а также на сумму средств в иностранной валюте, полученных Банком России в рамках операций «валютный своп».

## Прогноз платежного баланса на 2017–2019 годы

По сравнению с декабрьским выпуском Доклада предпосылки по цене на нефть пересмотрены вверх: в 2017 г. для базового и рискованного сценариев и на всем прогнозном периоде для сценария с более благоприятной внешнеэкономической конъюнктурой. Наряду с данным фактором, на параметры прогноза платежного баланса повлияла корректировка прогнозов ряда других ключевых макроэкономических показателей<sup>1</sup>.

В базовом сценарии ожидается цена нефти около \$50 за баррель в среднем в 2017 г. на фоне более быстрого восстановления равновесия на мировом рынке нефти благодаря высокой степени выполнения соглашений о сокращении добычи, тогда как в предыдущем Докладе – \$40 за баррель. Вместе с тем по-прежнему предполагается снижение цены на нефть до \$40 за баррель к концу 2017 г. по истечении срока договоренностей в июне и по мере расширения добычи в США на фоне роста производительности, а также активности по бурению и введению в эксплуатацию скважин. В 2018–2019 гг. ожидается сохранение среднегодовой цены на нефть вблизи \$40 за баррель.

Прогноз стоимостного объема экспорта существенно повышен в связи с пересмотром вверх среднегодовой цены нефти в 2017 г. и прогнозов международных организаций по ценам на газ в Европе и металлы. В условиях роста мировых цен на сырье в целом в 2017 г. экспорт расширится. Вместе с тем в 2018 г. ожидается его сокращение вслед за снижением среднегодовой цены нефти. В 2019 г. на фоне стабильных цен экспорт несколько увеличится за счет роста физического объема по мере расширения внешнего спроса.

В то же время улучшение оценок роста ВВП России по сравнению с прогнозами, опубликованными в предыдущем Докладе, и эффект реализовавшегося в начале года укрепления рубля обусловят более быстрое, чем ожидалось ранее, расширение импорта в 2017 году. Рост импорта в 2018–2019 гг. продолжится на фоне

восстановления внутреннего спроса, хотя и более медленными темпами.

Поскольку прирост стоимостного объема экспорта на фоне более высоких цен на нефть в 2017 г. будет более значительным, чем прирост импорта, положительное сальдо баланса внешней торговли заметно увеличится. В 2018 г. оно резко сократится за счет уменьшения экспорта на фоне снижения среднегодовых цен на энергоносители при одновременном расширении импорта, а в 2019 г. существенно не изменится.

Дефицит неторговых компонентов останется на низком уровне. В то же время вместе с увеличением внешнего долга возрастут и процентные платежи по его обслуживанию и, следовательно, отрицательное сальдо инвестиционных доходов.

Значительное увеличение профицита текущего счета в 2017 г. и его сокращение в 2018 г. в основном будут определяться динамикой баланса внешней торговли. В 2019 г. профицит текущего счета стабилизируется на уровне около \$10 млрд: рост дефицита баланса услуг и неторговых компонентов будет нивелировать незначительное улучшение торгового баланса (рис. 1).

Чистый отток частного капитала продолжит замедляться, снизившись до \$12 млрд в 2017 г., и останется вблизи данного невысокого уровня в 2018–2019 годах.

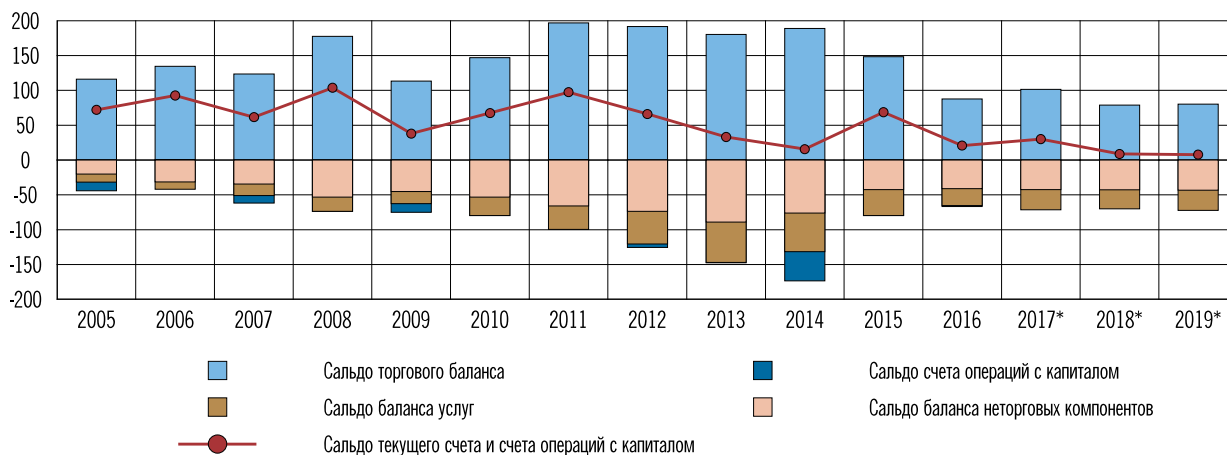
С одной стороны, вклад в снижение оттока капитала внесет менее значительное, чем ранее, сокращение иностранных обязательств, о чем, в частности, свидетельствует график погашения внешнего долга. Объем фактического чистого снижения иностранных обязательств оценивается заметно ниже по сравнению с графиком, учитывая продолжающийся приток обязательств в форме прямых зарубежных инвестиций<sup>2</sup>, внутригрупповые кредиты и займы, а также рефинансирование части долга. Кроме того, вывоз капитала, связанный с чистым уменьшением обязательств, будет снижаться по мере того, как компании будут находить не затронутые санкциями источники внешнего

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

<sup>2</sup> В том числе и не связанных с накоплением долга, например таких как участие в капитале зависимых и дочерних компаний.

Рисунок 1

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



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

финансирования, а в 2019 г. ожидается чистый приток обязательств.

С другой стороны, вывоз капитала за счет наращивания иностранных активов расширится и в 2017–2019 гг. будет основным компонентом совокупного чистого оттока частного капитала, что связано с постепенным увеличением доходов экономических агентов в условиях роста российской экономики. Вместе с тем он останется сравнительно невысоким в условиях сохранения высокой привлекательности рублевых вложений относительно валютных за счет дифференциала процентных ставок. Кроме того, на фоне снижения цены на нефть и ее сохранения на низком уровне доходы от внешнеэкономической деятельности существенно не возрастут. Финансовое состояние экономических субъектов не улучшится достаточно для того, чтобы они могли направить значительный объем средств на приобретение иностранных активов. Более того, часть ликвидных иностранных активов будет направлена на финансирование платежей по обязательствам, в том числе на погашение задолженности банков по операциям валютного репо с Банком России (рис. 2).

Резервные активы в 2017 г. значительно увеличатся как за счет возврата Банку России предоставленной ликвидности в рамках операций валютного рефинансирования, так и за счет приобретения иностранной валюты для Министерства финансов России в рамках переходного бюджетного правила.

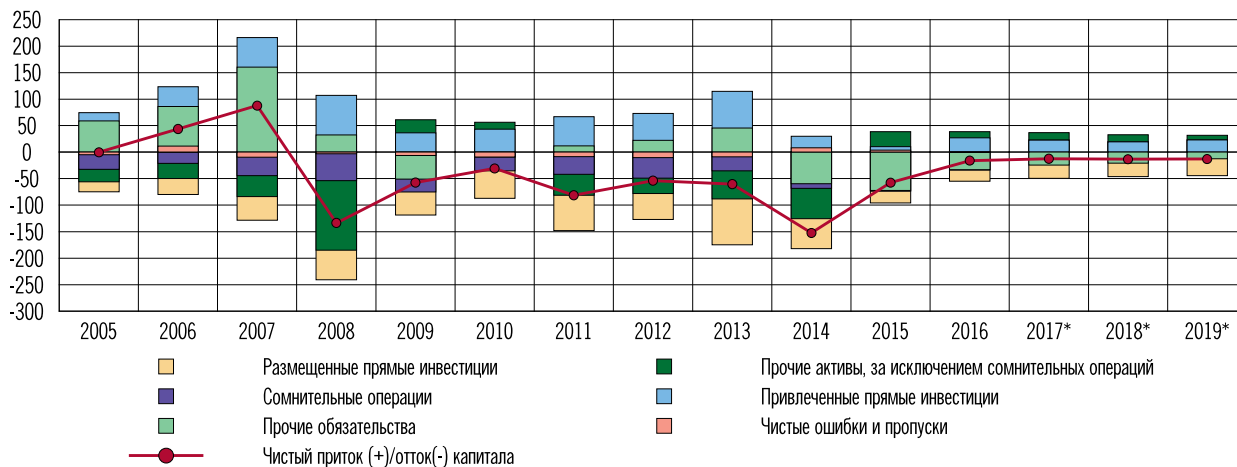
Согласно сценарию, предполагающему повышение цен на нефть примерно до \$60 за баррель в 2019 г., а также более высокие темпы роста внешнего спроса, экспорт в 2017–2019 гг. сложится на значительно более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. Объемы импорта будут также выше, чем в базовом сценарии, что обусловлено более быстрым восстановлением российской экономики и более крепким рублем. Поскольку рост экспорта будет опережать восстановление импорта, положительное сальдо торгового баланса и текущего счета на протяжении 2017–2019 гг. будет постепенно увеличиваться, находясь на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием.

На фоне роста ВВП и цен на нефть инвестиционная привлекательность российских активов для нерезидентов повысится, что создаст условия для увеличения внешних заимствований российскими компаниями. Одновременно по мере роста доходов усилится интерес российского частного сектора к приобретению иностранных активов. В целом отток капитала в рамках данного сценария будет расширяться и сложится на более высоких уровнях по сравнению с базовым сценарием. При этом до конца 2017 г. кредитные организации полностью погасят имеющуюся задолженность по операциям валютного репо с Банком России. В сочетании с более значительным, чем в базовом сценарии, приобретением иностранной валюты

Рисунок 2

### Структура оттока капитала\*

(млрд долл. США)



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

Минфином России это приведет к росту международных резервов на протяжении всего прогнозного периода.

В случае реализации рискованного сценария предполагается снижение цены на нефть во второй половине 2017 г. до \$25 за баррель и ее сохранение вблизи данного уровня до конца 2019 года. Это приведет к значительному падению экспорта по сравнению с базовым сценарием. В то же время спрос на импортные товары сократится в условиях уменьшения потребления и инвестиций в 2017–2018 годах. Понижительное давление на импорт также окажет ослабление рубля в течение 2017 г. на фоне снижения цен на нефть. Более существенное падение экспорта в сравнении со сжатием импорта приведет к ухудшению состояния торгового баланса и падению профицита счета текущих операций в 2017–2018 годах. В 2019 г. ожидается стабилизация положительного сальдо текущего счета на более низком уровне по сравнению с базовым сценарием.

Чистый объем сокращения обязательств существенно вырастет на фоне ужесточения условий внешнего финансирования в связи с уменьшением привлекательности российских активов для нерезидентов. Рефинансирование

имеющихся займов и привлечение новых обязательств на фоне значительного падения цен на нефть и снижения экономической активности будут затруднены. Сильнее всего этот эффект проявится в 2018 г., в результате чего чистый вывоз частного капитала будет существенно выше, чем в базовом сценарии. В то же время отток в связи со спросом на иностранные активы со стороны российских компаний сложится на более низком уровне, чем в базовом сценарии, на протяжении всего прогнозного периода на фоне менее значительных доходов. В результате чистый отток частного капитала в 2017 и 2019 гг. в рискованном сценарии будет близок к уровням базового сценария.

При этом Банк России не исключает, что может возникнуть потребность в увеличении объема операций по предоставлению иностранной валюты на возвратной основе на фоне существенного ухудшения внешнеэкономических условий во избежание возникновения рисков для финансовой стабильности. Кроме того, предполагается некоторое уменьшение резервных активов за счет обратных операций Министерства финансов в соответствии с озвученным механизмом реализации бюджетного правила<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Согласно заявленному механизму, объем операций Минфина по продаже иностранной валюты не может превышать накопленный объем покупки валюты.

## Статистический анализ различий в экономическом развитии регионов

Показатели развития регионов в конце 2016 – начале 2017 г. продолжили улучшаться при уменьшении их неоднородности.

В условиях оживления экономической активности ситуация на рынке труда в 2016 г. оставалась благоприятной. Номинальная заработная плата в целом по России выросла на 7,8%, при этом ее рост наблюдался по всем видам экономической деятельности. В региональном разрезе неоднородность темпа прироста номинальной заработной платы снизилась (рис. 1). Более чем в два раза увеличилось количество регионов с темпом прироста заработной платы, превышающим 5%. Наиболее высоким темпом заработная плата увеличивалась в финансовых центрах (Москва, Санкт-Петербург).

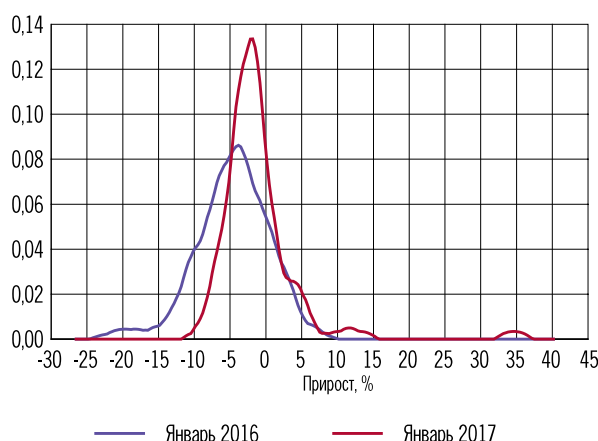
В условиях стабильного роста заработной платы годовой темп снижения оборота розничной торговли в январе 2017 г. существенно замедлился и составил 2,3%. Положительный вклад в динамику показателя могла также внести единовременная выплата пенсионерам. При этом распределение регионов по годовому темпу прироста показателя стало более центрированным вокруг среднего значения (рис. 2). Количество регионов, в которых оборот розничной торговли сократился более чем на 10%, уменьшилось в январе 2017 г. до нуля (январь

2016 г. – 11). Появились регионы с годовым приростом оборота розничной торговли более 3%: Пензенская область, Республика Мордовия, Ленинградская область. Высокий годовой темп прироста оборота розничной торговли (более 10%) в Республике Ингушетия, Омской области и Чеченской Республике обусловлен эффектом низкой базы.

В феврале 2017 г. продолжилось замедление годовой инфляции до 4,6%. При этом распределение субъектов федерации по этому показателю стало намного более равномерным, а в 28 регионах годовая инфляция не превысила 4%. Среди регионов, в которых годовая инфляция не превысила 4%, – девять регионов Приволжского федерального округа и семь ре-

Рисунок 2

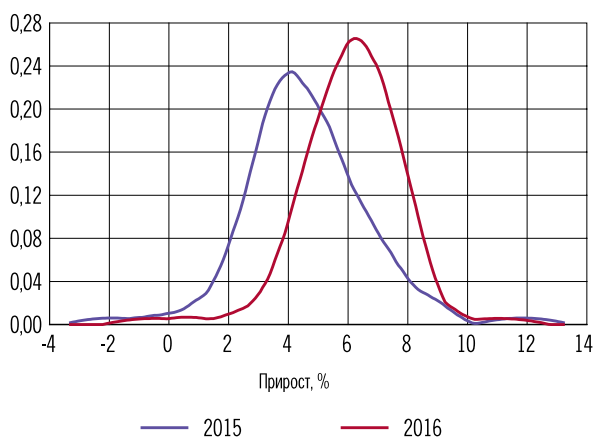
**Распределение регионов России по темпу прироста оборота розничной торговли**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 1

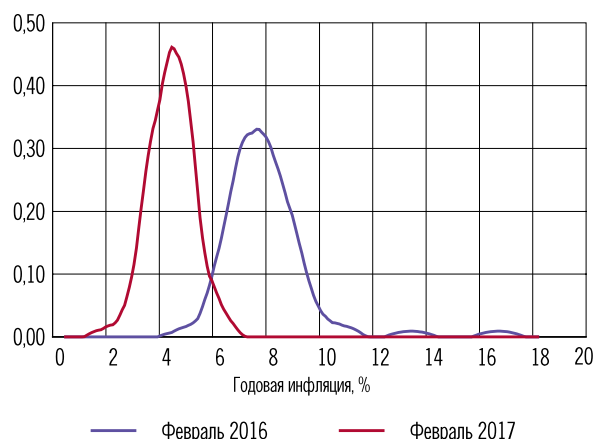
**Распределение регионов России по темпу прироста номинальной заработной платы**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Рисунок 3

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



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

гионов Сибирского федерального округа. Замедлению инфляции способствовали приверженность населения к сберегательной модели поведения, укрепление рубля и высокий урожай сельскохозяйственной продукции в 2016 году. Дополнительные предпосылки для устойчиво низкой инфляции в отдельных субъектах

федерации создает совершенствование конкуренции на рынке продовольственных товаров, в частности поддержка региональными органами государственного управления местных производителей и розничных сетей и развитие ярмарок для низкодоходных слоев населения.



## О немонетарных факторах инфляции

Для анализа эффективности мер макроэкономической политики факторы инфляции зачастую делят на монетарные и немонетарные. При этом нет общепринятого критерия, в соответствии с которым можно было бы четко отнести факторы к той или другой группе. В экономической литературе встречаются различные варианты классификации<sup>1</sup>. Исходя из практических задач макроэкономического регулирования, к монетарным факторам инфляции отнесем те, на которые Банк России оказывает существенное непосредственное влияние при помощи инструментов денежно-кредитной политики. И напротив, если движущие силы инфляции в пределах среднесрочного горизонта являются преимущественно автономными от денежно-кредитной политики (то есть находящимися вне зоны ее воздействия), определим их как немонетарные. Существуют факторы смешанной, монетарно-немонетарной природы, испытывающие значимое влияние со стороны как монетарных, так и немонетарных условий.

В соответствии с принятым подходом к немонетарным факторам относятся внешнеэкономические условия, структурные особенности экономики (например, такие как характеристики основных фондов, рабочей силы, технологический уровень производства, транспортная, логистическая инфраструктура), институциональные условия (нормативно-правовая база хозяйственной деятельности, особенности рыночных институтов, например уровень конкуренции), фискальная политика, природные и политические факторы, влияющие на предложение товаров (торговые ограничения, урожай) (рис. 1).

При анализе и прогнозировании ценовой динамики важно выделять действие немонетар-

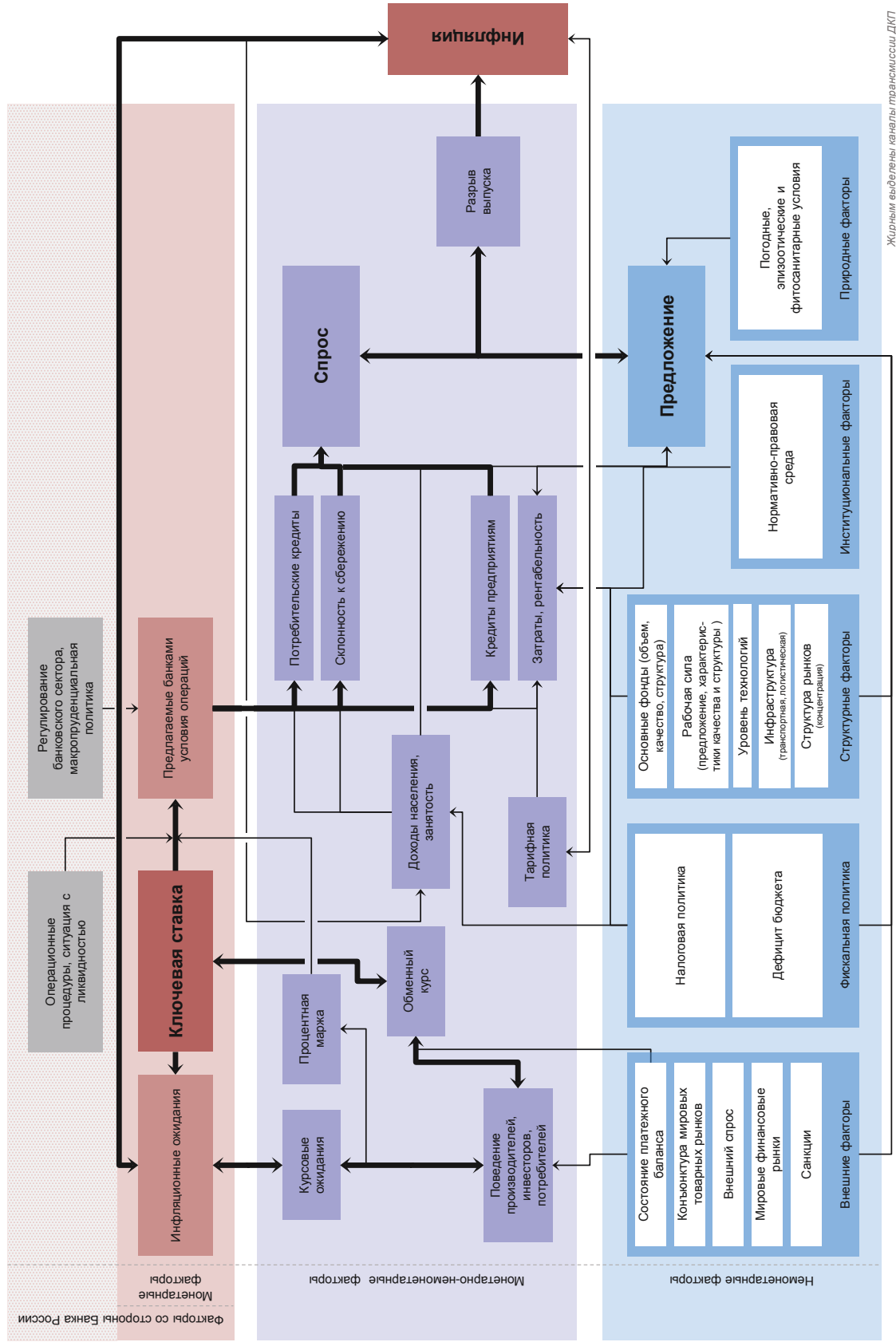
ных факторов, поскольку реакция на них мерами денежно-кредитной политики может иметь нежелательные последствия. Данное действие может иметь различный характер. К наиболее распространенным кратковременным немонетарным шокам относятся колебания конъюнктуры рынков продовольствия, связанные с объемами урожая, эпизоотической ситуацией, изменениями мировых цен на отдельные виды продовольствия, введением или отменой торговых ограничений. Другим примером являются разовые изменения ставок налогов. Реакция на подобные шоки мерами денежно-кредитной политики целесообразна лишь в тех случаях, когда они оказывают значимое влияние на инфляционные ожидания (то есть имеют так называемые вторичные эффекты).

Влияние других немонетарных факторов на инфляцию является опосредованным и долгосрочным. Так, например, инвестиционная пауза, приводящая к сокращению объемов, физическому и моральному старению основных фондов, негативно отражается на потенциальном выпуске, понижение которого создает проинфляционное давление либо сокращает сдерживающее влияние недостаточного спроса. И наоборот, позитивные изменения институциональной среды, такие как, к примеру, облегчение доступа на рынки или к инфраструктуре, будут способствовать развитию конкуренции, повышать эффективность производства и, таким образом, снижать давление на цены со стороны затрат. Для того чтобы нивелировать негативное влияние либо усилить позитивные эффекты немонетарных факторов продолжительного действия, необходима комплексная активная государственная политика, направленная на модернизацию экономики, усиление инновационной составляющей роста, совершенствование рыночных институтов, развитие конкуренции.

<sup>1</sup> См., например: Cottarelli C., Griffiths M., Moghadam R. (1998) *The Nonmonetary Determinants of Inflation: A Panel Data Study* // IMW WP/98/234; Grauwe P. D., Polan M. (2001). *Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?* // CEPR Discussion paper №2841; Hammermann F. (2007). *Nonmonetary Determinants of Inflation in Romania* // Kiel WP № 1322; Пителин А.К. (2015) *О немонетарных факторах инфляции* // *Экономика и математические методы*. т.51, №1, с.45–67.

Рисунок 1

# ФАКТОРЫ ИНФЛЯЦИИ И ОСНОВНЫЕ КАНАЛЫ ИХ ВЛИЯНИЯ



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

Таблица 1

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

Изменены ставки по валютным свопам Банка России	С 23 декабря 2016 г. установлены следующие процентные ставки по валютной части операций «валютный своп»: <ul style="list-style-type: none"> <li>– по операциям «валютный своп» по покупке долларов США и евро за рубли с их последующей продажей процентные ставки установлены равными ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США и евро соответственно;</li> <li>– по операциям «валютный своп» по продаже долларов США за рубли с их последующей покупкой со сроками расчетов «сегодня/завтра» и «завтра/послезавтра» процентные ставки установлены равными ставке LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США, увеличенной на 1,50 процентного пункта</li> </ul>
Установлен максимальный объем задолженности кредитных организаций перед Банком России по рефинансированию в иностранной валюте на 2017 г.	На 2017 г. максимальный объем задолженности кредитных организаций перед Банком России по сделкам репо в иностранной валюте и кредитам в иностранной валюте, обеспеченным залогом прав требования по кредитам в иностранной валюте, установлен в размере, эквивалентном 25 млрд долл. США
Изменен регламент проведения операций репо Банка России по фиксированной ставке	С 16 января 2017 г. Банк России проводит операции репо по фиксированной ставке с 10:45 до 18:00 мск. Время начала проведения операций репо осталось неизменным, а время завершения их проведения увеличилось на 30 минут
Расширен Ломбардный список	В соответствии с решениями Совета директоров Банка России от 19 декабря 2016 г., 25 января и 27 февраля 2017 г. в Ломбардный список Банка России дополнительно включены 29 выпусков ценных бумаг

Таблица 2

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

Назначение	Вид инструмента	Инструмент (% годовых)	Срок	Частота проведения	На 1.01.16	С 14.06.16	С 19.09.16	С 27.03.17
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия	Кредиты овернайт; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом, рыночными активами, поручительствами; сделки «валютный своп» (рублевая часть) <sup>1</sup> ; операции репо Кредиты, обеспеченные золотом Кредиты, обеспеченные рыночными активами или поручительствами	1 день	Ежедневно	12,00	11,50	11,00	10,75
			От 2 до 549 дней <sup>2</sup>		12,50	12,00	11,50	11,25
			3 месяца <sup>2</sup>		12,75	12,25	11,75	11,50
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных рыночными активами	От 1 до 3 недель <sup>4</sup>	Ежемесячно <sup>3</sup>	11,25	10,75	10,25	10,00
			18 месяцев <sup>2,4</sup>					
			36 месяцев <sup>2,4</sup>					
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>5</sup>	11,00 (ключевая ставка)	10,50 (ключевая ставка)	10,00 (ключевая ставка)	9,75 (ключевая ставка)
			От 1 до 6 дней <sup>6</sup>					
			От 1 до 2 дней <sup>6</sup>					
Депозитные операции	Депозитные операции	Депозитные аукционы	От 1 до 6 дней <sup>6</sup>	Еженедельно <sup>5</sup>	10,00	9,50	9,00	8,75
			1 неделя					
			1 день, до востребования					

<sup>1</sup> С 23 декабря 2016 Г. ставки по валютной части установлены равными ставкам LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах США или евро (в зависимости от используемой в сделках валюты).

<sup>2</sup> Кредиты, предоставляемые по плавающей процентной ставке, привязанной к уровню ключевой ставки Банка России.

<sup>3</sup> С апреля 2016 Г. не проводятся.

<sup>4</sup> С 1 июля 2016 Г. операции приостановлены.

<sup>5</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион. См. пресс-релиз [http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19072015\\_154523if2015-01-19T15\\_41\\_11.htm](http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=19072015_154523if2015-01-19T15_41_11.htm).

<sup>6</sup> Операции «тонкой настройки».

Справочно: значение ставки рефинансирования с 1.01.16 приравнено к значению ключевой ставки Банка России на соответствующую дату.

Источник: Банк России.

## Статистические таблицы

Таблица 1

Операции Банка России по предоставлению и абсорбированию  
рублевой ликвидности

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	Частота проведения	Требования Банка России по инструментам предоставления ликвидности, обязательства Банка России по инструментам абсорбирования ликвидности, млрд руб.					
					На 1.01.16	На 1.07.16	На 1.10.16	На 1.01.17	На 1.02.17	На 1.03.17
Предоставление ликвидности	Операции постоянно-го действия	Кредиты овернайт	1 день	Ежедневно	0,0	1,5	2,6	0,0	0,0	0,0
		Ломбардные кредиты			2,9	1,2	1,2	0,6	0,6	0,0
		Сделки «валютный своп»			14,9	0,0	49,8	37,8	0,0	151,8
		Операции репо			264,9	273,7	408,7	593,9	74,2	155,9
		Кредиты, обеспеченные золотом	0,5		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
		Кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами	От 1 до 549 дней		234,8	242,1	331,7	410,7	411,8	166,1
	Операции на открытом рынке	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами	3 месяца	Ежемесячно <sup>2</sup>	1553,8	219,6	216,2	215,6	0,0	0,0
			От 1 до 3 недель <sup>1</sup> , 18 месяцев <sup>1</sup>	Нерегулярно						
		Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно <sup>3</sup>	1448,5	370,7	0,0	0,0	270,2	0,0
			От 1 до 6 дней	Нерегулярно <sup>4</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Аукционы «валютный своп»	Депозитные аукционы	От 1 до 2 дней		0,0	0,0	180,0	397,0	710,0	440,0	
		От 1 до 6 дней	Еженедельно <sup>3</sup>							
Абсорбирование ликвидности	Операции на открытом рынке	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	557,8	436,8	374,7	388,2	225,4	196,9
	Операции постоянно-го действия	Депозитные операции	1 день, до востребования	Ежедневно	557,8	436,8	374,7	388,2	225,4	196,9

<sup>1</sup> С 1 июля 2016 г. операции приостановлены.<sup>2</sup> С апреля 2016 г. не проводятся.<sup>3</sup> В зависимости от ситуации с ликвидностью проводится либо аукцион репо, либо депозитный аукцион.<sup>4</sup> Операции «тонкой настройки».

Источник: Банк России.

Таблица 2

## Нормативы обязательных резервов

(%)

Вид обязательств	Отчетные периоды			
	С 1.01.16 по 31.03.16	С 1.04.16	С 1.07.16	С 1.08.16
Перед физическими лицами в рублях	4,25	4,25	4,25	5,00
Перед юридическими лицами — нерезидентами в рублях				
По иным обязательствам в рублях				
Перед физическими лицами в иностранной валюте		5,25	6,00	
Перед юридическими лицами — нерезидентами в иностранной валюте		5,25	6,25	7,00
По иным обязательствам в иностранной валюте				

Источник: Банк России.

Таблица 3

## Коэффициент усреднения обязательных резервов

Виды кредитных организаций	С 1.01.16
Банки	0,8
НКО	1,0

Источник: Банк России.

Таблица 4

## Операции Банка России по предоставлению иностранной валюты

Инструмент	Срок	Частота <sup>1</sup>	Минимальная ставка на аукционах (как спред к ставке LIBOR <sup>2</sup> ), п.п.; ставка по долларовой части сделок «валютный своп» <sup>3</sup> , % годовых		Требования Банка России, млн долл. США <sup>4</sup>					
			С	С	На	На	На	На	На	На
			14.12.15	23.12.16	1.01.16	1.07.16	1.10.16	1.01.17	1.02.17	1.03.17
Аукционы репо	1 неделя	Еженедельно	2,00	2,00	100,1	0,0	0,0	2635,2	0,0	0,0
	28 дней			5016,7	12955,2	9913,4	8719,9	6237,1	5612,1	
	12 месяцев		3,00	3,00	15550,0	168,5	159,6	26,2	26,1	0,0
Кредитные аукционы	28 дней	Ежемесячно	2,25	2,25	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	365 дней		3,25	3,25	1494,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Сделки «валютный своп» по продаже долларов США за рубли	1 день	Ежедневно	1,50	LIBOR <sup>2</sup> +1,50	0,0	420,5	0,0	1000,0	0,0	0,0

<sup>1</sup> Кредитные аукционы в 2016 г., в январе-марте 2017 г. не проводились, проведение аукционов репо на срок 12 месяцев приостановлено с 1 апреля 2016 года.

<sup>2</sup> В соответствующих валютах и на сопоставимые сроки.

<sup>3</sup> Ставка по рублевой части соответствует ключевой ставке Банка России, уменьшенной на 1 процентный пункт.

<sup>4</sup> По сделкам репо – требования к кредитным организациям по второй части сделок.

Источник: Банк России.

Таблица 5

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

Направление косвенной поддержки банковского кредитования	Срок кредита	Залог	Процентная ставка, % годовых <sup>2</sup>		Требования Банка России к кредитным организациям, млрд руб.						Лимит на 1.03.17, млрд руб.
			С 19.09.16	С 27.03.17	На 1.01.16	На 1.07.16	На 1.10.16	На 1.01.17	На 1.02.17	На 1.03.17	
Несырьевой экспорт	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	9,00	8,75	39,66	50,98	49,62	43,38	35,95	32,31	75,00
Крупные инвестиционные проекты <sup>3</sup>	До 3 лет	Права требования по банковским кредитам на реализацию инвестиционных проектов, исполнение обязательств по которым обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации	9,00	8,75	53,44	91,02	101,12	112,62	112,35	106,60	150,00
		Облигации, размещенные в целях финансирования инвестиционных проектов и включенные в Ломбардный список Банка России	9,00	8,75	2,85	0,86	0,83	0,59	0,59	0,00	
Малый и средний бизнес	До 3 лет	Права требования по кредитным договорам АО «МСП Банк» <sup>4</sup>	6,50	6,50	40,10	43,20	44,01	43,12	40,09	39,68	125,00
	До 3 лет	Поручительства АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства», выданные в рамках Программы стимулирования кредитования субъектов малого и среднего предпринимательства			0,08	8,50	24,95	48,17	53,69	62,20	
Лизинг	До 3 лет	Права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	9,00	8,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	10,00
Военная ипотека	До 3 лет	Закладные, выданные в рамках программы «Военная ипотека»	10,00	9,75	21,01	29,31	29,31	29,31	29,31	29,31	30,00

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

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

<sup>3</sup> Проекты должны быть отобраны в соответствии с правилами, установленными постановлением Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2010 г. № 1016 «Об утверждении Правил отбора инвестиционных проектов и принципов для предоставления государственных гарантий Российской Федерации по кредитам либо облигационным займам, привлекаемым на осуществление инвестиционных проектов» или постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2014 г. № 1044 «Об утверждении Программы поддержки инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Федерации на основе проектного финансирования».

<sup>4</sup> Права требования по кредитам, предоставленным банкам и микрофинансовым организациям – партнерам АО «МСП Банк» по Программе финансовой поддержки развития малого и среднего предпринимательства на цели кредитования субъектов МСП, а также права требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям – партнерам АО «МСП Банк» на цели предоставления имущества в лизинг субъектам МСП.

Источник: Банк России.

Таблица 6

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2015</b>								
Январь	3,9	3,5	5,7	3,7	22,1	3,2	3,5	2,2
Февраль	2,2	2,4	3,3	2,7	7,2	2,1	2,3	0,8
Март	1,2	1,5	1,6	1,6	1,2	1,4	1,6	0,3
Апрель	0,5	0,8	0,3	0,9	-3,7	0,9	0,9	0,0
Май	0,4	0,6	0,1	0,2	-1,0	0,5	0,6	0,5
Июнь	0,2	0,4	-0,4	0,2	-5,0	0,3	0,3	1,0
Июль	0,8	0,4	-0,3	0,3	-4,2	0,5	0,3	3,0
Август	0,4	0,8	-0,7	0,5	-9,8	0,8	0,7	1,3
Сентябрь	0,6	0,8	0,4	0,7	-2,3	1,1	1,1	0,0
Октябрь	0,7	0,7	1,0	0,8	2,9	1,0	1,1	-0,1
Ноябрь	0,8	0,6	1,2	0,7	5,6	0,7	0,8	0,2
Декабрь	0,8	0,6	1,2	0,6	6,6	0,4	0,5	0,7
В целом за год (декабрь к декабрю)	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
<b>2016</b>								
Январь	1,0	0,8	1,2	0,6	6,2	0,7	0,8	1,0
Февраль	0,6	0,7	0,7	0,5	2,3	0,8	0,9	0,3
Март	0,5	0,6	0,4	0,6	-1,3	0,8	0,8	0,1
Апрель	0,4	0,5	0,4	0,5	-0,1	0,6	0,6	0,3
Май	0,4	0,5	0,4	0,3	0,6	0,4	0,4	0,5
Июнь	0,4	0,4	0,1	0,3	-1,1	0,5	0,4	0,6
Июль	0,5	0,3	0,0	0,5	-4,2	0,4	0,3	1,7
Август	0,0	0,4	-0,6	0,4	-8,9	0,4	0,4	0,3
Сентябрь	0,2	0,5	-0,1	0,4	-5,4	0,6	0,6	0,1
Октябрь	0,4	0,4	0,8	0,6	2,5	0,5	0,6	-0,3
Ноябрь	0,4	0,4	0,7	0,5	2,5	0,4	0,5	0,0
Декабрь	0,4	0,3	0,6	0,6	0,9	0,3	0,3	0,3
В целом за год (декабрь к декабрю)	5,4	6,0	4,6	6,0	-6,8	6,5	6,8	4,9
<b>2017</b>								
Январь	0,6	0,4	0,9	0,3	5,3	0,5	0,4	0,5
Февраль	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6	0,2	0,2	0,3

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.



Таблица 7

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

	Инфля- ция	Базовая инфля- ция	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары	Прирост цен на продо- вольствен- ные товары <sup>1</sup>	Прирост цен на плодо- овощную продукцию	Прирост цен на непродо- вольствен- ные товары	Прирост цен на непродо- вольственные товары без бензина <sup>2</sup>	Прирост цен на платные услуги
<b>2015</b>								
Январь	15,0	14,7	20,7	18,4	40,7	11,2	11,4	12,3
Февраль	16,7	16,8	23,3	20,8	43,5	13,0	13,5	12,8
Март	16,9	17,5	23,0	21,1	38,0	13,9	14,6	12,6
Апрель	16,4	17,5	21,9	20,8	30,0	14,2	15,0	11,8
Май	15,8	17,1	20,2	19,5	25,7	14,3	15,1	11,6
Июнь	15,3	16,7	18,8	18,4	22,8	14,2	15,0	11,7
Июль	15,6	16,5	18,6	17,5	27,9	14,3	15,0	13,4
Август	15,8	16,6	18,1	17,0	29,1	14,6	15,3	14,1
Сентябрь	15,7	16,6	17,4	16,4	27,7	15,2	16,0	13,8
Октябрь	15,6	16,4	17,3	16,2	27,9	15,6	16,6	13,1
Ноябрь	15,0	15,9	16,3	15,5	24,3	15,7	16,7	11,9
Декабрь	12,9	13,7	14,0	13,6	17,4	13,7	14,5	10,2
<b>2016</b>								
Январь	9,8	10,7	9,2	10,2	2,0	10,9	11,4	9,0
Февраль	8,1	8,9	6,4	7,8	-2,7	9,5	9,9	8,5
Март	7,3	8,0	5,2	6,7	-5,1	8,8	9,1	8,2
Апрель	7,3	7,6	5,3	6,3	-1,6	8,5	8,7	8,4
Май	7,3	7,5	5,6	6,4	0,0	8,4	8,5	8,4
Июнь	7,5	7,5	6,2	6,5	4,1	8,5	8,7	7,9
Июль	7,2	7,4	6,5	6,7	4,2	8,4	8,7	6,5
Август	6,9	7,0	6,5	6,7	5,3	8,1	8,4	5,5
Сентябрь	6,4	6,7	5,9	6,4	1,9	7,5	7,9	5,6
Октябрь	6,1	6,4	5,7	6,1	1,5	7,0	7,4	5,4
Ноябрь	5,8	6,2	5,2	6,0	-1,5	6,7	7,0	5,3
Декабрь	5,4	6,0	4,6	6,0	-6,8	6,5	6,8	4,9
<b>2017</b>								
Январь	5,0	5,5	4,2	5,7	-7,6	6,3	6,4	4,4
Февраль	4,6	5,0	3,7	5,4	-9,0	5,7	5,7	4,3

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

<sup>2</sup> Оценка Банка России.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 8

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

	Промышлен- ное производ- ство <sup>1</sup>	Сельское хозяйство	Строитель- ство	Грузооборот транспорта	Оборот рознич- ной торговли	Потребитель- ские расходы населения	ИБВЭД <sup>2</sup>	ВВП <sup>3</sup>
<b>2015</b>								
Январь	-2,9	-0,1	-1,9	-0,3	-9,7	-7,2	-1,6	
Февраль	-1,7	0,0	-0,2	0,7	-1,2	-1,0	-1,2	
Март	1,9	0,3	-2,2	1,2	-0,3	0,5	0,3	-2,5
Апрель	-0,8	-0,1	-0,5	-1,2	-1,3	-1,1	-1,5	
Май	-0,6	0,1	-1,4	-0,6	0,3	0,4	0,4	
Июнь	0,8	0,4	-0,1	0,3	-0,5	-0,3	-0,6	-0,4
Июль	0,0	-1,1	-2,6	2,1	-0,2	-0,4	0,2	
Август	0,6	1,2	-0,3	-0,8	0,1	-0,5	0,0	
Сентябрь	0,6	0,1	0,4	0,5	-1,3	-0,3	0,9	0,0
Октябрь	-0,7	-0,2	-1,2	2,9	-0,3	-0,2	-0,4	
Ноябрь	0,1	0,3	-0,4	-1,3	-0,6	-0,8	-3,8	
Декабрь	0,5	0,2	1,1	-0,2	0,4	-0,3	0,9	-0,1
<b>2016</b>								
Январь	-1,1	0,2	-1,4	-2,6	-1,6	-0,5	0,1	
Февраль	3,0	0,3	0,3	0,6	-0,8	0,2	0,6	
Март	-1,7	0,0	-0,4	0,1	-0,4	-0,8	0,6	-0,1
Апрель	0,0	0,2	-0,7	0,0	-0,2	0,4	-0,1	
Май	0,0	0,2	-0,5	-0,6	-1,0	-0,5	-0,3	
Июнь	0,7	0,0	-0,7	1,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Июль	-0,4	0,7	0,9	1,8	0,7	0,1	0,4	
Август	0,3	-0,2	-0,6	0,2	0,1	0,1	-0,2	
Сентябрь	-0,5	0,1	-0,8	1,6	0,3	-0,4	0,1	0,1
Октябрь	0,6	0,4	0,4	-1,4	-0,9	0,0	0,1	
Ноябрь	1,1	0,2	-0,2	1,6	-0,4	0,2	-0,3	
Декабрь	-1,6	0,1	-1,1	0,5	-1,3	-0,3	0,0	0,2
<b>2017</b>								
Январь	0,7	0,1	0,0	1,8	1,9	0,2	0,6	
Февраль	-1,5	0,2	-0,7	-0,4	0,2	0,2	...	

<sup>1</sup> Оценка Росстата.

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

<sup>3</sup> Квартальные данные.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 9

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

	2016	2017			Справочно: 2016
	Всего	Январь	Февраль	Январь-февраль	Январь-февраль
Выпуск товаров и услуг по базовым видам экономической деятельности	0,4	2,1	...	...	-2,9 <sup>1</sup>
Промышленное производство	1,3	2,3	-2,7	-0,3	1,5
Продукция сельского хозяйства	4,8	0,6	0,2	0,4	3,6
Строительные работы	-4,3	-2,4	-4,5	-3,5	-5,9
Оборот розничной торговли	-5,2	-2,3	-2,6	-2,5	-5,5
Реальные располагаемые денежные доходы населения	-5,9	8,1	-4,1	1,0	-5,4
Реальная начисленная заработная плата одного работника	0,7	3,1	1,3	2,3	-1,6
Численность безработных	-0,5	-3,2	-4,6	-3,9	3,3
Уровень безработицы (в % к экономически активному населению)	5,3 <sup>2</sup>	5,6	5,6	5,6	5,8

<sup>1</sup> За январь.

<sup>2</sup> На конец периода.

Источники: Росстат, расчеты Банка России.

Таблица 10

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

	Прогноз роста ВВП в 2017 г.		Справочно: доля страны в агрегированном показателе ВВП стран – торговых партнеров
	Декабрь 2016 г.	Март 2017 г.	
Всего	1,96	2,03	100,0
1 Германия	1,21	1,28	14,6
2 Китай	5,92	6,10	10,3
3 Италия	0,45	0,52	9,3
4 Турция	2,73	2,47	6,9
5 Республика Беларусь	-0,65	0,80	5,5
6 Япония	0,45	0,56	5,3
7 Республика Корея	2,31	2,23	4,7
8 Бельгия	0,90	0,99	4,6
9 Польша	2,89	2,80	4,4
10 Соединенное Королевство	0,86	1,21	4,4
11 Казахстан	1,59	1,65	4,2
12 Нидерланды	1,15	1,32	3,3
13 США	2,17	2,15	3,1
14 Франция	0,86	0,95	3,1
15 Финляндия	0,51	0,59	3,1
16 Латвия	2,54	2,61	3,0
17 Индия	7,28	6,75	1,9
18 Швейцария	1,00	1,18	1,5
19 Чехия	2,17	2,22	1,4
20 Венгрия	2,34	2,37	1,4
21 Словакия	2,82	2,89	1,4
22 Литва	2,16	2,24	1,3
23 Испания	1,91	2,03	1,3
24 Украина	2,22	2,24	0,0

<sup>1</sup> Агрегированный показатель прироста ВВП рассчитывается по доле в российском экспорте 24 стран – торговых партнеров за период 2013–2015 гг. (ранее показатель рассчитывался за период 2010–2014 гг.). Удельный вес каждой страны определен исходя из структуры вывоза товаров в страны – основные торговые партнеры. Прогноз по агрегированному ВВП дается без учета экономики Украины, с учетом реэкспорта российских энергоносителей из Нидерландов.

Источник: Банк России.

Таблица 11

## Ставки денежно-кредитной политики разных стран

Страна	Ставка	Текущее значение	Дата последнего изменения	Предыдущее значение	Изменение	Число изменений ставки за последние 12 месяцев	Текущее значение, %	Изменение за 12 месяцев, процентных пунктов
Польша	Целевая ставка	1,50	04.03.2015	2,00	-0,50	0	2,2	3,10
Венгрия	Базовая ставка	0,90	24.05.2016	1,05	-0,15	3	2,9	2,00
Чехия	Репо (2 недели)	0,05	01.11.2012	0,25	-0,20	0	2,5	1,90
Румыния	Базовая ставка	1,75	06.05.2015	2,00	-0,25	0	0,2	2,33
Болгария	Базовая ставка	0,00	01.02.2016	0,01	-0,01	0	1,7	1,70
Сербия	Ключевая политическая ставка	4,00	07.07.2016	4,25	-0,25	1	3,2	0,80
Израиль	Целевая ставка – овернайт	0,10	23.02.2015	0,25	-0,15	0	0,4	1,01
Бразилия	Целевая ставка	12,25	22.02.2017	13,00	-0,75	4	4,8	-5,95
Чили	Ставка денежно-кредитной политики	3,25	19.01.2017	3,50	-0,25	1	2,7	-2,10
Китай	Ориентир – кредиты (1 год)	4,35	26.10.2015	4,60	-0,25	0	0,8	-1,00
	Ориентир – депозиты (1 год)	1,50	26.10.2015	1,75	-0,25	0		
	Норматив резервов	17,00	01.03.2016	17,50	-0,50	0		
Индия	Обратное репо	6,25	04.10.2016	6,50	-0,25	2	3,7	-2,04
	Репо	5,75	04.10.2016	6,00	-0,25	2		
Индонезия	Целевая ставка	6,50	16.06.2016	6,75	-0,25	2	3,8	-0,31
Корея	Базовая ставка	1,25	09.06.2016	1,50	-0,25	1	1,9	1,30
Малайзия	Целевая ставка – овернайт	3,00	13.07.2016	3,25	-0,25	1	3,2	-0,30
Мексика	Целевая ставка	6,25	09.02.2017	5,75	0,50	5	4,9	2,25
Филиппины	Ставка денежно-кредитной политики	3,00	03.06.2016	4,00	-1,00	1	3,3	2,00
Россия	Ставка по аукционам репо (7 дней)	10,00	19.09.2016	10,50	-0,50	2	4,6	-5,20
ЮАР	Ставка репо	7,00	17.03.2016	6,75	0,25	1	6,6	0,40
Таиланд	Репо	1,50	29.04.2015	1,75	-0,25	0	1,4	1,97
Турция	Репо (7 дней)	8,00	24.11.2016	7,50	0,50	1	10,1	0,55
випльфини								
США	Ставки федеральных фондов – верхняя граница интервала	1,00	15.03.2017	0,75	0,25	2	2,7	1,30
Еврозона	Ставка рефинансирования	0,00	10.03.2016	0,05	-0,05	1	2,0	1,70
Соединенное Королевство	Базовая ставка	0,25	04.08.2016	0,50	-0,25	1	1,8	1,50
Япония	Овернайт	0,10	19.12.2008	0,30	-0,20	0	0,4	0,50
Канада	Целевая ставка – овернайт	0,50	15.07.2015	0,75	-0,25	0	2,1	0,10
Австралия	Овернайт	1,50	02.08.2016	1,75	-0,25	2	1,5	-0,20
Новая Зеландия	Овернайт	1,75	10.11.2016	2,00	-0,25	3	1,3	1,20
Дания	Ориентир – кредиты	0,05	20.01.2015	0,20	-0,15	0	0,9	0,50
	Депозитные сертификаты	-0,65	08.01.2016	-0,75	0,10	0		
Швейцария	3M LIBOR – min	-1,25	15.01.2015	-0,75	-0,50	0	0,6	1,90
	3M LIBOR – max	-0,25	15.01.2015	0,25	-0,50	0		
Швеция	Репо	-0,50	11.02.2016	-0,35	-0,15	0	1,9	0,67
Норвегия	Ключевая ставка – депозиты	0,50	17.03.2016	0,75	-0,25	1	2,5	-0,40

Примечание: по данным на 16.03.2017, цветом выделены изменения, которые произошли с момента подготовки предыдущего выпуска Доклада о денежно-кредитной политике (22.11.2016).

Источник: Bloomberg.

## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

О потребительском банковском кредитовании .....	9
Бюджетная политика .....	11
Финансовое положение организаций реального сектора в 2016 году .....	13
О динамике запасов материальных оборотных средств (МОС) .....	13
Вклад инфляционных ожиданий в замедление инфляции .....	20
О характере влияния курса на инфляцию .....	21
Влияние изменения ставок акцизов на инфляцию в 2017 году .....	22

## ГЛОССАРИЙ

### **Базовая инфляция**

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

### **Базисный пункт**

Одна сотая процентного пункта.

### **Валовой кредит Банка России**

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

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

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

### **Денежная масса**

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

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

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

### **Денежный агрегат М1**

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

### **Долларизация депозитов**

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

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

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

### **Индекс волатильности нефти СВОЕ**

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

### **Индекс доллара США (ДХУ)**

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

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

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

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

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

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

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

### **Индекс условий банковского кредитования**

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

### **Индекс RGBEY**

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

### **Индексы MSCI**

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

### **Индексы PMI**

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

### **Индекс ММВБ**

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

### **Индекс РТС**

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

### **Индикатор фискального стресса**

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

### **Инфляционно нейтральный выпуск**

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

### **Ключевая ставка Банка России**

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

### **Контрциклическая валюта**

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

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

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

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

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

### **Ликвидность банковского сектора**

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

### **Ломбардный список Банка России**

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



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

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

## **Неторгуемый сектор экономики**

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

## **Неценовые условия банковского кредитования**

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

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

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

## **Обязательные резервы**

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

## **Операция «валютный своп»**

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

## **Операции на открытом рынке**

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

## **Операции постоянного действия**

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

## **Операция репо**

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

### **Относительные цены**

Отношение субиндекса ИПЦ к ИПЦ.

### **Параллельный банковский сектор**

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

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

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

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

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

### **Полная стоимость кредита (ПСК)**

Определение полной стоимости кредита (ПСК) введено Федеральным законом от 21 декабря 2013 г. № 353-ФЗ «О потребительском кредите (займе)».

В расчет ПСК, помимо платежей по погашению основной суммы долга и уплате процентов, включаются комиссионные вознаграждения в пользу кредитора, платежи в адрес третьих лиц, суммы страховой премии по сопутствующим договорам страхования, обязанность по уплате которых заемщиком следует из условий заключаемого договора потребительского кредита (займа).

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

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

### **Процентный коридор**

См. статью «Коридор процентных ставок Банка России».

### **Проциклическая валюта**

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

### **Разрыв выпуска**

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

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

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

### **Режим плавающего валютного курса**

По действующей классификации Международного валютного фонда в рамках режима плавающего валютного курса центральный банк не устанавливает ориентиров, в том числе операционных, для уровня или изменения курса, позволяя курсообразованию происходить под влиянием рыночных факторов. При этом центральный банк оставляет за собой право осуществлять покупки

иностранной валюты для пополнения международных резервов либо нерегулярное воздействие на внутренний валютный рынок для сглаживания волатильности курса национальной валюты или предотвращения его чрезмерных изменений.

### **Режим таргетирования инфляции**

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

### **Режим управляемого плавающего валютного курса**

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

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

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

### **Спред по CDS**

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

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

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

### **Структурный дефицит/профицит ликвидности банковского сектора**

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

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

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

### **Текущий дефицит/профицит ликвидности**

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

### **Торгуемый сектор экономики**

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

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

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

### **Трендовая инфляция**

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

### **Условия внешней торговли**

Отношение индекса цен экспорта к индексу цен импорта страны.

### **Усреднение обязательных резервов**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Butterfly**

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

### **Carry trade**

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

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

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

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

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

### **Macro Risk Index**

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

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

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

### **Risk Reversal**

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

### **VIX**

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

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

АИЖК – Агентство по ипотечному жилищному кредитованию

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

БИПЦ – базовый индекс потребительских цен

БРИКС – группа из пяти стран, включающая Бразилию, Россию, Индию, Китай и Южно-Африканскую Республику

ВВП – валовой внутренний продукт

ВНОК – валовое накопление основного капитала

ВПК – военно-промышленный комплекс

ВЦИОМ – Всероссийский центр изучения общественного мнения

ВЭБ – Внешэкономбанк

ДДКП – Департамент денежно-кредитной политики Банка России

ЕС – Европейский союз

ЕЦБ – Европейский центральный банк

инФОМ – Институт фонда «Общественное мнение»

ИПЦ – индекс потребительских цен

ИЦП – индекс цен производителей

ИЦПП – индекс цен производителей промышленной продукции

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

КПМ – квартальная прогнозная модель Банка России

МБК – межбанковские кредиты

МОС – материальные оборотные средства

МСП – малое и среднее предпринимательство

МЭА – Международное энергетическое агентство

НДС – налог на добавленную стоимость

НПФ – негосударственный пенсионный фонд

ОАО – открытое акционерное общество

ОНБП – основные направления бюджетной политики

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

ОФЗ – облигации федеральных займов

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

ОФЗ-ПД – облигации федерального займа с постоянным купонным доходом

ОФЗ-ПК – облигации федерального займа с переменным купонным доходом

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ПАО – публичное акционерное общество

ПСК – полная стоимость кредита (см. определение в Глоссарии)

п.п. – процентный пункт

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

РЭБ – ежемесячный бюллетень «Российский экономический барометр»

СНС – система национальных счетов

СФР – страны с формирующимися рынками

УБК – условия банковского кредитования

УК – управляющая компания

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

ФБ ММВБ – Фондовая биржа ММВБ

ФГУП – Федеральное государственное унитарное предприятие

ФРС – Федеральная резервная система США

ФТС – Федеральная таможенная служба

Sbonds-Muni – индекс доходности региональных облигаций, рассчитываемый Sbonds

IFX–Cbonds – индекс доходности корпоративных облигаций

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

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

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

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

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

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

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

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

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





