

# МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

**№ 15(33) Сентябрь 2016 г.**

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ (В.Гуревич) .....	3
1. ПРЕОДОЛЕНИЕ СПАДА. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2016–2018 ГГ. (В. Аверкиев, С. Дробышевский, М. Турунцева, М. Хромов) .....	6
2. СТАВКИ, РИСКИ И М2: ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИНФЛЯЦИЮ (А.Божечкова, П.Трунин) ....	13
3. ДИНАМИКА «ПЛОХИХ» ДОЛГОВ: ПИК ДОСТИГНУТ? (А.Ведев, М.Хромов) .....	16
АВТОРЫ ЭТОГО НОМЕРА .....	20

**Мониторинг** подготовлен коллективом экспертов Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Института Гайдара), Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС), Всероссийской академии внешней торговли (ВАВТ) Минэкономразвития России, при партнерстве с Ассоциацией инновационных регионов России (АИРР).

**Редколлегия:** Дробышевский С.М., Кадочников П.А., Мау В.А., Синельников-Мурылев С.Г.

**Редактор:** Гуревич В.С.



*Мониторинг экономической ситуации в России: тенденции и вызовы социально-экономического развития. 2016. № 15 (33). Сентябрь / Аверкиев В., Божечкова А., Ведев А., Гуревич В., Дробышевский С., Трунин П., Турунцева М., Хромов М. Под ред. Гуревича В.С., Дробышевского С.М., Кадочникова П.А., Мау В.А., Синельникова-Мурылева С.Г.; Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Всероссийская академия внешней торговли, при партнерстве с Ассоциацией инновационных регионов России. 20 с. [Электронный ресурс] URL: [http://www.iep.ru/files/text/crisis\\_monitoring/2016\\_15-33\\_September.pdf](http://www.iep.ru/files/text/crisis_monitoring/2016_15-33_September.pdf)*

*При частичном или полном использовании материалов ссылка на источник обязательна.*

## ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ

**В.Гуревич**

Никем не ожидавшийся исход очередного (алжирского) раунда переговоров стран ОПЕК вселил в рынок слабую надежду, что мыльная опера под названием «давайте, наконец, договоримся о заморозке уровня добычи нефти» подходит к конструктивному финалу. Впервые за восемь лет объявлено, что члены картеля готовы и заморозить, и даже снизить. Масштабы возможного снижения, правда, символические (0,5–0,7 млн баррелей в сутки), пожары в Канаде или взрывы в Нигерии снимали с рынка куда большие объемы, но сам символ договороспособности ОПЕК для брокеров и трейдеров важнее. Ведь рынок обожает торговать символами.

Способность может превратиться в договоренность только на новой встрече в последний день осени, когда должны быть переделены квоты. И если они будут действительно переделаны на пока не известный срок, то дальше можно будет наблюдать за уровнем исполнительского искусства, когда производители начнут обвинять друг друга в превышении квот, а Саудовская Аравия, принявшая на себя бремя снижения, начнет двигать в разных направлениях своими свободными производственными мощностями, самыми большими в мире. Россия же вольна присоединяться или отсоединяться, но уже заявила, что ничего сокращать не собирается, а если и заморозит, то на уровне своего исторического рекорда в 11 с лишним миллионов баррелей. Еще важнее, что за переговорным столом отсутствуют несколько сотен сланцевых добытчиков из Техаса и Дакоты – то есть как раз главные возмутители спокойствия со стороны предложения. Поэтому наиболее вероятным сценарием видится тот, в котором цена барреля под впечатлением от услышанного будет на неопределенно короткое время подниматься или опускаться на 3–5 долларов.

На вопрос, есть ли жизнь после нефти (по 100 долларов), Россия ищет утвердительный ответ. Хотя любой ответ требует тех или иных жертв, но не любую из них можно принести. По крайней мере, в текущих обстоятельствах.

Курортный сбор и сбор с нефтяников – это, кажется, то небольшое, на что согласился до президентских выборов глава государства из предлагавшегося разнообразного налогового «меню». Однако точно этого не знает пока никто. Зато было очевидно, что фискальные инициативы Минфина – можно сказать, осмысленные и беспощадные – на глазах приобретали практически неотвратимый, «цунамиподобный» характер. У самого последнего рубежа налоговая волна все-таки остановилась. Следует, правда, учитывать, что налоги, акцизы, взносы, сборы, пошлины, тарифы, платежи (да и штрафы) представляют собой большое лексическое и фискальное разнообразие.

Не вдаваясь сейчас в неизвестные пока подробности, можно, тем не менее, заключить: если решение не трогать в ближайшие пару лет налоги является окончательным, а желание не проедать до конца резервные фонды – твердым, то остается сочетать непреклонное урезание расходов со значительным расширением заимствований.

Понятно, что по нынешним временам внешние займы будут скромнее, чем внутренние. Тем не менее недавнее доразмещение суверенных еврооблигаций (пусть на скромные 1,25 млрд долл.) выглядело вполне комфортным: высокий спрос и низкая доходность, ниже, чем при предыдущем размещении. Свою роль сыграло то, что на этот раз Россия смогла воспользоваться европейскими ценностями в лице Euroclear. В этот позитивный тренд укладывается и совсем недавнее решение S&P повысить российский рейтинг, впрочем, рынок это вряд ли впечатлит, поскольку он и без рейтингов оценивает российские бумаги на инвестиционном уровне, то есть выше, чем агентства. Однако слишком глубоко заходить в эту воду, оказавшуюся неожиданно теплой, Минфин не станет: валютные доходы страны вряд ли будут расти, зато геополитические риски – могут.

Продолжая аналогию, можно сказать, что внутренний водоем мельче и прохладнее, займы здесь дороже. Зато он свой, поэтому государство устремляется сюда активнее. Конечно, оно станет замещать собою частных заемщиков, но главный риск даже не в этом, а в том, осознает ли оно вовремя границы своей активности и будет ли способно остановиться. Пока минфиновские намерения на ближайшие два-три года выглядят значительными, но не сокрушительными. Заодно у будущих покупателей гособлигаций появится на руках приличный залог, от которого вряд ли откажется какой-либо потенциальный кредитор вплоть до Банка России.

Наши эксперты представили прогноз того, как будет развиваться макроэкономическая ситуация в России именно в эти два-три года. Согласно их оценкам, в середине 2016 г. экономика проходит нижнюю точку спада, а в 2017–2018 гг. возобновится рост практически всех основных показателей развития, причем даже при сохранении низкой внешней конъюнктуры. В прогноз заложены два сценария: базовый (он же консервативный) и благоприятный. Отличаются они, естественно, ценой Urals. Первый сценарий потому и является консервативным, что эта цена все три года (2016–2018 гг.) не превышает 40 долл., а второй благоприятен тем, что в текущем году среднегодовое значение составит 42 долл., в 2017 г. – 50 долл., а в 2018 г. – 60 долл. При этом сохранение известных санкций и контрсанкций предусматривается обоими сценариями.

Если по итогам нынешнего года ожидается снижение ВВП на 0,7–0,8%, то в 2017 г. прогнозируется рост 0,5–0,9%, в 2018 г. – 1,5–1,9%. Прогноз инфляции несколько расходится с известным таргетом ЦБ на конец 2017 г. (4%): в 2016 г. она прогнозируется в размере 6,3%, в 2017 г. (в зависимости от сценария) – 5,3–5,7% и в 2018 г. – 4,8–5,1%, что связывается с ожидаемым растущим спросом.

Авторы прогноза полагают, что оба сценария свидетельствуют о достаточно успешной адаптации экономики к шокам. Преодоление спада практически за два года (2015–2016 гг.) в условиях сохранения неблагоприятной внешней конъюнктуры и неустойчивого роста мировой экономики представляется хорошим результатом. Российская экономика, полагают они, может выйти на новую траекторию роста с ежегодным темпом до 3–4%. Но, чтобы такой сценарий реализовался, необходимы улучшение делового климата, структурные реформы, последовательное снижение инфляции и стабилизация бюджетной системы.

Если говорить о последовательном снижении инфляции, то Банк России вполне последователен в обращении со своей ключевой ставкой.

Ее сентябрьское понижение на 0,5 п.п. до 10% сопровождалось достаточно жестким комментарием ЦБ о том, что дальнейшее смягчение монетарной политики возможно лишь в I–II кварталах будущего года. На фоне того, что и сама инфляция, и инфляционные ожидания снижаются быстрее предполагавшихся масштабов, такой подход не мог не вызвать критических замечаний. Однако наши эксперты считают его обусловленным необходимостью закрепить тенденцию к устойчивому снижению инфляции.

С одной стороны, по их мнению, риски ускорения инфляции, связанные с динамикой валютного курса, невысоки. С другой, никто не отрицал возможность внешних шоков, а также восстановления потребительского спроса с его повышательным давлением на цены. Фактором риска является также ускорение темпов роста денежной массы M2 (в связи с расходом средств Резервного фонда и восстановлением кредитной активности). Если в январе-июле 2015 г. этот показатель не превышал 6%, то за тот же период нынешнего года он рос практически вдвое быстрее. В целом, полагают эксперты, Банку России предстоит найти непростой баланс: достичь инфляционных целей и не допустить при этом угнетающего воздействия на экономическую активность.

В сфере регулирования банковской системы ЦБ тоже приходится соблюдать в чем-то похожий баланс. С одной стороны, ему нужно реагировать на избыток (в данный момент) ликвидности в системе, с другой – на уровень достаточности банковского капитала, качество активов, финансовый результат, то есть работоспособность и жизнеспособность.

Как отмечают наши эксперты, по итогам лета 2016 г. объем «плохих» активов банковской системы продолжал расти, однако эта динамика серьезно замедлилась. По этой причине банки значительно уменьшили отчисления в резервы на возможные потери. В результате прибыль банков за январь-август достигла 532 млрд руб., это семикратно превосходит результат за тот же период прошлого года.

Как именно выглядит динамика «плохих» долгов? Просроченная задолженность физических лиц выросла к началу осени на 66 млрд руб., за тот же период прошлого года она увеличилась на куда более впечатляющую сумму – 208 млрд руб. В итоге доля просроченных долгов физлиц составляет сейчас 9%. В корпоративном секторе «плохие» долги выросли на 141 млрд руб. (за прошлогодний период – на 514 млрд руб.), а их доля в задолженности юрлиц составила 6,6%. При этом качество активов серьезно различается по группам банков – крупных государственных, иностранных, крупных частных, мелких и средних. Наиболее качественным кредитным портфелем (с наименьшей долей просроченных долгов) обладает Сбербанк.

В целом же, считают эксперты, проблема «плохих» долгов остается нерешенной. В прошлый кризис (2008–2010 гг.) никаких системных мер по ее решению предложено не было. Поэтому до перехода экономики к устойчивому росту, без которого невозможен рост кредитования и банковских активов, «плохие» долги будут оставаться серьезным грузом для банков, ограничивая их развитие. ●

## 1. ПРЕОДОЛЕНИЕ СПАДА. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2016–2018 ГГ. В. Аверкиев, С. Дробышевский, М. Турунцева, М. Хромов

*Согласно нашему прогнозу, в 2017–2018 гг. возобновится рост практически всех основных показателей социально-экономической активности, даже в сценарии сохранения низкой внешней конъюнктуры. Рост экономики окажется слабым, в пределах 2% в год. Сохраняются инфляционные и бюджетные риски. Для обеспечения устойчивого роста необходимы последовательная и предсказуемая экономическая политика, направленная на улучшение внутреннего делового и инвестиционного климата, структурные реформы, исключение рисков макроэкономической дестабилизации.*

По итогам II квартала 2016 г. значительная часть социально-экономических показателей сохранила негативную динамику по сравнению со II кварталом предыдущего года, тем не менее темпы снижения сократились.

### **Нижняя точка пройдена**

Падение ВВП во II квартале 2016 г. составило 0,6% (по отношению ко II кварталу 2015 г.), инвестиции в основной капитал сократились на 3,9%, оборот розничной торговли – на 5,6%. В то же время индекс промышленного производства в этот период вырос на 1,0% по отношению к соответствующему периоду 2015 г. Сохраняется рост в сельском хозяйстве (2,5%, как и годом ранее), кроме того, с начала 2016 г. наблюдается рост объема грузовых перевозок (+1,0% во II квартале).

Продолжается сокращение объемов внешней торговли. Так, экспорт в долларовом выражении снизился во II квартале 2016 г. на 23,5%, а импорт – на 9,8% по сравнению со II кварталом 2015 г.

Динамика потребительских цен во II квартале 2016 г. оказалась чуть выше, чем годом ранее. Цены за квартал выросли на 1,2% (против 1% во II квартале 2015 г.). Соответственно средняя за квартал ставка процента по кредитам в рублях в номинальном выражении составила 12,9% годовых, а в реальном – 5,1%. Денежная база за квартал незначительно снизилась – до 10,8 трлн руб. При этом рублевая денежная масса (агрегат M2) выросла до 36,5 трлн руб. за счет увеличения денежного мультипликатора с 3,2 до 3,4.

Среднее значение номинального обменного курса доллара к рублю во II квартале 2016 г. составило 65,9 руб. за долл., в номинальном выражении рубль укрепился на 11,7%. Реальный эффективный курс рубля во II квартале 2016 г. вырос на 11,3% по отношению к I кварталу 2016 г.

Таким образом, динамика основных макроэкономических показателей во II квартале этого года подтверждает высказанное нами<sup>1</sup> пред-

<sup>1</sup> В. Аверкиев, С. Дробышевский, М. Турунцева, М. Хромов. Макроэкономический прогноз на 2016–2018 гг.: экономика проходит нижнюю точку кризиса // Экономическое развитие России, №7, 2016. С. 3-9.

положение о прохождении в середине 2016 г. нижней точки текущего спада экономики (при условии отсутствия новых негативных шоков в ближайшее время). Вместе с тем сейчас нет оснований говорить о повороте к устойчивой траектории роста, и низкий уровень экономической активности может сохраняться по крайней мере на протяжении нескольких месяцев.

### Два сценария

При оценке перспектив развития российской экономики в период до 2018 г. мы исходили из двух возможных сценариев. При этом в обоих случаях по итогам 2016 г. мы ожидаем сокращения объема экономики и сокращение основных макроэкономических показателей в реальном выражении. В 2017–2018 гг. предполагается, что российская экономика может выйти на положительные темпы роста даже при консервативном варианте внешних условий. В обоих сценариях мы также не предполагаем отмены до 2018 г. экономических и финансовых санкций и контрсанкций в отношении как США, так и стран ЕС.

В базовом (консервативном) сценарии среднегодовая цена нефти марки Urals предполагается равной 40 долл./барр. в 2016–2018 гг.<sup>1</sup> При такой цене на нефть в ближайшие два года не следует ожидать существенного улучшения условий внешней торговли.

Согласно второму, благоприятному, сценарию среднегодовая цена нефти марки Urals по итогам 2016 г. составит 42 долл./барр. и вырастет до 50 долл./барр. в 2017 г. и до 60 долл./барр. в 2018 г. Среднегодовой номинальный обменный курс составит в базовом сценарии 67,5 руб./долл. в 2016 г., 65,3 руб./долл. – в 2017 г. и 64,9 руб./долл. – в 2018 г. В благоприятном сценарии мы ожидаем, что номинальный обменный курс составит в 2016–2018 гг. 67,1, 60,8 и 57,3 руб./долл. соответственно. Таким образом, реальный эффективный курс рубля вырастет в 2016 г. на 7,2% в базовом сценарии и на 8,7% – в благоприятном, и продолжит рост по обоим сценариям: примерно на 3,5% в год в базовом сценарии и на 7% в год – в благоприятном.

По итогам 2016 г. мы ожидаем падения реального ВВП на 0,7–0,8%. В 2017 г. падение прекратится, и рост ВВП составит от 0,5 до 0,9%, а в 2018 г. – от 1,5 до 1,9%.

Динамика промышленного производства будет более оптимистичной, причем уже по итогам текущего года, и, по нашему прогнозу, падение индекса промышленного производства (ИПП) прекратится (100% по отношению к 2015). В 2017–2018 гг. мы ожидаем рост ИПП в базовом сценарии на 1,1% и 1,8% соответственно, а в благоприятном – на 1,4% и 2,0% соответственно.

Сходным образом будут вести себя и остальные характеристики экономической активности. В 2016 г. инвестиции в основной капитал в реальном выражении упадут на 2,2–2,3%, оборот розничной торговли – на 4,9–5%, реальные располагаемые доходы – на 3,8–3,9%. В 2017 г. прогнозируется неустойчивая динамика розничного товарооборота – от –0,3% до +0,1%, но начнется рост инвестиций – на 1,5–1,7% и реальных располагаемых доходов – на 0,6–0,8%. В 2018 г. рост покажут уже все

1 Мы рассматриваем этот сценарий в качестве базового для возможности сопоставления с соответствующим прогнозом Правительства РФ.

индикаторы: инвестиции – на 1,6–2,3%, оборот розничной торговли – на 0,9–1,4% и реальные располагаемые денежные доходы – на 1,9–2,4%.

Инфляция (по ИПЦ) в 2016 г. (в 2017 г./2018 г.) составит 6,3% (5,7%/5,1%) по базовому сценарию и 5,9% (5,3%/4,8%) – по благоприятному. В 2017/2018 гг. темпы прироста цен продолжат снижение по сценариям до 5,3–5,7% и 4,8–5,1% соответственно. Таким образом, к 2017 г., по нашему прогнозу, инфляция может остаться примерно на 1 п.п. выше целевого значения ЦБ РФ – вследствие ослабления ограничений на рост цен со стороны спроса.

По базовому сценарию прогнозируемый объем экспорта товаров составит в 2016 г. 271,9 млрд. долл., а импорта товаров – 184,8 млрд. долл.; с небольшим ростом в 2017 г. (2018 г.) до 281,7 (288,1) и 205,1 (216,9) млрд долл. соответственно. В благоприятном сценарии прогнозируемая динамика показателей экспорта и импорта будет аналогичной: 276,9 и 185,7 млрд долл. в 2016 г., и более заметный рост до 313,7 (350,5) и 216,4 (244,8) млрд долл. в 2017 (2018) г. Таким образом, сальдо текущих операций будет оставаться положительным на протяжении всех трех лет в обоих сценариях.

Такие факторы, как сохранение инфляционных рисков (ИПЦ выше целевого значения), дефицит федерального бюджета и медленное улучшение финансового положения компаний говорят в пользу предположения о том, что процентные ставки останутся достаточно высокими. В частности, ЦБ РФ, скорее всего, будет вести осторожную политику снижения ключевой ставки. В базовом сценарии в 2016 г. номинальная процентная ставка по рублевым кредитам прогнозируется на среднем уровне 12,2% годовых (реальная – 4,9%), в 2017 г. – 10,5% (4,3% – реальная) и 9,5% (4% – реальная) в 2018 г. В благоприятном сценарии в 2016, 2017 и 2018 гг. номинальная ставка составит соответственно 12,1%, 10,2% и 9,1% (реальная – 4,9%, 4,5% и 4%).

Тем не менее, как видно из приведенных выше оценок, номинальные кредитные ставки в 2018 г. снизятся до уровня, характерного для периода 2011–2012 гг. (около 9,0% годовых), когда кредитование восстанавливалось после кризиса 2008–2009 гг. Однако вследствие более низкой инфляции в реальном выражении ставки сохранят текущий высокий уровень.

Проведение жесткой политики Банком России, низкий спрос на банковский кредит в реальном секторе и медленное восстановление реальных доходов населения будут означать умеренный рост денежных агрегатов. В частности, темпы прироста денежной базы в 2016 г. составят 10,2–10,9%, в 2017 г. – около 6,6%, а в 2018 г. – около 6,0%. Денежная масса (агрегат М2) в 2016 г. увеличится на 7,6–8,2%, в 2017 г. – примерно на 9%, а в 2018 г. – примерно на 11%. Основным источником роста денежного предложения в 2016 г., как и в 2015 г., останется расходование средств Резервного фонда. В 2017–2018 гг. по мере его исчерпания мы ожидаем возобновления роста рефинансирования банковского сектора Банком России за счет операций на вторичном рынке государственных ценных бумаг в условиях финансирования дефицита бюджета за счет внутренних заимствований.

#### **Адаптация к внешним условиям и экономический рост**

В целом же оба сценария свидетельствуют об успешной адаптации экономики к шокам – падению цен на нефть, санкциям и циклическо-



му спаду. Преодоление спада практически за два года (2015–2016) в условиях сохранения неблагоприятной внешней конъюнктуры (в базовом сценарии) и медленного неустойчивого роста всей мировой экономики представляется хорошим результатом. Все это дает основания предполагать, что российская экономика может выйти на новую траекторию роста с ежегодным темпом до 3–4%. Однако для реализации такого сценария необходимы улучшение делового климата, осуществление структурных реформ, последовательное снижение инфляции и стабилизация бюджетной системы.

Таблица

ОСНОВНЫЕ ПРОГНОЗНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Базовый сценарий	2016				2017				2018	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год
	факт	факт	оценка	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз
<b>Urals, долл./барр.</b>	32,6	44,4	44,0	39,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
<b>ВВП</b>										
млрд руб.	18 561	19 832	22 370	23 384	84 147	19 491	21 260	23 649	24 784	89 184
индекс физ. объема в % к соотв. периоду предш. года	98,8	99,4	99,2	99,3	99,2	99,9	101,2	100,5	100,4	100,5
дефлятор	103,1	104,8	105,9	106,9	105,0	105,1	105,9	105,2	105,6	105,4
<b>Индекс промышленного производства</b>										
% к соответствующему периоду предшествующего года	99,4	101,0	100,0	99,4	100,0	100,4	102,5	100,7	100,7	101,1
<b>Инвестиции в основной капитал</b>										
индекс физ. объема	95,2	96,1	99,5	99,8	97,7	100,9	102,2	102,1	100,8	101,5
<b>Оборот розничной торговли</b>										
% к соотв. периоду предш. года	94,2	94,4	95,4	96,0	95,0	98,7	99,5	100,0	100,5	99,7
<b>Реальные располагаемые денежные доходы</b>										
% к соотв. периоду предш. года	96,3	94,0	96,2	98,0	96,1	99,1	100,3	101,0	101,9	100,6
<b>Экспорт</b>										
млрд долл.	68,8	79,9	82,1	85,7	316,5	75,3	80,8	80,7	85,1	321,9
В том числе										
Экспорт товаров	59,3	67,2	70,6	74,8	271,9	66,6	70,2	69,9	74,9	281,7
Нефтегазовый экспорт	31,5	36,3	36,8	36,6	141,2	34,3	33,6	32,4	34,6	134,9
Прочий экспорт	27,8	30,9	33,8	38,2	130,8	32,3	36,7	37,5	40,3	146,8
Экспорт услуг	9,5	12,7	11,5	10,9	44,6	8,7	10,6	10,8	10,2	40,3
<b>Импорт</b>										
млрд долл.	52,1	63,3	71,9	72,3	259,6	59,8	66,6	75,2	77,2	278,9
В том числе										
Импорт товаров	37,8	45,5	49,5	51,9	184,8	44,8	49,0	54,4	56,9	205,1
Импорт услуг	14,3	17,8	22,4	20,4	74,8	15,0	17,6	20,9	20,3	73,8
<b>ИПЦ</b>										
% к предыдущему периоду	102,1	101,2	101,1	101,8	106,3	101,9	101,1	101,1	101,6	105,7
<b>Ставка по кредитам в рублях в среднем за период, % годовых</b>										
реальная	5,7	5,1	4,3	4,4	4,9	4,3	4,5	4,1	4,4	4,3

Базовый сценарий	2016								2017				2018					
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	год		
	факт	факт	оценка	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	
номинальная	13,3	12,9	11,4	11,0	12,2	10,7	10,7	10,2	10,3	10,5	9,5							
<b>Обменный курс доллара к рублю</b>																		
средний номинальный за период	74,6	65,9	64,6	65,0	67,5	65,5	65,3	65,1	65,4	65,3	64,9							
<b>Реальный эффективный курс рубля</b>																		
конец периода, в % к концу пред. периода	-8,3	11,3	3,1	1,9	7,2	0,7	0,9	0,8	0,8	3,3	3,7							
<b>Денежная база</b>																		
трлн руб.	11,0	10,8	10,9	12,2	12,2	11,5	11,6	11,7	13,0	13,0	13,9							
<b>Денежная масса (M2)</b>																		
на конец периода, трлн руб.	35,4	36,5	36,6	38,5	38,5	38,9	38,7	39,5	42,2	42,2	47,2							
прирост, % к пред. периоду	-1,0	3,0	0,4	5,2	7,6	0,8	-0,5	2,0	6,9	9,4	11,9							
<b>Индекс промышленного производства</b>																		
% к соответствующему периоду предшествующего года	99,4	101,0	100,0	99,4	100,0	100,4	102,5	100,7	100,7	101,1	101,8							
<b>Безработица</b>																		
% от численности рабочей силы	5,9	5,7	5,2	5,6	5,6	5,7	5,2	4,8	5,2	5,2	4,8							
<b>Благоприятный сценарий</b>																		
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	год		
	факт	факт	оценка	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	
<b>Urals, долл./барр.</b>	32,6	44,4	44,0	47,0	42,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	60,0							
<b>ВВП</b>																		
млрд руб.	18 561	19 832	22 370	23 650	84 413	19 663	21 358	23 766	24 765	89 552	95 695							
индекс физ. объема, в % к соотв. периоду предш. года	98,8	99,4	99,2	99,6	99,3	100,4	101,9	100,7	100,6	100,9	101,9							
дефлятор	103,1	104,5	105,9	107,9	105,2	105,5	105,6	105,5	104,1	105,2	104,9							
<b>Индекс промышленного производства</b>																		
% к соответствующему периоду предшествующего года	99,4	1010	100,0	99,6	100,0	100,8	103,5	100,7	100,8	101,4	102,0							
<b>Инвестиции в основной капитал</b>																		
индекс физ. объема	95,2	96,1	99,5	100,0	97,8	101,2	102,3	102,3	101,2	101,7	102,3							
<b>Оборот розничной торговли</b>																		
% к соотв. периоду предш. года	94,2	94,4	95,4	96,5	95,1	99,0	100,0	100,5	100,9	100,1	101,4							

Благоприятный сценарий	2016								2017				2018	
	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	год	год	год	год	
	факт	факт	оценка	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	прогноз	
<b>Реальные располагаемые денежные доходы</b>														
% к соотв. периоду предш. года	96,3	94,0	96,2	98,3	96,2	99,5	100,5	101,2	102,0	100,8	102,4			
<b>Экспорт</b>														
млрд. долл.	68,8	79,9	82,1	91,0	321,8	83,6	89,6	89,7	93,7	356,6	395,4			
В том числе														
Экспорт товаров	59,3	67,2	70,6	79,8	276,9	74,3	78,4	78,3	82,8	313,7	350,5			
Нефтегазовый экспорт	31,5	36,3	36,8	41,6	146,2	42,0	41,7	40,7	42,4	166,8	192,9			
Прочий экспорт	27,8	30,9	33,8	38,2	130,8	32,3	36,7	37,5	40,4	146,9	157,6			
Экспорт услуг	9,5	12,7	11,5	11,2	44,9	9,3	11,2	11,5	11,0	42,9	44,9			
<b>Импорт</b>														
млрд. долл.	52,1	63,3	71,9	73,4	260,7	61,4	69,2	79,5	82,3	292,4	326,6			
В том числе														
Импорт товаров	37,8	45,5	49,5	52,9	185,7	46,2	51,2	58,0	61,1	216,4	244,8			
Импорт услуг	14,3	17,8	22,4	20,6	75,0	15,2	18,1	21,5	21,2	76,0	81,8			
<b>ИПЦ</b>														
% к предыдущему периоду	102,1	101,2	101,1	101,4	105,9	101,8	101,2	101,1	101,1	105,3	104,8			
<b>Ставка по кредитам в рублях в среднем за период, % годовых</b>														
реальная	5,7	5,1	4,3	4,6	4,9	4,9	4,7	4,0	4,3	4,5	4,0			
номинальная	13,3	12,9	11,4	10,8	12,1	10,7	10,6	9,9	9,8	10,2	9,1			
<b>Обменный курс доллара к рублю</b>														
средний номинальный за период	74,6	65,9	64,6	63,3	67,1	61,6	60,8	60,3	60,5	60,8	57,3			
<b>Реальный эффективный курс рубля</b>														
конец периода в % к концу пред. периода	-8,3	11,3	3,1	3,3	8,7	3,0	1,8	1,2	0,5	6,6	7,6			
<b>Денежная база</b>														
трлн руб.	11,0	10,8	10,9	12,2	12,2	11,5	11,6	11,7	13,0	13,0	13,9			
<b>Денежная масса (M2)</b>														
На конец периода, трлн руб.	35,4	36,5	36,6	38,8	38,8	39,0	38,8	39,4	42,2	42,2	46,7			
прирост, % к пред. периоду	-1,0	3,0	0,4	5,7	8,2	0,6	-0,5	1,7	6,9	8,9	10,7			
<b>Индекс промышленного производства</b>														
% к соответствующему периоду пред. года	99,4	101,0	100,0	99,6	100,0	100,8	103,5	100,7	100,8	101,4	102,0			
<b>Безработица</b>														
% от численности рабочей силы	5,9	5,7	5,2	5,5	5,6	5,6	5,1	4,8	5,2	5,1	4,7			

## 2. СТАВКИ, РИСКИ И М2: ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ИНФЛЯЦИЮ

А.Божечкова, П.Трунин

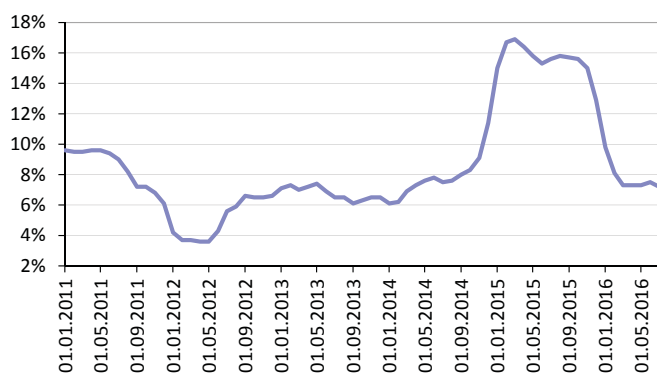
В сентябре ЦБ РФ принял решение о снижении ключевой ставки на 0,5 п.п. до уровня 10%. Намерение Банка России придерживаться умеренно жесткой денежно-кредитной политики обусловлено необходимостью закрепить тенденцию к устойчивому снижению инфляции.

Учитывая продолжающееся замедление инфляции, снижение инфляционных ожиданий экономических агентов, а также продолжающуюся стагнацию, в сентябре ЦБ РФ снизил ключевую ставку на 0,5 п.п. до 10%. В августе и первой половине сентября 2016 г. потребительские цены в среднем не изменились. При этом показатель накопленной инфляции за последние двенадцать месяцев снизился с 7,2% в июле до 6,9% в августе, что соответствует уровню марта 2014 г. (рис. 1). Замедлению инфляции способствовали сезонный фактор, низкий совокупный спрос, а также укрепление рубля.

Уровень инфляционных ожиданий населения в августе также существенно снизился. Медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед по оценкам, публикуемым Банком России, упало на 1,7 п.п. и составило 12,6%, что является минимальным значением этого показателя с октября 2014 г.

В августе базовая инфляция<sup>1</sup> составила 0,4%, увеличившись по сравнению с предыдущим периодом на 0,1 п.п. Причем за этот месяц она превысила темп прироста индекса потребительских цен на 0,4 п.п., а это значит, что повышательное давление на цены оказывали факторы, которые носят преимущественно административный и сезонный характер.

Продовольственные товары подешевели за август на 0,6%, прежде всего из-за сезонного снижения цен на плодоовощную продукцию. Темп прироста цен на непродовольственные товары, напротив, увеличился до 0,4%. В результате вклад группы непродовольственных товаров в динамику индекса потребительских цен (ИПЦ) оказался наибольшим по сравнению с вкладом других компонент и составил 45,1%. Цены и тарифы на платные услуги населению за август увеличились на 0,4%. Наибольший вклад в августовское подорожание услуг внес сезонный



Источник: Росстат.

Рис. 1. Темп прироста ИПЦ в 2011–2016 гг., % за год

<sup>1</sup> Базовый индекс потребительских цен – показатель, отражающий уровень инфляции на потребительском рынке с исключением сезонного (цены на плодоовощную продукцию) и административного (тарифы на регулируемые виды услуг и др.) факторов, который также рассчитывается Росстатом РФ.

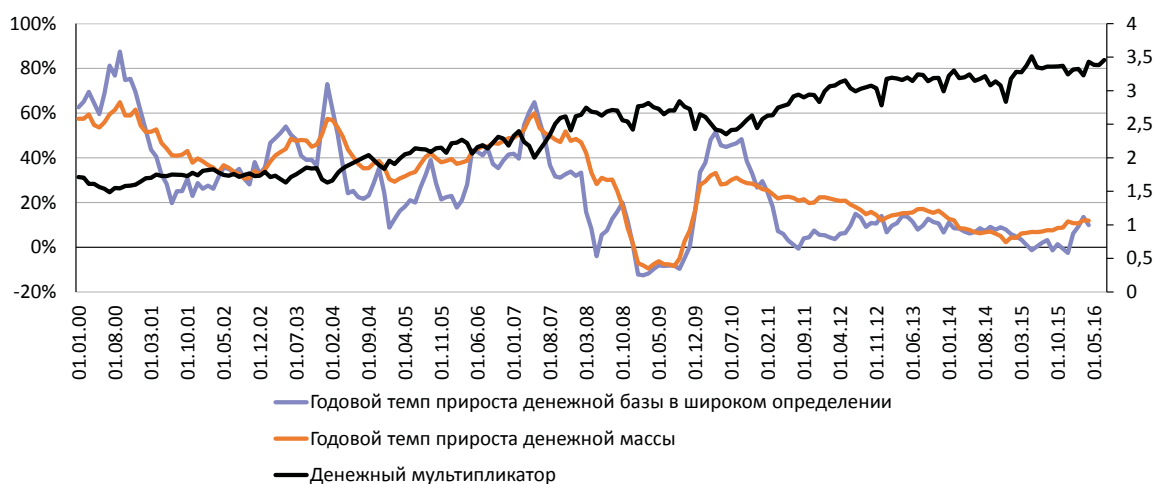
рост цен на услуги зарубежного туризма, который происходил несмотря на укрепление рубля.

Одним из источников инфляционных рисков продолжает оставаться возможное восстановление совокупного спроса, которое при прочих равных условиях может привести к повышательному давлению на цены потребительских товаров. В частности, как в I квартале, так и во II квартале 2016 г. номинальная заработная плата увеличивалась на 7,7% по сравнению с аналогичными периодами 2015 г., продолжив свой рост в июле 2016 г. (7,8% к июлю 2015 г.). В сентябре-декабре 2015 г. этот показатель в среднем рос лишь на 3,4% в годовом выражении. Вследствие замедления инфляции во II квартале 2016 г. (впервые с III квартала 2014 г.) наблюдался положительный темп прироста реальной начисленной заработной платы, составивший 0,3% к аналогичному периоду 2015 г.

Дополнительным источником риска увеличения инфляции в 2016 г. является ускорение темпов роста денежной массы M2, обусловленное увеличением денежной базы по мере расходования средств Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита, а также восстановлением кредитной активности. Темп роста денежной массы M2 в январе-июле 2016 г. в среднем составлял 11,7%, тогда как в течение аналогичного периода 2015 г. он не превышал 6,0% (рис. 2).

Увеличение денежной базы за счет расходования средств Резервного фонда превышает ее снижение, обусловленное сокращением задолженности банковской системы перед ЦБ РФ, а также проведением депозитных аукционов Банком России. В связи с этим в I–II кварталах 2016 г., несмотря на неизменное значение ключевой ставки вплоть до середины июня, наблюдалось снижение процентных ставок. В частности, ставки по депозитам физических лиц до 1 года снизились с 8,53% годовых в январе до 7,2% годовых в июне 2016 г. В качестве дополнительной меры по сдерживанию расширения денежной базы Банк России в сентябре 2016 г. принял решение выпускать облигации на срок три, шесть и 12 месяцев с трехмесячным купоном.

Риски ускорения инфляции, связанные с динамикой валютного курса, являются невысокими. Так, в августе рубль укрепился на 1,1% до



Источник: Банк России.

Рис. 2. Динамика денежных агрегатов и денежного мультипликатора в 2000–2016 гг.

65,3 руб./долл. А в первой половине сентября курс рубля вырос еще на 1,2% до 64,4 руб./долл. Укрепление рубля обусловлено ростом цен на нефть, составившим в августе 1,3% – до 47,3 долл./барр. Помимо этого, поддержку рублю оказали августовские депозитные операции Банка России, направленные на изъятие средств, поступивших в банковский сектор по бюджетному каналу.

Среди факторов, которые могут способствовать обесценению рубля, можно выделить неопределенность относительно динамики цен на нефть (в том числе обусловленную проблемами в экономике Китая), возможное ужесточение монетарной политики ФРС США, значительный рост бюджетного дефицита в России.

Таким образом, несмотря на некоторую стабилизацию ситуации в экономике, Банк России все еще вынужден учитывать внутренние и внешние факторы, влияющие на инфляционные ожидания экономических агентов и препятствующие снижению ключевой ставки в текущем году. При этом по мере снижения инфляции и инфляционных ожиданий при неизменной ключевой ставке денежно-кредитная политика становится все более жесткой. Следовательно, в ближайшие полгода Банку России предстоит найти непростой баланс между достижением инфляционной цели (что станет знаковым результатом в сфере денежно-кредитной политики) и недопущением негативного влияния проводимой политики на экономическую активность. ●

### 3. ДИНАМИКА «ПЛОХИХ» ДОЛГОВ: ПИК ДОСТИГНУТ?

А.Ведев, М.Хромов

*Рост объема «плохих» активов банковского сектора в 2016 г. значительно замедлился. Это привело к уменьшению прироста резервов на возможные потери по ссудам и другим активам и стало главным фактором восстановления банковской прибыли в 2016 г.*

По итогам лета 2016 г. некачественные активы в банковском секторе продолжали расти как в номинальном, так и в процентном отношении к общему объему. Однако их динамика существенно замедлилась. Если брать общую оценку «плохих» активов по всем типам как совокупную величину сформированных резервов на возможные потери, то ее отношение к общему объему активов за период с 1 января по 1 сентября 2016 г. выросло на 0,8 п.п., с 6,5 до 7,3%. За аналогичный период 2015 г. увеличение составило 1,2 п.п., с 5,2 до 6,4%. Отметим, что максимум этого соотношения, наблюдавшийся в 2010 г. (7,5%) пока еще не достигнут, однако сам объем резервов сейчас уже в 2,5 раза больше, чем в 2010 г. (5,8 трлн руб. против 2,3 трлн руб.).

Прирост номинального объема сформированных резервов на возможные потери в 2016 г. оказался почти в 2,5 раза меньше, чем в соответствующий период 2015 г. (397 млрд руб. против 939 млрд руб.). Близкая динамика доли резервов в величине активов банковского сектора объясняется тем, что номинальная величина активов за первые 8 месяцев 2016 г. уменьшилась на 4,0%, тогда как годом ранее банковские активы выросли на 1,0%.

На отдельных сегментах кредитного рынка ситуация с «плохими» долгами выглядит следующим образом.

#### **Розничный сегмент**

В розничном сегменте кредитного рынка удельные показатели, характеризующие качество кредитов, превысили максимумы 2009–2010 гг. еще в прошлом году. Доля просроченных кредитов физическим лицам по итогам 2015 г. достигла 8,4%, а к 1 сентября 2016 г. увеличилась еще на 0,6 п.п. до 9,0%. Максимум 2010 г. – 7,7%.

Величина просроченной задолженности физических лиц выросла в январе–августе 2016 г. на 66 млрд руб., по сравнению с приростом в 208 млрд руб. за аналогичный период 2015 г. Дополнительный фактор роста доли просрочки – продолжающееся сокращение номинального объема задолженности физических лиц по банковским кредитам. По состоянию на 1 сентября 2016 г., долг населения перед банками сократился на 0,4% по сравнению с 1 января 2016 г.

Объем сформированных резервов на возможные потери по кредитам физическим лицам увеличился за 8 месяцев 2016 г. на 26 млрд руб. (2,1%), что значительно медленнее, чем годом ранее (162 млрд руб. и 15,3% за соответствующий период 2015 г.). Соотношение сформированных резервов на возможные потери по кредитам физическим лицам и



объема задолженности физических лиц по банковским кредитам достигло 11,5%, увеличившись по сравнению с началом года на 0,3 п.п. Максимум этого показателя в 2010 г. достигал 10,9% (см. рис. 1).

### Корпоративный сектор

Кредитование корпоративных заемщиков с точки зрения уровня «плохих» долгов еще не превышает прежних максимумов. Объем просроченной задолженности юридических лиц перед банками вырос за 8 месяцев 2016 г. на 141 млрд руб. (7,9%), что в 3,6 раза меньше, чем годом ранее (514 млрд руб., или 48%). Ее доля в общем объеме кредитов корпоративным заемщикам увеличилась на 0,6 п.п. с начала 2016 г. и достигла по состоянию на 1.09.2016 6,6%, что соответствует максимальному значению 2010 г.

Прирост объема резервов на возможные потери по кредитам корпоративным заемщикам в январе–августе 2016 г. сократился в 2,5 раза по сравнению с аналогичным периодом 2015 г. (201 млрд руб. против 507 млрд руб.). Отношение резервов к величине корпоративного кредитного портфеля выросло до 9,5%, что заметно ниже уровня 2010 г. (11,5%).

### Качество активов

Таким образом, за прошедшие 8 месяцев 2016 г. тенденция ухудшения качества банковских активов все еще сохраняется, однако выявление «плохих» активов осуществляется в текущем году гораздо более низкими темпами, чем в 2015 г. Относительный уровень «плохих» активов превысил максимумы кризиса 2009–2010 гг. только на розничном сегменте кредитного рынка, в целом уровень некачественных активов пока остается ниже.

В разрезе отдельных групп банков наилучшее качество активов остается в Сбербанке и банках, подконтрольных нерезидентам. По состоянию на 1 сентября 2016 г., отношение резервов на возможные потери по всем типам активов к совокупным активам в Сбербанке составляло 5,3%, в иностранных банках – 5,5%. В крупнейших госбанках<sup>1</sup> качество активов в таком определении (7,2%) приблизительно соответствует среднему уровню по банковской системе в целом (7,3%).

Однако большое влияние на показатели этой группы оказывает Банк Москвы, находящийся в состоянии финансового оздоровления с 2011 г. В этом банке остаются преимущественно безнадежные активы (после перевода части бизнеса в головной банк группы в мае текущего года). По состоянию на 1 сентября 2016 г., отношение резервов на возможные потери к совокупным активам для Банка Москвы составляет 47%. Без учета

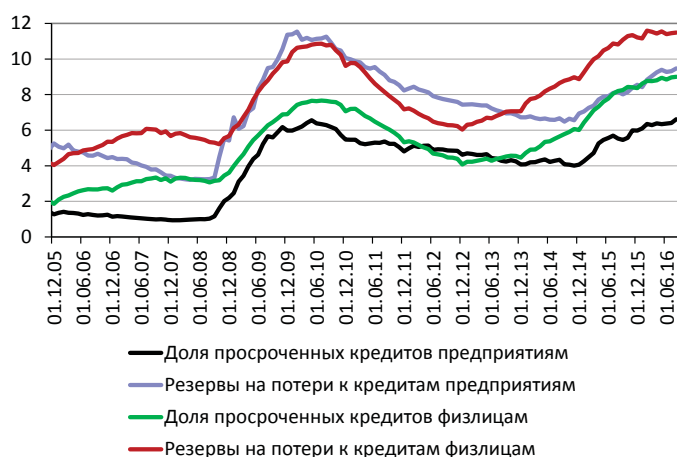


Рис. 1. Показатели качества банковских кредитов, %

1 Банки группы ВТБ (ВТБ, ВТБ24 и Банк Москвы), РСХБ, ГПБ.

Банка Москвы качество активов (5,8%) крупнейших госбанков близко к лидерам.

Наихудшие показатели качества активов сохраняются в частных банках. Причем в группе крупных банков<sup>1</sup> уровень «плохих» активов (9,5%) выше, чем в мелких и средних банках (8,7%).

Таблица 1

ПОКАЗАТЕЛИ КАЧЕСТВА АКТИВОВ БАНКОВ, НА 1.09.2016, %

	Отношение суммарных резервов на возможные потери к совокупным активам	Доля просроченных кредитов физическим лицам	Доля просроченных кредитов корпоративным заемщикам
<b>Банковская система</b>	<b>7,3</b>	<b>9,0</b>	<b>6,6</b>
Сбербанк	5,3	4,7	3,4
Крупные госбанки	7,2	7,8	7,1
Банки, подконтрольные нерезидентам	5,5	10,6	4,3
Крупные частные банки	9,5	17,2	7,0
Мелкие и средние банки	8,7	13,7	11,8

В отдельных сегментах кредитного рынка лидером по качеству кредитного портфеля является Сбербанк. При этом иностранные банки сохраняют высокое качество активов лишь на корпоративном сегменте кредитного рынка. В рознице за счет наличия в этой группе отдельных банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, общее качество розничных кредитов оказывается ниже, чем в банковском секторе в целом. Аналогичная картина характерна и для крупных частных банков, которые стали аутсайдерами по качеству розничного кредитного портфеля за счет отдельных банков, ориентированных на рынок потребительских кредитов, где доля просрочки превышает 40%. В корпоративном кредитовании, напротив, наихудшая ситуация с качеством кредитов наблюдается в мелких и средних банках, что объясняется, вероятно, отсутствием доступа этих банков к кредитованию наиболее качественных заемщиков из числа крупного бизнеса.

Замедление прироста «плохих» долгов оказало соответствующее влияние на банковскую прибыль. В 2016 г. банки значительно уменьшили отчисления в резервы на возможные потери, что привело к росту положительного финансового результата. Так, за 8 месяцев 2016 г. прибыль банков составила 532 млрд руб., что в 7 раз выше финансового результата за аналогичный период 2015 г. Рентабельность активов в 2016 г. увеличилась до 1,0% в годовом выражении (0,2% годом ранее).

Столь резкое увеличение прибыли по сравнению с прошлым годом связано, скорее, с эффектом базы – сильным провалом прошлого года, чем с окончательным восстановлением рентабельности банковской деятельности. Рекордный объем прибыли за первые 8 месяцев года был достигнут в 2012 г., когда банки заработали 678 млрд руб., а рентабельность банковских активов (ROA) составляла 2,4% в годовом выражении.

<sup>1</sup> Банки, входящие в 30 крупнейших по размеру активов, наряду с госбанками и банками, подконтрольными нерезидентам.

Наиболее заметный вклад в увеличение прибыли банковского сектора внесло уменьшение отчислений на возможные потери по ссудам и другим активам. Кроме того, увеличилась прибыль от регулярных банковских операций за вычетом операции с резервами и переоценкой (см. табл. 2).

Таблица 2

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ПРИБЫЛИ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА  
В 2015–2016 ГГ., МЛРД РУБ.

	2015		2016
	Январь–август	В целом за год	Январь–август
Прибыль банков до налогообложения	76	192	532
Прирост резервов на возможные потери	939	1352	397
Прибыль от переоценки счетов в иностранной валюте	288	430	17
Прибыль без учета операций с резервами и переоценки	727	1114	912

Несмотря на такой позитивный эффект для текущего финансового результата банковского сектора, проблема «плохих» долгов все еще остается нерешенной. В прошлый кризис (2008–2010 гг.) не было предложено никаких системных мер по ее решению, в результате номинальный объем сформированных резервов на возможные потери практически не снижался; улучшение относительных показателей качества банковских активов происходило исключительно за счет возобновления роста банковского сектора, а новый (текущий) кризис начался с худших позиций, чем предыдущий. Повторение аналогичной ситуации означает, что до перехода к устойчивому росту экономики, без которого невозможно возобновление роста кредитования и активов банковского сектора, «плохие» активы будут оставаться серьезным грузом для банков, ограничивающим их развитие. ●

## АВТОРЫ ЭТОГО НОМЕРА

**Аверкиев В.**, научный сотрудник лаборатории  
краткосрочного прогнозирования ИЭП им. Е.Т. Гайдара

**Божечкова А.**, заведующая лабораторией денежно-  
кредитной политики ИЭП им. Е.Т. Гайдара

**Ведев А.**, заместитель Министра экономического развития  
Российской Федерации

**Гуревич В.**, советник ректора РАНХиГС, редактор  
economytimes.ru

**Дробышевский С.**, директор по научной работе ИЭП  
им. Е.Т. Гайдара

**Трунин П.**, ведущий научный сотрудник Центра изучения  
проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС

**Турунцева М.**, заведующая лабораторией  
макроэкономического прогнозирования ИПЭИ РАНХиГС

**Хромов М.**, заведующий лабораторией финансовых  
исследований ИЭП им. Е.Т. Гайдара