



Итоги 2015 года и прогноз экономического развития на среднесрочную перспективу

1. Российская макроэкономика: год тяжелых уроков

События прошедшего года – глубокий экономический спад, зарождение «новой бедности», выход финансовой системы на грань очередного кризиса – лишь поверхность произошедшего с российской экономикой в 2015 г.

Этот год стал годом тяжелых, но важных практических уроков, со всей наглядностью (и со всей болезненностью) показавших, что ряд упрощённых представлений о нашей экономике оказались, в той или иной степени, ошибочными – по крайней мере, применительно к той конкретной экономике, которая сформировалась в России на сегодняшний день.

К таким прошлогодним урокам, некоторые из которых были неожиданными, а другие – вполне предсказуемыми, относятся:

- девальвация рубля не обязательно способствует экономическому росту и, тем более, оздоровлению компаний;
- рост потребления населения не является для нашей страны «естественным» трендом, даже с учётом роста напряженности на рынке труда (что, при прочих равных, стимулирует рост реальной заработной платы);
- падение импорта в результате девальвации рубля не обязательно создаёт пространство для экономического роста. Вернее, пространство формально создаётся, но заполнить его российской продукцией в большинстве случаев невозможно без радикального улучшения её технологического уровня и потребительских свойств;
- инвестиции не растут сами по себе. Даже если у компаний есть деньги – они инвестируют только в ожидании дальнейшего развития;
- сложился цикл «разбалансировка платежного баланса – девальвация рубля – инфляция – жесткая процентная политика – низкий спрос – снижение инфляции», в котором снижение инфляции, в итоге, становится не результатом более или менее успешной монетарной политики, а следствием снижения экономической активности, «охлаждения» экономики и снижения на этой базе спроса на деньги;
- нынешний экономический кризис – не относительно короткая (год-полтора) перенастройка экономической системы, а затяжной системный процесс, который должен обеспечить для российской экономики формирование нового механизма роста взамен исчерпавшего себя.

1.1. Кризис: как формировался и к чему ведёт

За прошедший год российская экономика прошла несколько этапов своего развития, в первые месяцы порождавших надежды и ожидания перехода к экономической стабилизации, а к концу года, напротив, обозначивших переход к новой волне кризиса.

1. *Первый этап:* 1 квартал 2015 г.

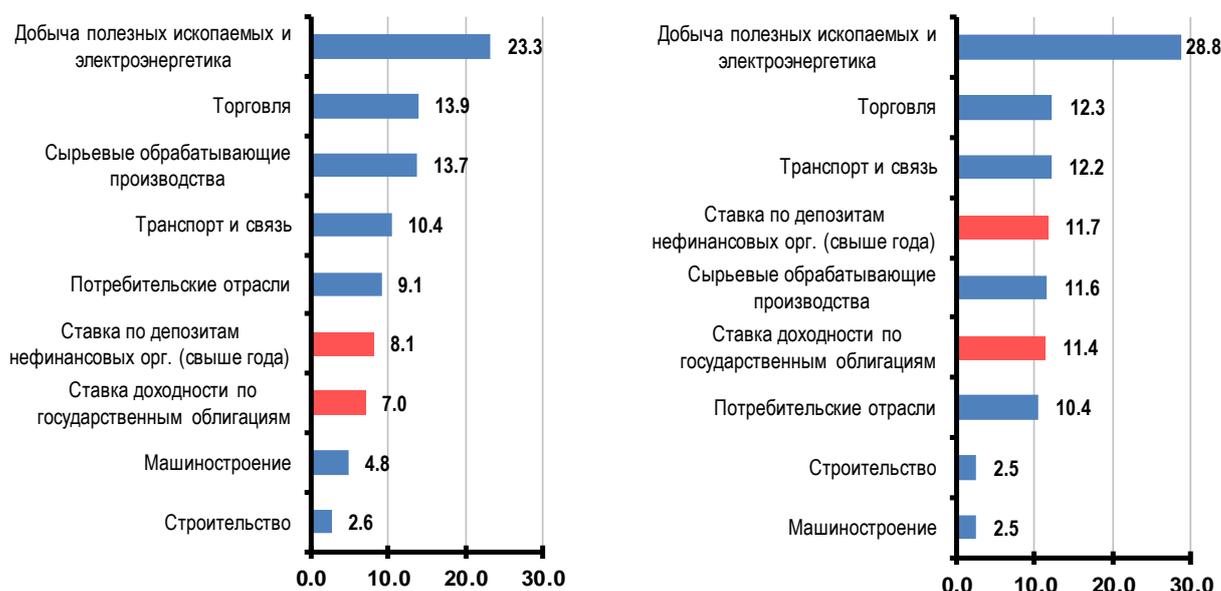
Его основное содержание:

- резкий коррекционный спад товарооборота, после его скачка в конце 2014 г. (на фоне ожиданий дальнейшей девальвации рубля);
- рост нагрузки на доходы компаний со стороны выплат по внешнему долгу, снижение возможностей для рефинансирования долга;
- проведение достаточно жесткой денежной политики (высокий уровень процентных ставок), по идее, призванной дестимулировать давление на обменный курс рубля;
- коррекция инвестиций, обусловленная сочетанием трех негативных факторов. *Первый* из них – снижение доступности инвестиционных ресурсов (сочетание финансовых санкций, сжатия кредитования и кризиса доходов бюджета). *Второй* – снижение мотивации к инвестированию из-за диспаритета между доходностью финансовых активов (при том, что держать деньги в финансовых активах заметно менее рискованно) и рентабельностью бизнеса (при том, что риски в условиях рецессии существенно увеличились, см. Рисунок 1). *Третий* – ухудшение ожиданий менеджмента, отражающее общее ухудшение условий для бизнеса из-за начавшегося падения мировых цен на сырьё, девальвации рубля и ставшего затяжным геополитического конфликта со странами Запада;

Рисунок 1 – Рентабельность бизнеса (отношение сальдированного финансового результата к оборотному капиталу) и доходность финансовых инструментов (%)

А) В 2013 г:

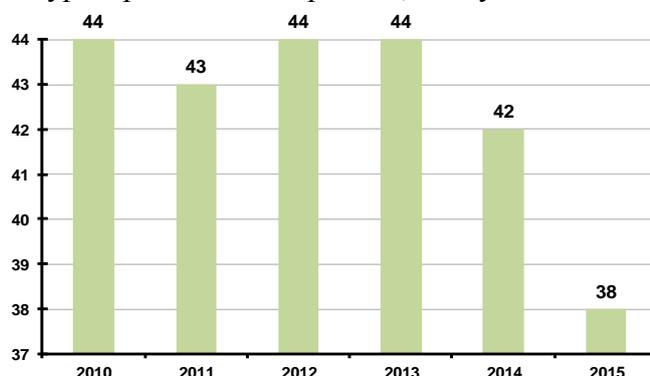
Б) В 2015 г.:



- начало «маятникового» укрепления рубля. После значительной девальвации в конце 2014 г. рубль начал быстро укрепляться, что дало основание надеяться на скорое снижение уровня инфляции. Эти ожидания, в свою очередь, позволили заметно смягчить процентную политику Банка России, хотя разрыв между доходностью на финансовых рынках и рентабельностью бизнеса сохранился;
- масштабная расчистка рынка от импорта, создающая потенциал дальнейшего экономического роста. К сожалению, этот потенциал в большинстве случаев так потенциалом и остался – реализовать его в качестве фактического роста удалось лишь в нескольких отраслях (в основном, в пищевых производствах). Причина – в трансформации характера спроса со стороны как населения, так и предприятий – за последние десять-пятнадцать лет ценовые преимущества российской продукции в период девальвации стали терять свою значимость в глазах потребителей по сравнению с преимуществами по качеству, потребительским свойствам, технологическому уровню. Таким образом, в условиях удорожания импорта, потребитель (в значительной своей массе) предпочитает не переключаться на более дешевую, но менее качественную отечественную продукцию, а отложить покупку.

В результате, хотя доля импорта на розничном рынке снизилась с 43-44% в 2010-2013 гг. до 38% в 2015 г. (см. Рисунок 2) – адекватного роста производства не последовало.

Рисунок 2 – Ресурсы розничной торговли, поступившие по импорту (%)



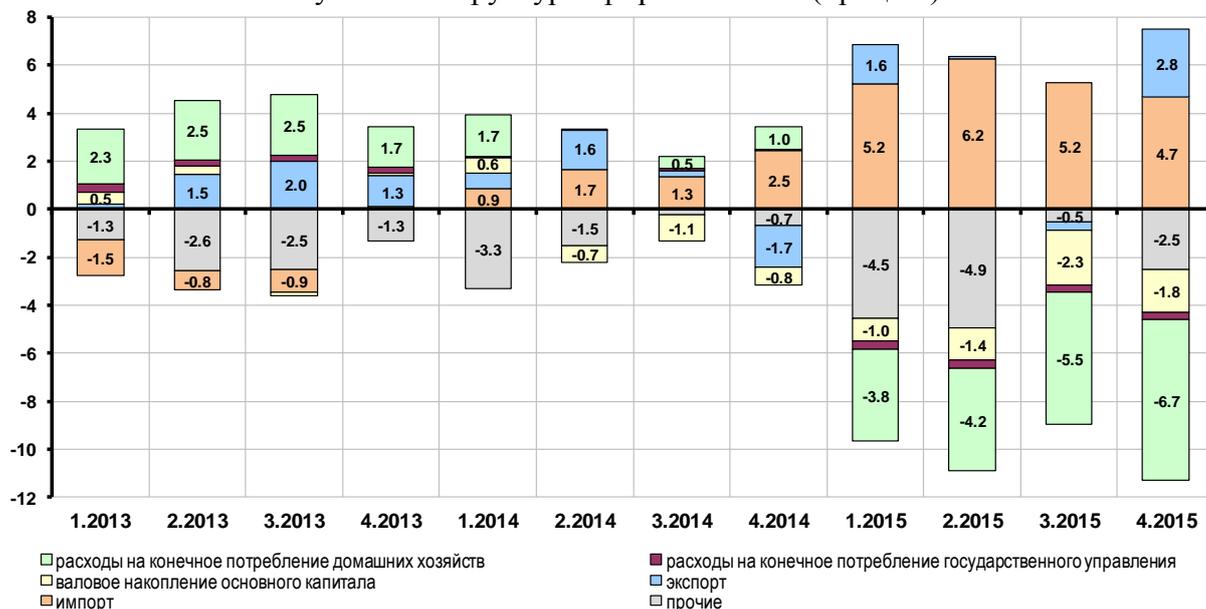
Таким образом, ситуация на рынке может быть охарактеризована, как «ложное импортозамещение»: импорт с рынка ушел, но внутреннее производство почти не выросло.

Арифметически, как в первом квартале 2015 г., так и по итогам года в целом, «чистый экспорт» (прирост экспорта и снижение импорта, см. Рисунок 3) стал главным фактором, поддерживавшим российскую экономику от еще большего сползания в кризис. В то же время, обращает на себя внимание отрицательный вклад в ВВП буквально всех показателей внутреннего конечного спроса – и накопления основного капитала (что довольно естественно в условиях инвестиционного кризиса), и потребления населения – что уже стало совершенно новым для нашей экономики фактором.

Соответственно, и отраслевая структура спада экономики оказалась в первом квартале весьма своеобразной – промышленность выраженного спада ещё не испытала (см. Рисунок

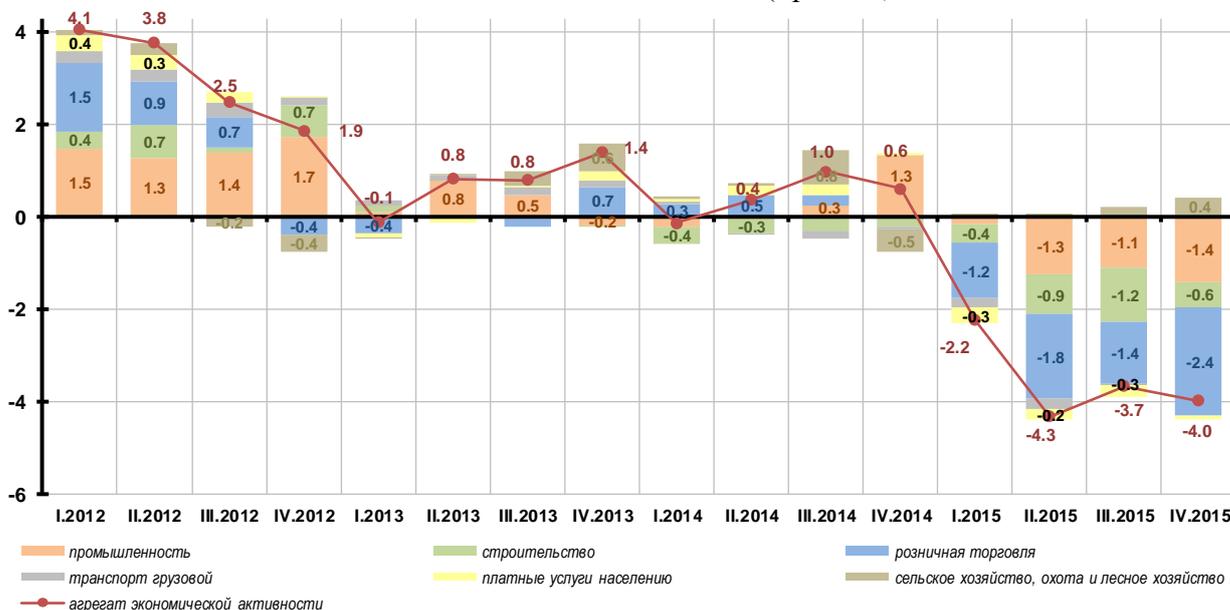
4), зато мощными очагами спада стали торговля и сфера услуг, ранее явно «перегретые» за счет непрерывного ускоренного роста.

Рисунок 3 – Структура прироста ВВП* (проц. п.)



*К аналогичному кварталу предшествующего года

Рисунок 4 – Вклады важнейших видов экономической деятельности в прирост* агрегата экономической активности** (проц. п.)



*К аналогичному кварталу предшествующего года

** Агрегат экономической активности – показатель динамики выпуска товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению.

Основным содержанием государственной политики (что ярко проявилось в Антикризисной программе-2015) в начале года была попытка «точечного» предотвращения/подавления наиболее жестких проявлений кризиса. Основные усилия были направлены на недопущение волны банкротств компаний (главным образом, крупных,

занимавших в валюте) в условиях ослабления рубля и ограниченности возможностей рефинансирования долга, особенно – внешнего. Эту задачу, в целом, решить удалось – но малый бизнес, не находившийся в фокусе внимания государства (однако, являющийся важным источником доходов для местных и региональных бюджетов) понес колоссальные потери.

На первом этапе казалось, что ситуация имеет все шансы быстро стабилизироваться. Курс рубля укреплялся, что было неплохим залогом для снижения инфляции и, соответственно, процентных ставок. По окончании коррекционного спада конечного спроса и производства можно было ожидать начала макроэкономической стабилизации, а в перспективе четвертого квартала 2015 – начала 2016 гг. и перехода к росту. Однако в реальности, как известно, этого не произошло.

2. *Второй этап:* 2-3 кварталы 2015 г. Период высоких, но, как оказалось, завышенных ожиданий.

Действительно, основные макроэкономические параметры на некоторое время «почти» стабилизировались. Оборот розничной торговли – одна из основных кризисных зон в начале года – почти стабилизировался (первый квартал: коррекция на 5% в среднем за месяц, сезонность устранена; второй-третий квартал – 0.5-0.6% в среднем за месяц).

На фоне в целом стагнационных тенденций в производстве и в инвестициях наметились положительные качественные сдвиги в финансах предприятий (и, с оговорками – банков). По итогам года рентабельность – в той или иной степени – возросла буквально во всех группах компаний (см. рисунки 5–6). При этом наибольший рост рентабельности наблюдался в сырьевых обрабатывающих отраслях – с 5.4% в 2014 г. до 11.6% в 2015 г., что связано с эффектом от девальвации. Заметим, аналогичный эффект для отрасли добычи полезных ископаемых был отыгран уже в 4 квартале 2014 г. Также значительный эффект (+3 проц. п.) наблюдался в потребительских отраслях, что, вероятно, связано с получением инфляционных доходов при недостаточной индексации зарплат.

В то же время, дополнительным кризисным фактором, ограничивающим возможности ускоренного выхода компаний из кризиса, стал значительный масштаб долговой нагрузки на прибыль (платежей по основному долгу и по процентам – тем более, в условиях жесткой процентной политики Банка России). Соответственно, в условиях почти обнуления возможностей внешнего рефинансирования долга¹ и существенного ограничения внутреннего, предприятия (за исключением пользующихся господдержкой) в значительной степени перешли на финансирование долговых выплат из собственных ресурсов.

В результате, хотя по итогам года нагрузка долговых выплат на доходы компаний (соотношение платежи по долгу / EBITDA) в большинстве случаев снизилась (за странным исключением транспортного машиностроения) – часто она всё ещё остаётся в «красной

¹ Не только из-за санкционного режима, но и в связи с действием других факторов:

- ухудшения ценовой конъюнктуры глобальных сырьевых рынков, что воспринималось потенциальными кредиторами как предвестие проблем с платежеспособностью российских заёмщиков, безотносительно отрасли;

- «рассинхронизации» российских и мировых процессов, когда российский кризис пришелся на период подъёма американской экономики (и, с оговорками, европейских стран) – соответственно, кредитование российских заёмщиков дополнительно потеряло в привлекательности.

зоне», создавая парадоксальную ситуацию «закредитованности» бизнеса в условиях падения кредитной активности (см. Рисунок 7).

Рисунок 5 – Динамика прибыли
(в реальном выражении, темпы прироста, %)

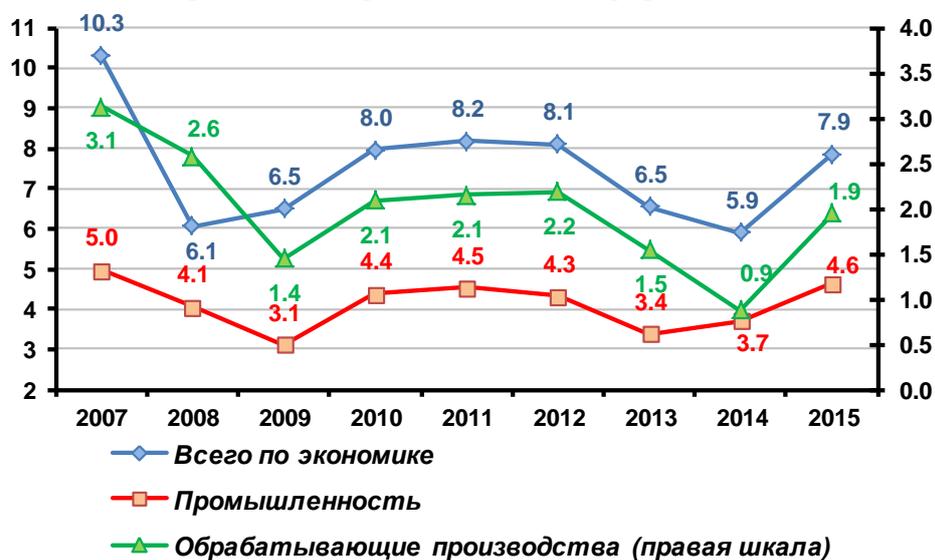


Рисунок 6 – Рентабельность оборотного капитала
(чистая прибыль, % к оборотному капиталу)

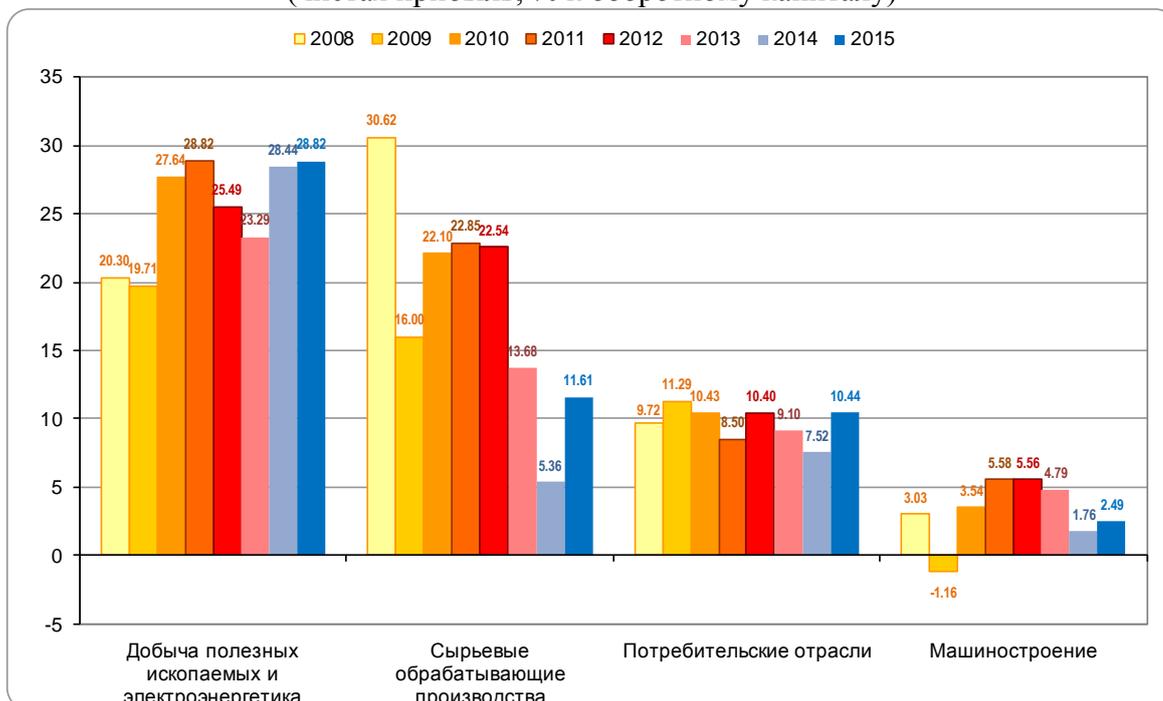
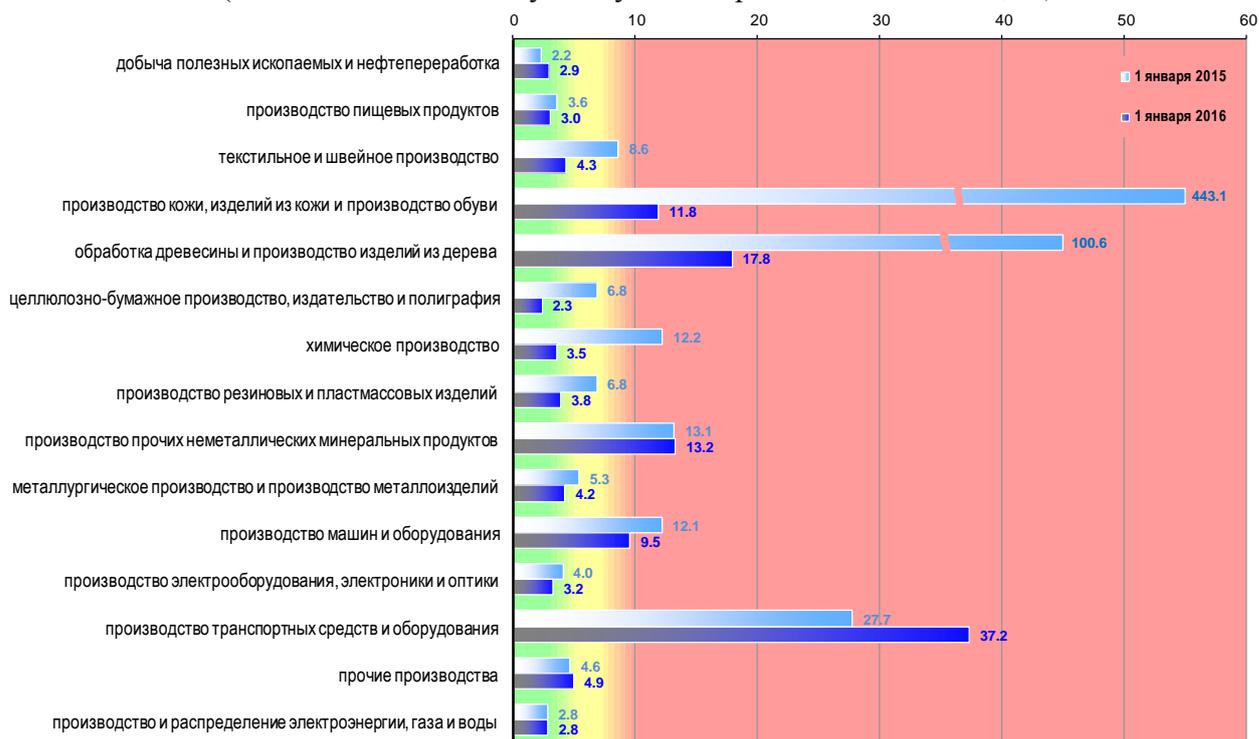


Рисунок 7 – Нагрузка долговых платежей на прибыль
(платежи по основному долгу плюс проценты к EBITDA, %)



Таким образом, возникла «позитивно неустойчивая ситуация». Казалось, что предприятия, которым осталась всего одна крупная волна выплат по кредитам, вот-вот перестанут «сидеть на деньгах» и начнут инвестировать, с учётом открывшихся перспектив импортозамещения – и стагнация начнёт переходить в хотя бы слабый экономический рост.

В реальности этого не произошло – напротив, произошёл ещё один «шаг вниз». Неблагоприятное развитие событий связано с рядом обстоятельств.

Во-первых, сама стабилизация, в значительной степени, имела кризисный характер, так как базировалась на устойчивости потребительского спроса (после коррекционного спада в начале года). Эта стабильность, в свою очередь, основывалась на снижении нормы сбережения в условиях высоких воспринимаемых банковских рисков и постепенного снижения процентных ставок по депозитам. К тому же ожидалось, что в силу действия долгосрочных факторов доходы населения скоро вновь начнут расти.

В реальности именно летом, в условиях затяжного экономического застоя, предприятия (экономя на издержках в условиях роста нагрузки на доходы) перешли к экономии на заработной плате. Соответственно, реальная заработная плата (а с ней, конечно, и доходы населения) начала снижаться (см. Рисунок 8).

Одновременно, после прохождения у населения шока от девальвации рубля и пика недоверия к банковской системе, заработал фактор высоких процентных ставок. Норма сбережения стала повышаться (см. Рисунок 9), соответственно, ресурсы для обеспечения потребления населения, «при прочих равных», уменьшились.

Рисунок 8 – Реальная начисленная заработная плата (в % к среднемесячному значению 2012 г.)

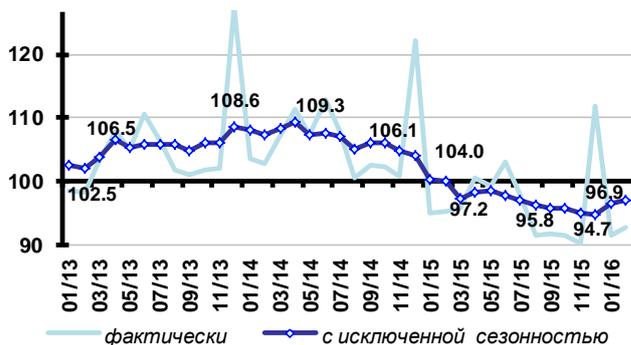
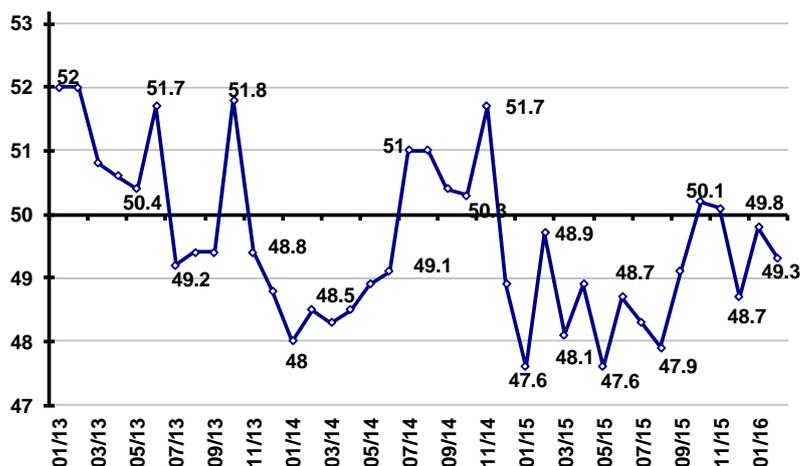


Рисунок 9 – Норма сбережения населения (%)



Во-вторых, переход от коррекционного спада к стабилизации в середине года никак не повлиял к лучшему на субъективные оценки ситуации менеджментом компаний. PMI в отмеченный период устойчиво закрепился в негативной (менее 50%) области, порядка 47-49% (см. Рисунок 10). Негативные ожидания основных экономических субъектов свидетельствуют о неготовности на тот момент экономики к росту, а также повышают чувствительность экономики к шокам.

Рисунок 10 – Индекс менеджеров по закупкам PMI компании Markit (с исключенной сезонностью)



Кроме того, с 4 квартала 2015 г. заработали новые кризисные факторы.

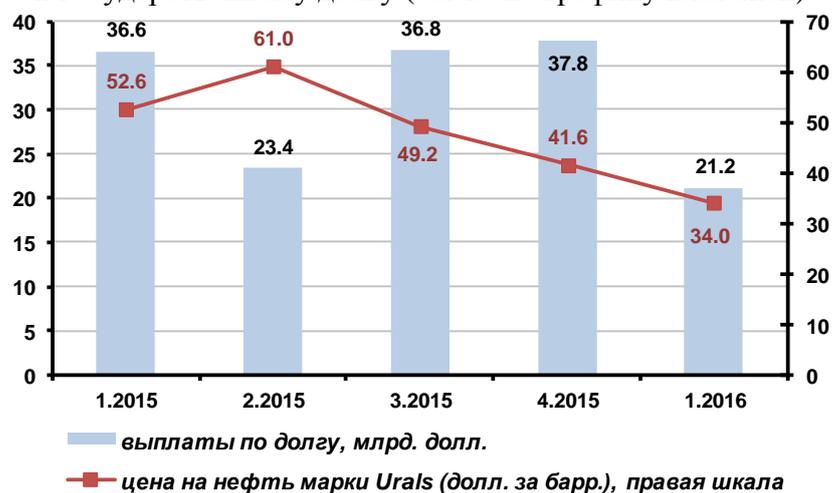
3. *Третий этап* (4 квартал 2015 г.) ознаменовался началом второй волны кризиса, точнее, его переходом в открытую фазу.

Триггером для этого перехода послужило очередное падение цен на нефть, пробивавших одно «ожидаемое дно» за другим (отметим, что весь период также интенсивно снижались цены на металл – вслед за замедлением экономики Китая).

С одной стороны, такое падение обусловило «арифметическое» уменьшение доходности бизнесов – сначала сырьевых, потом, по мере распространения ценового шока на экономику, и всех прочих – и, соответственно, рост кредитных и девальвационных рисков.

С другой стороны, – и это главное – снижение мировых цен стало важным сигналом для российских компаний, что кризис приобретает неопределённо-длительный характер. Вдобавок, снижение цен наложилось на очередной пик выплат по внешнему долгу (см. Рисунок 11) и на сезонный (предновогодний) максимум спроса на импорт. Результатом стала очередная волна девальвации рубля и кризис доверия к макроэкономической устойчивости.

Рисунок 11 – Цены на нефть и выплаты по внешнему корпоративному и государственному долгу (согласно графику платежей)



Далее развитие кризиса набирало обороты. Получившее устойчивость снижение реальной заработной платы (возникли даже признаки роста безработицы) и ускорившееся в этой ситуации сжатие потребительского кредитования обусловили переход к устойчивому снижению оборота розничной торговли.

При этом наблюдалась нетипичная в этих условиях картина – падение товарооборота по продовольственным товарам было заметно более глубоким, чем по непродовольственным (см. рисунки 12 и 13) – при том, что потребность в питании, разумеется, является существенно более базовой, чем большинство потребностей, удовлетворяемых непродовольственными товарами. К тому же в отношении непродовольственных товаров, вообще говоря, действует ряд дополнительных факторов, которые «при прочих равных условиях» вызывают более глубокое падение товарооборота по сравнению с продовольственными. Именно так и выглядела ситуация в предыдущий кризис (2008-2009 гг.): существенное снижение по непродовольственным товарам и гораздо более стабильный уровень продаж продовольственных товаров.

По всей видимости, объяснение этой новизне – в нарастающем расслоении населения (см. ниже). В предкризисный период общий рост доходов населения сопровождался позитивным структурным сдвигом – сокращением бедности в ряде значимых социальных групп: среди пенсионеров, занятых в бюджетном секторе, многодетных семей, отчасти – в сельском хозяйстве. Проблема, однако, в том, что устойчивый механизм воспроизводства доходов (а значит, и благосостояния) в этих группах так и не сложился – они были и остались зависимы от выплат из бюджетной системы. Постдевальвационный скачок инфляции (не скомпенсированный на этот раз адекватным ростом бюджетных выплат) привёл к тому, что часть этой группы населения оказалась отброшена обратно в бедность.

Соответственно, упали и продажи продовольствия – а вот непродовольственных товаров этот процесс, очевидно, коснулся в меньшей степени.

Рисунок 12 – Оборот розничной торговли пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями (% к среднемесячному значению 2012 г.)

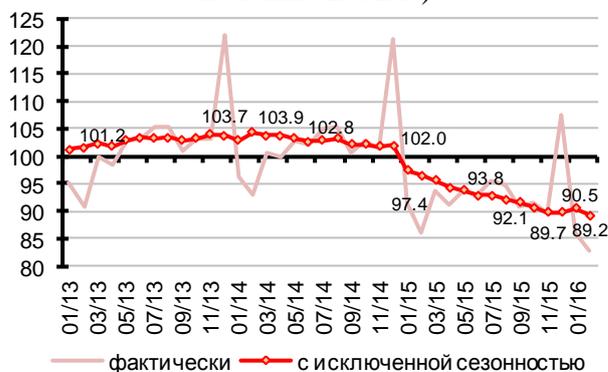
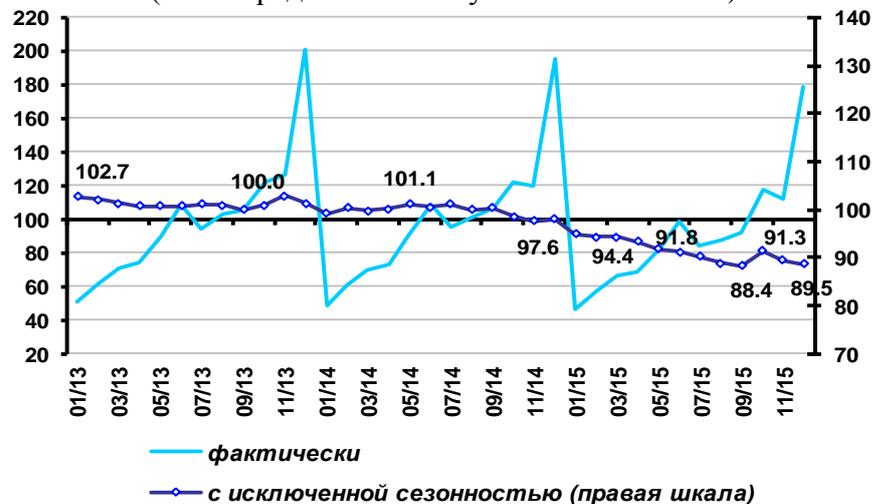


Рисунок 13 – Оборот розничной торговли непродовольственными товарами (% к среднемесячному значению 2012 г.)



Одновременно, сохранялась тенденция к снижению инвестиций в основной капитал (см. Рисунок 14) – что естественно в условиях сжатия финансовых ресурсов, диспаритета доходности бизнеса и процентных ставок и общего кризиса «доверия к росту».

Рисунок 14 – Инвестиции в основной капитал (в % к среднемесячному значению 2012 г.)



1.2. Какой российская экономика выходит из кризиса?

Итогом кризисных процессов конца 2015 г. стало формирование сложного баланса факторов, как поддерживающих восстановительный рост, так и подрывающих его. При этом, «текущий» кризисный потенциал, видимо, исчерпан, и, если не реализуются «черные лебеди» той или иной природы (будь то падение цен на нефть, очередные санкции или засуха), то следующей волны кризиса, вероятно, не будет.

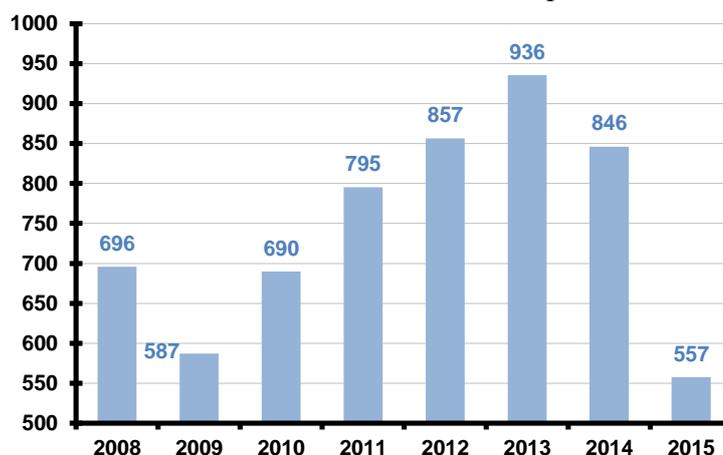
В этой ситуации можно обсудить, какой российская экономика выходит из кризиса, а также как и какие изменения среднесрочного характера будут способствовать или препятствовать возврату российской экономики на траекторию роста.

Снижение давления трудовых издержек на ценовую конкурентоспособность отечественной продукции

В результате скачка обменного курса издержки на рабочую силу в долларовом эквиваленте упали за год почти вдвое. Если в 2013 г., перед началом кризиса, среднемесячная начисленная заработная плата в долларовом выражении составляла почти 1000 долларов (близко к уровню восточно-европейских стран), то в результате девальвации она упала почти вдвое – до 557 долл. (см. Рисунок 15).

Это означает, что давление трудовых издержек на ценовую конкурентоспособность российских товаров, как таковое, уже ликвидировано.

Рисунок 15 – Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата работников, долл.



Негативные структурные сдвиги на секторальном (отраслевом) уровне

Странной особенностью текущего кризиса стало возникновение по его итогам негативных структурных сдвигов на отраслевом уровне. Было бы разумно ожидать, что кризис, выправляя структурные дисбалансы, сильнее ударит по сырьевым, особенно энергетическим отраслям (тем более, ввиду резкого ухудшения конъюнктуры сырьевых рынков), а для конечных потребительских отраслей, напротив, ситуация улучшится.

В реальности все оказалось, скорее, наоборот. В промышленности на фоне общего спада в конечных потребительских и инвестиционных отраслях был отмечен даже некоторый рост в добыче полезных ископаемых и в химической промышленности (см. Рисунок 16; заметим, на фоне высокой рентабельности соответствующих секторов). Интересно, что рост добычи и экспорта нефти был направлен на поддержание денежного потока в условиях падения цен на нефть, и сам, до некоторой степени (будучи в разы меньше расширения экспорта Саудовской Аравией, конечно), сыграл определенную роль в падении мировых цен на нефть.

Рисунок 16 – Динамика выпуска в основных отраслях промышленности России (темпы прироста, %)



Перемещение доходов от государства и населения к компаниям

В результате кризиса в структуре ВВП резко сжались доходы государства и населения, что привело к соответствующему его перераспределению. Доля прибыли предприятий в ВВП возросла с менее 40% в 2013 г. до почти 44% в 2015 г. (см. Рисунок 17). Причём произошло это не благодаря изменению доли населения, а за счёт резкого сжатия доли государства – чистых налогов на производство и импорт.

Рисунок 17 – Структура ВВП по доходам (% к ВВП)



Повышение доли прибыли предприятий в ВВП, возможно, будет способствовать перелому сформировавшейся в предшествующие годы тенденции к снижению нормы валового национального сбережения, ведшей – и это стало новым, непривычным, фактором для нашей

экономики – к ограничению возможностей для инвестирования (см. Рисунок 18). Эта тенденция базировалась на двух «резонирующих» процессах: а) вытеснении заработной платой прибыли предприятий в структуре ВВП и б) снижении нормы сбережения населения (см. Рисунок 19; соответственно, росте нормы потребления), в том числе, из-за скачка потребительского кредитования. Сейчас оба этих фактора работают гораздо слабее, чем прежде, что создает потенциал для будущего роста нормы сбережения в корпоративном секторе.

Рисунок 18 – Норма валового национального сбережения и норма накопления (% ВВП)



Рисунок 19 – Структура валового национального сбережения по институциональным секторам (% ВВП)



Кризис потребления населения и «новая бедность»

Результатом кризиса доходов и потребления населения стало формирование «новой бедности».

Остроту ситуации хорошо характеризует «откат» по уровню потребления продуктов питания примерно на уровень начала 2008 г. (8 лет!). Важно отметить, что потребление непродовольственных товаров «просело» значительно слабее – всего до уровня середины 2011 г. (см. Рисунок 20), что является признаком резкого роста дифференциации населения по доходам.

Возникновение проблемы «новой бедности» подтверждается социологическими опросами (см. Рисунок 21). По данным опросов ВЦИОМ, всего за год доля нищих («денег не хватает даже на продукты») удвоилась, увеличившись с 4% до 9%, доля бедных («на продукты денег хватает, но покупка одежды уже затруднительна») возросла с 18% до 30%. Одновременно, за 2014-2015 гг. существенно (с 1 до 4%) выросла прослойка богатых – тех, кто по данным опроса «может позволить себе практически все».

Рисунок 20 – Оборот розничной торговли, 2010=100 (с исключенной сезонностью)

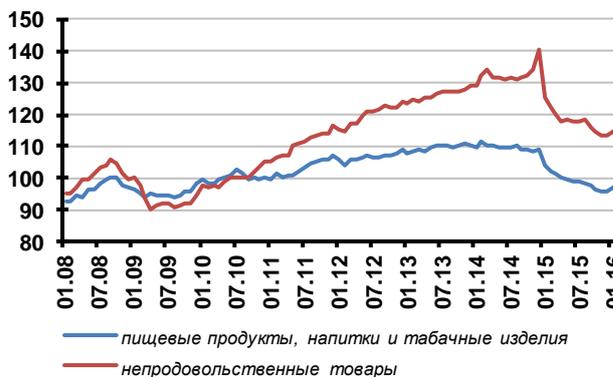
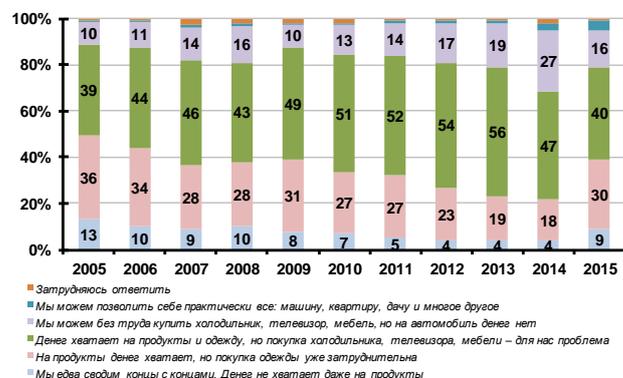


Рисунок 21 – Субъективные оценки населением уровня благосостояния домохозяйств (по данным опросов ВЦИОМ, на декабрь соответствующего года, %)

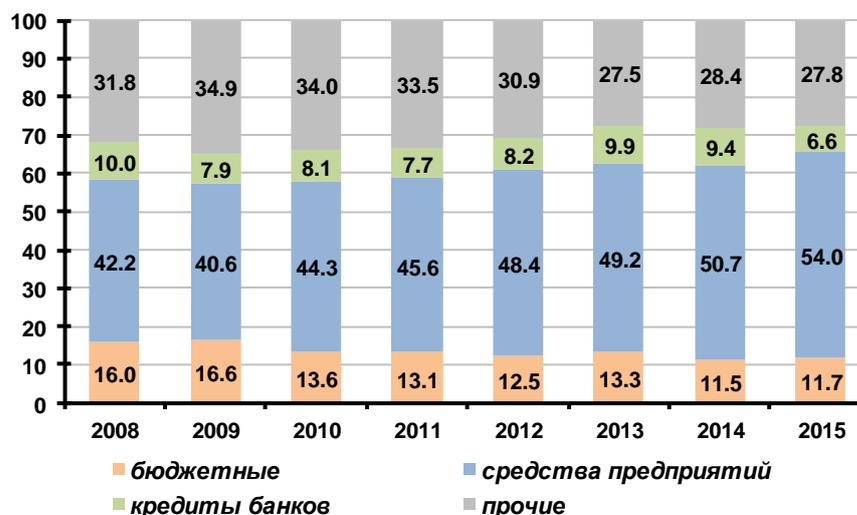


Переход компаний к самофинансированию инвестиций

В структуре финансирования инвестиций в основной капитал окончательно закрепилась модель инвестирования из собственных средств даже для тех компаний, в которых ранее существенную роль играли заёмные средства. Причём это – логическое следствие длительного, многолетнего процесса. По сравнению с уровнем 2010 г. доля собственных средств в финансировании инвестиций возросла с 44% до 54%, при этом доля «прочих» источников (в основном перераспределённых средств финансового рынка, привлечённых головными организациями холдингов) упала с 34% до 28%, кредитов банков – с 8.1% до 6.6% (см. Рисунок 22).

Подобная структура финансирования не оставляет возможности (без формирования новой финансовой модели – с привлечением тех или иных источников долгосрочных инвестиций) перехода к сколько-нибудь интенсивному наращиванию инвестиций.

Рисунок 22 – Структура финансирования инвестиций в основной капитал (%)



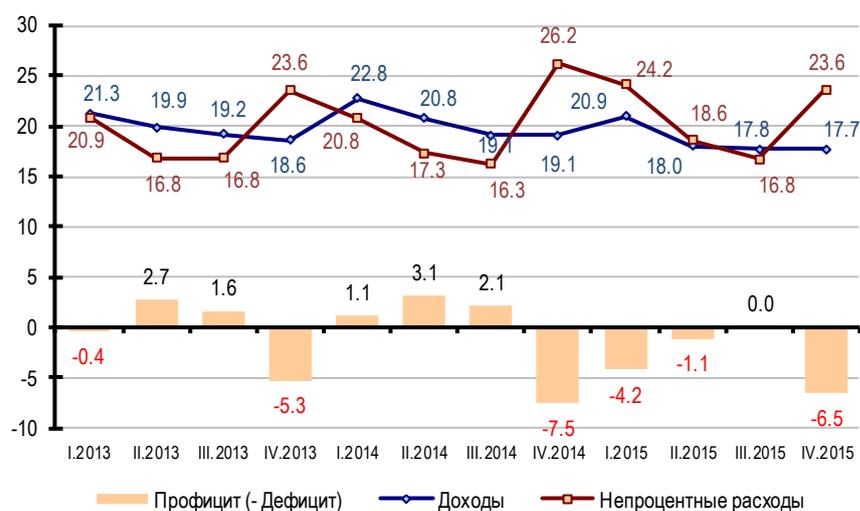
Возникновение хронического бюджетного дефицита

Сжатие доходов бюджетной системы в условиях кризиса внешнеэкономической конъюнктуры и экономического спада на фоне сохранения высоких потребностей в расходах (слабо эластичных к сжатию доходов как бюджетной системы, так и экономики в целом) привело к возникновению хронического бюджетного дефицита. Впервые за длительный период времени этот дефицит не возник в одночасье (как это бывает обычно в конце года, из-за неравномерности расходования бюджетных средств), а сохранялся пять кварталов подряд, начиная с четвертого квартала 2014 г. (см. Рисунок 23).

Пока этот дефицит не оказывал серьезного негативного влияния ни на положение бюджетной системы, ни на стабильность экономики в целом. Причина в том, что пока дефицит финансировался из средств резервных фондов федерального бюджета. В условиях 2015 г. это сыграло даже в чём-то положительную роль, став важным источником денежного предложения в экономике и до некоторой степени скомпенсировав избыточную жесткость процентной политики Банка России.

Резервный фонд, однако, идёт к исчерпанию, Фонд национального благосостояния все в большей степени размещается в долгосрочные проекты, и, если внешняя ситуация не улучшится, велик риск крайне болезненной реформы бюджетной системы (в первую очередь, видимо – пенсионной системы).

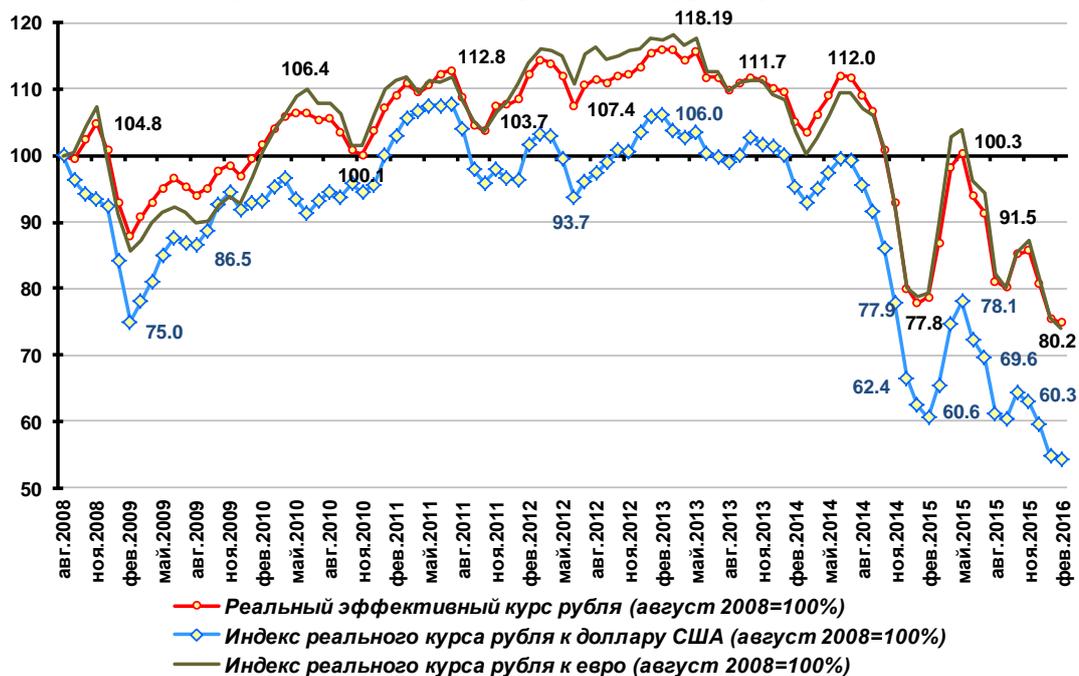
Рисунок 23 – Основные показатели федерального бюджета (% к ВВП)



Формирование «запаса девальвации»

Несколько волн ослабления рубля привели к возникновению беспрецедентно большого «запаса переослабления» рубля. Реальный эффективный курс упал сильнее, чем в кризис 2008-2009 гг. и, главное, продолжительность этого падения – тоже беспрецедентно велика (см. Рисунок 24). С одной стороны, это означает, что обменный курс в ближайшее время (при «прочих равных условиях»), «развернётся» и начнёт укрепляться, что станет дополнительным сильным антиинфляционным фактором. С другой стороны – что, несмотря на это, окно возможностей для ценовой конкурентоспособности российских товаров будет существовать, видимо, еще до 2017 г.

Рисунок 24 – Динамика реальных курсов рубля (%)



Формирование устойчивого тренда к снижению инфляции, снижение влияния девальвации рубля на инфляцию

Сформировалась устойчивая тенденция к снижению инфляции, которая уже не отреагировала на девальвацию рубля в конце 2015 года (см. Рисунок 25). В итоге с конца прошлого года инфляция, в целом, уже ниже среднесного уровня (см. Рисунок 26), а ее годовой уровень с начала текущего года впервые за длительный промежуток времени оказался ниже 10% и продолжает быстро уменьшаться.

Уровень инфляции сейчас определяется балансом между: последствиями девальвации рубля (+), инфляционными ожиданиями (+/-), снижением экономической активности (-), довольно жесткой монетарной политикой (-). В такой ситуации, исчерпание по девальвационного инфляционного эффекта в текущем году даёт резкое торможение инфляции (по оценке, вклад соответствующего фактора уменьшился вдвое, с 11 до 5 проц. п.). Отметим, что сумма всех остальных факторов остаётся практически стабильной, порядка 3 проц. п. в годовом выражении. Правда, оборотной стороной такого торможения является стагнация экономики с неопределёнными перспективами улучшения.

Рисунок 25 – Инфляция на потребительском рынке
(темпы прироста к предш. месяцу, %)

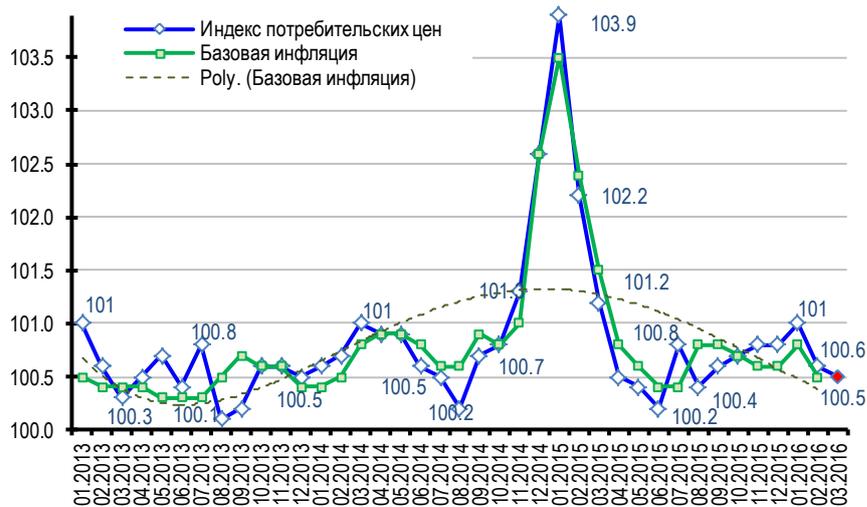
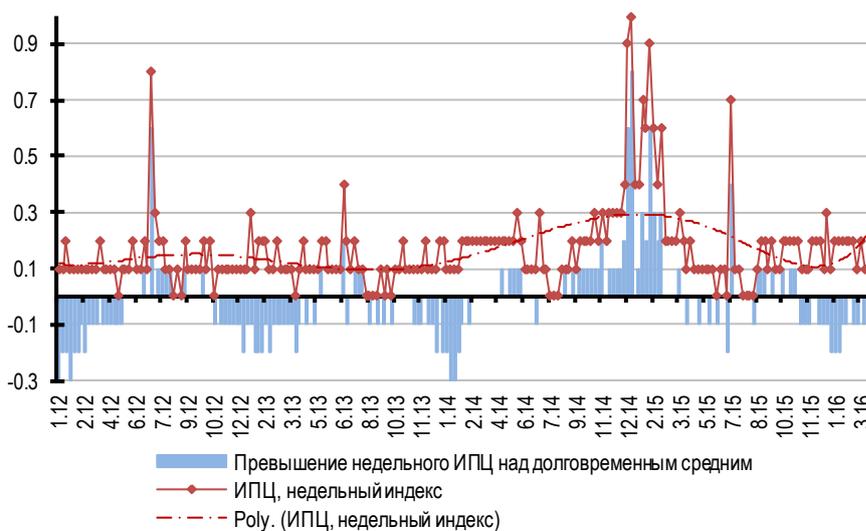


Рисунок 26 – Недельный индекс потребительских цен и его превышение над среднемноголетним уровнем (ИПЦ, темпы прироста, %)



2. Кризис и финансовая система

2.1. Бюджет перед лицом кризиса

Доходы: неожиданный позитив

В условиях резкого перехода нефтяных цен на низкую траекторию, к которой ни экономика, ни бюджет оказались не готовы, произошло сжатие нефтегазовых доходов бюджета – с 9.5% ВВП в 2014 г. до 7.3% ВВП по итогам 2015 г. Такая динамика в сложившихся условиях естественна и ожидаема. Гораздо больший интерес вызывает динамика ненефтегазовых доходов – несмотря на экономический кризис, сопровождавшийся сокращением ВВП на 3.7% в реальном выражении, в 2015 г. ненефтегазовые доходы бюджетной системы заметно выросли по сравнению с предыдущим годом – с 24.3% до 25.7% ВВП (см. Рисунок 27). Причиной тому выступают несколько ключевых факторов:

- повышение эффективности администрирования НДС благодаря внедрению системы АСК НДС-2 (автоматизированная система контроля, позволяющая автоматически анализировать отчетность налогоплательщиков и выявлять разрывы в цепочке добавленной стоимости). Прирост сборов НДС на товары внутреннего производства составил 294 млрд. руб. по сравнению с 2014 г.;
- рост прибыли экспортеров (в основном – в добыче полезных ископаемых, а также в химическом и металлургическом производствах) из-за ослабления курса рубля и, вероятно, разового эффекта «дешевых запасов», что обеспечило 290 млрд. руб. прироста поступлений налога на прибыль. В целом (с учетом снижения прибыли в других отраслях) прирост налога на прибыль составил 224 млрд. руб.;
- рост регрессионного порога по взносам на социальное страхование² с 624 до 711 тыс. руб. в год. Прирост поступлений по сравнению с 2014 г. составил 592 млрд. руб.;
- рост доходов от использования имущества, находящегося в государственной/муниципальной собственности (на 351 млрд. руб. за 2015 г.), в основном, за счет роста доходов от размещения средств бюджетов и прибыли ЦБ, перечисляемой в бюджет;
- кроме того, устойчивость ненефтегазовых налогов поддержали акцизы на табачные изделия (благодаря индексации ставок, прирост 65 млрд. руб.) и введение нового подакцизного товара – природного газа – в случаях, если его обложение акцизами предусмотрено международными договорами России (+73 млрд. руб.), что позволило избежать сокращения общего объема поступлений акцизов.

Рост ненефтегазовых доходов позволил избежать номинального сокращения совокупных доходов бюджетной системы (в отличие от ситуации 2009 г., когда доходы даже в номинальном выражении сжались на 2.6 трлн. руб.). Однако относительно ВВП общий

² Порог, до достижения которого ФОТ облагается взносами на социальное страхование по ставке 30%, а после – по ставке 10%.

объем доходов в 2015 г. все же снизился достаточно существенно – на 0.9% ВВП по сравнению с предыдущим годом.

В среднесрочной перспективе, с учетом действующего моратория на повышение налоговой нагрузки и высокой вероятности сохранения неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, доходы бюджетной системы будут стагнировать в реальном выражении. Это повлечет за собой вынужденную перестройку бюджетной системы с целью реальной приоритизации ограниченных бюджетных ресурсов.

Расходы: трансформация системы поддержки экономики

Естественная реакция бюджетной системы на кризис – снижение расходов. Благодаря высокому уровню накопленных резервов, а также не столь радикальному сокращению доходов, номинального снижения расходов в 2015 г. по сравнению с предыдущим годом удалось избежать. Однако в реальном выражении расходы бюджетной системы снизились на 8.2% по сравнению с 2014 г. (см. Рисунок 29).

С учетом сложности сокращения «защищенных» социальных и оборонных статей, жесткие бюджетные ограничения должны были привести к снижению расходов на поддержку экономики. Но вместо реального сокращения с конца 2014 г. наблюдается постепенная трансформация системы бюджетного стимулирования, сопровождающаяся выходом за пределы традиционных прямых расходов бюджета.

Формально, расходы на национальную экономику пострадали в наибольшей степени среди всех видов расходов – их сокращение в целом по бюджетной системе составило 28.2%. Однако это лишь технический эффект. Он вызван тем, что в конце 2014 г. в рамках реализации антикризисного плана Агентству по страхованию вкладов был выделен 1 трлн. руб. в форме ОФЗ на докапитализацию банковской системы. Передача указанных ОФЗ в бюджете была отражена как расходы на национальную экономику. Без учета этих средств по сравнению с 2014 г. расходы на национальную экономику в 2015 г. выросли даже в реальном выражении на 6.5%. При этом на фоне общего снижения инвестиционной активности в стране, пусть и незначительно, но все же увеличились инвестиции за счет средств федерального бюджета (см. Рисунок 30).

Помимо прямых расходов, в 2015 г. в полной мере заработал механизм финансирования самокупаемых инфраструктурных проектов через ФНБ – за год в такие проекты было размещено 440 млрд. руб. средств фонда. В расходной части бюджета эти средства не отражаются, дефицит бюджета не увеличивают, но при этом имеют значительный инвестиционный и стимулирующий эффект. В качестве еще одного важного инструмента не прямой государственной поддержки экономики в 2015 г. (в соответствии с антикризисным планом) активно использовались государственные гарантии.

Финансирование дефицита: оправданная консервативность

Благодаря значительному недоисполнению расходов по сравнению с плановыми величинами, а также некоторому превышению доходов над их плановыми величинами, совокупный дефицит бюджетной системы по итогам 2015 г. составил существенно меньшую

величину, чем было заложено в уточненной бюджетной росписи – 3.5% против 5.4% ВВП (из них -2.4% – дефицит федерального бюджета, -0.2% – консолидированных бюджетов субъектов, см. Рисунок 31).

В условиях крайне неблагоприятной для размещения облигаций конъюнктуры долгового рынка Минфином была принята консервативная стратегия финансирования дефицита. Основным источником его погашения для федерального бюджета стало использование средств Резервного фонда (в объеме 2.6 трлн. руб.). Отчасти оно было компенсировано ослаблением обменного курса рубля, обеспечившего доходы от курсовой разницы (переоценка остатков) в размере 916 млрд. руб. по средствам Резервного фонда и 849 млрд. руб. по средствам ФНБ. Однако в целом объем высоколиквидной части нефтегазовых резервов сократился за 2015 г. с 10.6% до 8.9% ВВП (в том числе, в результате активного размещения части средств ФНБ в инфраструктурные проекты, что переводит их в разряд низколиквидных, см. Рисунок 32).

При этом долговая политика как федерального, так и региональных бюджетов была направлена исключительно на рефинансирование погашаемых облигаций (сальдо привлечений/погашений по рублевым гособлигациям составило всего (+)15 млрд. руб., по муниципальным облигациям – (-)6 млрд. руб.).

В среднесрочной перспективе, в случае сохранения неблагоприятных внешних условий, после исчерпания Резервного фонда (что, вероятно, произойдет уже в 2017 г.) основным источником финансирования федерального дефицита станут заимствования на внутреннем рынке. С учетом достаточно высокого интереса инвесторов к государственным облигациям, как высоколиквидному и низкорискованному инструменту, возможности такого финансирования будут в решающей степени зависеть от политики ЦБ в отношении ключевой ставки. В настоящее время именно ее значение определяет слишком высокий для активных размещений уровень доходностей на долговом рынке.

Рисунок 27 – Доходы бюджета расширенного правительства, % ВВП



Рисунок 28 – Ненефтегазовые доходы бюджета расширенного правительства, млрд. руб.

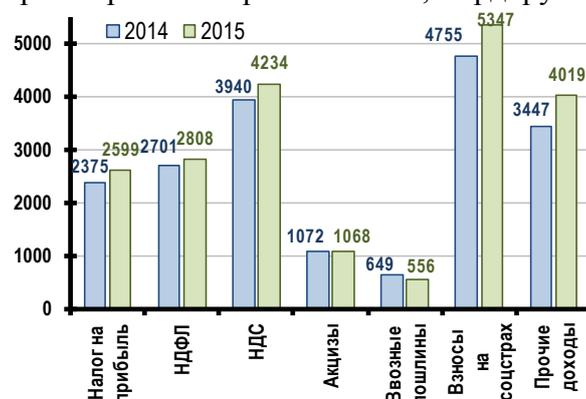


Рисунок 29 – Темп роста расходов бюджета расширенного правительства, %

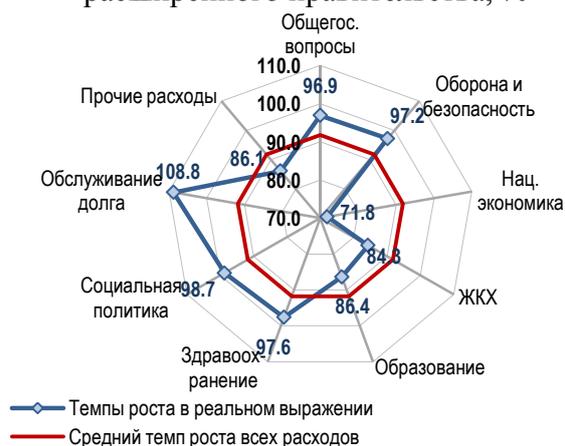


Рисунок 30 – Инвестиции за счет средств бюджетов, % ВВП

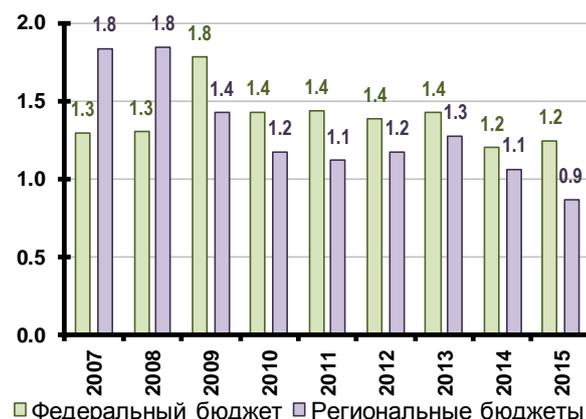
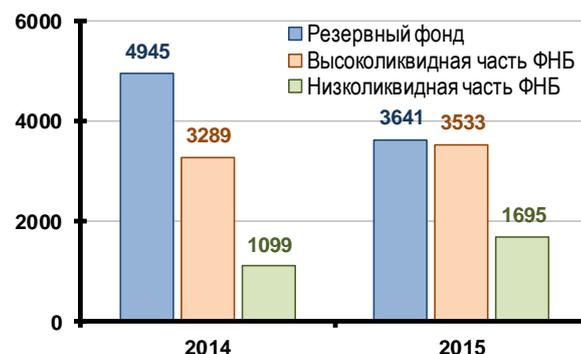


Рисунок 31 – Бюджетный дефицит (-)/профицит (+), % ВВП



Источник: отчеты Федерального казначейства

Рисунок 32 – Объем нефтегазовых фондов в рублевом эквиваленте, млрд. руб.



2.2. Развертывание кризиса в финансовом секторе

1. Текущий кризис в финансовом секторе является переплетением трёх процессов, каждый из которых развертывается в форме волны «шок – последствия шока – включение встроенных стабилизаторов»:

- турбулентности платежного баланса;
- турбулентности ликвидности;
- турбулентности кредитного рынка.

2. Кризис платёжного баланса, начавшийся ещё в середине 2014 г., впоследствии привёл к возникновению кризиса ликвидности, и оба этих кризиса обусловили развёртывание кредитного кризиса на старте 2015 г.

3. Затухание кризисной волны и включение «встроенных стабилизаторов» в настоящее время происходит в том же порядке, в каком ранее возникали шоки. В начале 2016 г. в основном завершилась адаптация российского платёжного баланса к новым внешнеэкономическим условиям, наблюдается тенденция восстановления уровня ликвидности в банковской системе, последовательное развитие которой к концу текущего года способно привести к возобновлению роста кредитного рынка.

4. Масштабная девальвация, вызванная обрушением мировых цен на нефть, означала снижение курса рубля к корзине валют стран – основных торговых партнеров (эффективного курса) на 42% в номинальном выражении и на 1/3 – в реальном с момента начала этого снижения (середина 2014 г.). Результатом девальвации (а также ответных санкций) стало резкое падение импорта товаров и услуг (на 35% в 2015 г. по сравнению с 2014 г.), накопление населением и банками к началу 2015 г. значительного запаса иностранных активов, обесценение (по отношению к иностранным валютам) свободных рублевых активов населения и предприятий, которые могли бы быть использованы ими для дальнейших покупок валюты.

Это привело к появлению у отечественного валютного рынка определённой устойчивости к новым внешнеэкономическим шокам. Достаточно сказать, что в конце 2015 – начале 2016 гг. на фоне снижения мировых цен на нефть, сопоставимого по масштабу с наблюдавшимся в конце 2014 – начале 2015 гг., падение обменного курса рубля было вдвое слабее³. В конце 2015 – начале 2016 гг. не наблюдалось ажиотажного спроса на валюту со стороны населения (более того, за 4 кв. 2015 г. её остатки на руках у населения сократились на 2 млрд. долл.), иностранные активы банков также сокращались (на 16 млрд. долл. за 4 кв. 2015 г.).

В случае, если в дальнейшем не произойдёт нового крупномасштабного ухудшения внешнеэкономической ситуации, вследствие достижения российским платёжным балансом нового уровня сбалансированности должно будет начаться укрепление рубля.

5. Шоковое разрешение неопределённости относительно рисков девальвации и экономического спада привело к изменению финансового поведения населения – переходу от ажиотажного потребления и покупок валюты к накоплению сбережений (см. Рисунок 33). В результате рост ресурсной базы банков (депозитов) стал устойчиво обгонять платёжеспособный спрос на кредит (см. Рисунок 34), что в свою очередь, запустило процесс восстановления ликвидности банковской системы.

Дополняющими «встроенными стабилизаторами» уровня ликвидности стали:

- рост дефицита бюджета, сопровождающийся сокращением средств в Резервном фонде, что создало мощный источник притока денежной ликвидности в экономику;
- рост в результате девальвации рублёвой стоимости валютных облигаций российских эмитентов, используемых в качестве обеспечения при привлечении банками кредитов от Банка России (решение проблемы нехватки залоговой массы для рефинансирования банков).

Проявлением стабилизации стали: рост «избыточной» (исключенной из обслуживания платёжного оборота) банковской ликвидности, переход от снижения к росту чистой ликвидной позиции⁴ банков (см. Рисунок 35).

³ В период с октября 2014 по январь 2015 гг. средние цены на нефть Urals снизились на 46%, курс доллара к рублю вырос на 52%. Это произошло на фоне масштабных валютных интервенций и резкого ужесточения процентной политики Банка России, направленных на сдерживание ослабления рубля.

В период с октября 2015 по январь 2016 гг. нефтяные цены снизились на 39%, а курс доллара к рублю вырос всего лишь на 21%. При этом Банк России не проводил валютных интервенций и не повышал ключевую ставку.

⁴ Средства в облигациях Банка России, на рублевых корреспондентских счетах и депозитах в Банке России за вычетом задолженности перед Банком России и Минфином.

В дальнейшем, если рождающийся тренд укрепления рубля будет длительным, он также окажет поддержку восстановлению уровня ликвидности в банковской системе (дополнительно стимулируя приток средств на депозиты и уменьшая «нервозность» вкладчиков).

6. Сверх-ужесточение процентной политики, осуществлённое Банком России в конце 2014 г. (повышение ключевой ставки с 9.5% до 17% годовых), вызвало сжатие кредитного рынка и резкий скачок неплатежей по банковским кредитам – в том числе корпоративным, составляющим основу кредитного портфеля банковской системы (см. Рисунок 36). Одновременно, это повышение привело к масштабному росту процентных расходов банков по привлеченным средствам, который банки не смогли компенсировать за счет получения более высоких процентных доходов. Суммарно это стало причиной убытков банковского сектора (см. Рисунок 37). Убытки, в свою очередь, обусловили декапитализацию банковской системы⁵.

Это стало важным ограничителем для восстановления объёмов кредитования банками экономики (см. Рисунок 38). Круг замкнулся.

Однако уже в ближайшем будущем вероятное снижение процентной ставки Банка России до более умеренных уровней и повышение рентабельности предприятий (следствие предшествующей девальвации) должны будут привести к стабилизации кредитного портфеля банков.

А в дальнейшем накопление навеса «избыточной» ликвидности будет стимулировать банки к возобновлению роста кредитования экономики: они не захотят держать на балансе значительный объём неработающих, мало доходных высоколиквидных активов в условиях стабилизации ресурсной базы и прекращения роста кредитных рисков. Подобное поведение банков наблюдалось на выходе из предшествующих кризисов – в 2001 и в 2010 гг.

Фронтальное расширение предложения кредита, в свою очередь, создаст финансовые условия для восстановления экономического роста (см. Таблица 1).

⁵ Медленный рост совокупного объёма собственного капитала негосударственных банков, наблюдавшийся в предшествующие годы, в 2015 г. сменился стагнацией. Причем это произошло несмотря на антикризисную поддержку капитализации частных банков за счет предоставления субординированных государственных кредитов. В результате отношение собственного капитала частных банков к активам заметно упало, что означало фактическое уменьшение защищенности банковской системы к рискам по активным операциям.

Благодаря временным послаблениям в учёте стоимости активов, которые в условиях кризиса разрешил Банк России, это падение практически не отразилось на отчётных показателях достаточности капитала банков (обязательный норматив Н1). Последнее позволило значительному числу банков удержаться на грани минимально допустимых уровней обязательного норматива Н1 и избежать отзыва лицензии или принудительной санации, однако не решило проблем с их устойчивостью по существу.

Таблица 1 – Логика и последовательность развёртывания кризисных процессов в финансовом секторе

Период	Стадия кризисных процессов	Платёжный баланс и валютный рынок	Ликвидность (деньги)	Кредитный рынок
Конец 2014 - начало 2015	Шок	Первое падение цен на нефть и девальвация рубля	Начало макроэкономического кризиса	Сверх-ужесточение денежно-кредитной политики
Середина 2015	Последствия	Сжатие импорта, накопление частным сектором значительного объёма иностранных активов	Бегство вкладчиков Переход от ажиотажного потребления и покупок валюты к накоплению организованных сбережений	Кредитное сжатие Рост просроченной задолженности по кредитам Убытки банков Декапитализация банковского сектора
Конец 2015-начало 2016	Включение «встроенных стабилизаторов»	Возросшая устойчивость курса и потоков капитала к колебаниям нефтяных цен	Превышение притока ликвидности в банковскую систему над оттоком	Возможность нормализации денежно-кредитной политики без рисков для рубля
Середина 2016		Тренд к укреплению рубля	Накопление избытка рублёвой ликвидности в банковской системе, потребность банков в расширении кредитования экономики	Риск: вскрытие «дыр в капиталах»
Конец 2016			Переход к устойчивому расширению денежной массы	Переход к росту предложения кредита

7. Не следует переоценивать среднесрочные последствия включения «встроенных стабилизаторов». Чрезмерный оптимизм по поводу их проявления на стадии выхода из кризиса столь же непродуктивен с точки зрения выработки направлений политики, как и чрезмерный пессимизм на стадии возникновения кризисных шоков. Помогая перейти на следующую, более позитивную стадию финансового цикла, «стабилизаторы» ещё не гарантируют позитивного изменения среднесрочного тренда развития сектора.

Кроме того, в ходе кризиса внутри самого финансового сектора оказалась запущена «бомба замедленного действия», взрыв которой может прервать процесс стабилизации предложения кредита. Если это произойдёт, экономика столкнётся с ситуацией одновременной длительной заморозки как внутреннего, так и внешнего (из-за санкций) кредитного рынков.

8. Судя по косвенным признакам⁶, ещё в докризисный период значимая часть средств многих российских банков была скрыто размещена в активы, связанные с небанковским бизнесом собственников банков. Это означало вывод средств из капиталов банков – образование скрытых «дыр в капитале».

В условиях стабильного функционирования небанковского бизнеса собственников эти связанные активы приносили банкам небольшой, но устойчивый доход при минимальных кредитных рисках. Как следствие, наличие скрытых «дыр в капитале» не препятствовало сохранению платёжеспособности банков и выполнению ими пруденциальных требований регулятора.

Однако в условиях экономического спада «дырявые» банки одновременно столкнулись с убытками от рыночного (несвязанного с собственниками банков) портфеля активов и с ухудшением финансового положения скрыто кредитуемого аффилированного небанковского бизнеса. Собственники таких банков оказались перед дилеммой:

- спасение банков путём возврата в них ранее выведенных капиталов ценой потери (банкротства, продажи по невыгодным ценам) аффилированных небанковских бизнесов;
- банкротство банков при сохранении контроля над «реальными» активами.

Причём в условиях возросшей экономической неопределённости второй вариант часто выглядел предпочтительнее.

С середины 2013 г. по настоящее время Банком России было обнаружено «дыр в капитале»⁷ банков на 1.5 трлн. руб. (примерно 40% капитала частных банков), из них 0.8 трлн. руб. (примерно 1/4 капитала частных банков) пришлось на 2015 г. По оценкам, сделанным на основе разработанной ЦМАКП методики идентификации «дыр в капитале»⁸,

⁶ Ряд этих признаков перечислен в статье Мамонов М.Е., Пестова А.А., Солнцев О.Г. (2012). Оценка системных эффектов от ужесточения пруденциального регулирования банковского сектора: результаты стресс-теста // Вопросы экономики, №8.

⁷ Здесь: разницы между отчетным и фактическим значением собственных средств банков, в основном из-за скрытого вывода средств собственниками.

⁸ Эконометрическая модель, позволяющая оценивать величину «дыры в капитале» действующего банка по косвенным признакам: особенностям финансовых показателей, характерным для банков, у которых ранее, в процессе банкротства или санации, были обнаружены значительные «дыры».

на конец 2015 г. масштаб ещё не выявленных регулятором «дыр» составлял, как минимум, 0.9 трлн. руб. При этом косвенные признаки наличия «дыр в капитале» наблюдались примерно у половины частных банков.

Любое новое внезапное повышение для собственников издержек сохранения банковского бизнеса (например, из-за возникновения новых эпизодов бегства вкладчиков, увеличения ключевой ставки ЦБ РФ, ужесточения требований регулятора к качеству активов и величине резервов) может привести к резкому увеличению интенсивности процесса банковских банкротств.

В этом случае снова может запуститься цикл «декапитализация банков – ужесточение условий кредитования – рост просроченной задолженности по кредитам – декапитализация банков». Это оттянет момент начала роста кредитования экономики.

Однако при благоприятном развитии событий имеющиеся в настоящее время у банков «дыры в капитале» могут «затянуться» в среднесрочной перспективе – по мере восстановления экономического роста и притока в банковскую систему инвестиций от новых, неаффилированных с заёмщиками, собственников.

Рисунок 33 – Сбережения и потребление домашних хозяйств (в % к доходам)

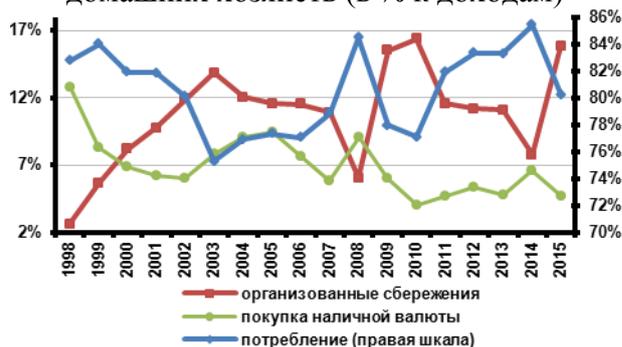


Рисунок 34 – Отношение кредитов к счетам и депозитам (%)

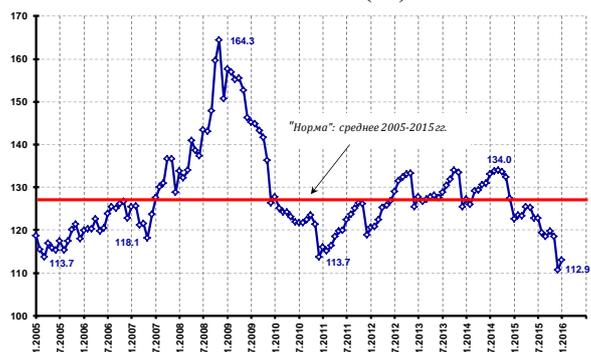


Рисунок 35 – Чистая ликвидная позиция и «избыточная» ликвидность банков (млрд. руб.)

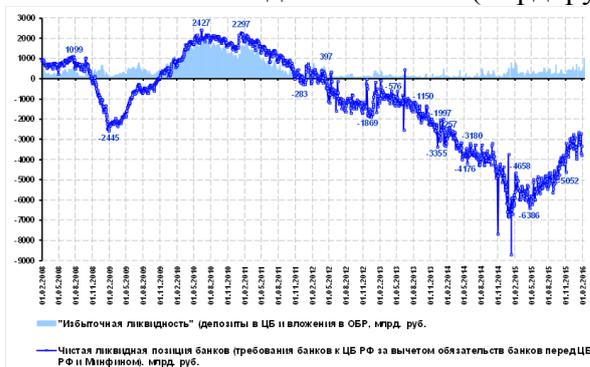


Рисунок 36 – Просроченная задолженность по кредитам (млрд. руб.)

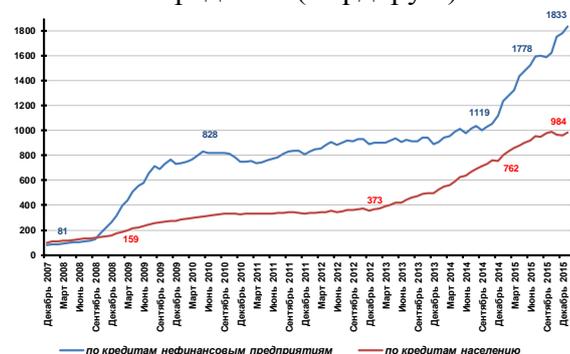


Рисунок 37 – Балансовая прибыль банковской системы (млрд. руб.)

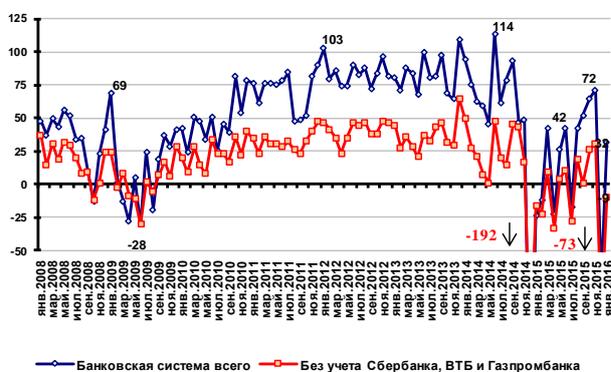
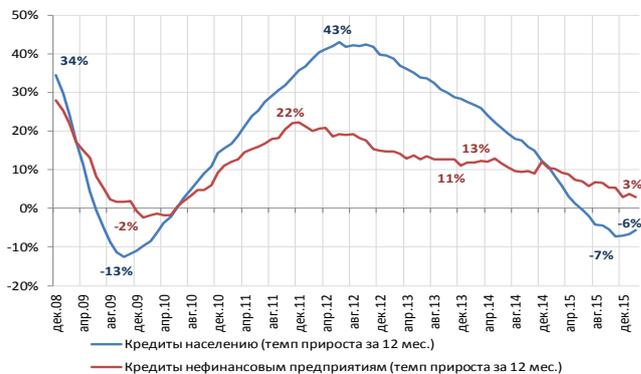


Рисунок 38 – Темп прироста кредитного портфеля банков (с исключением фактора валютной переоценки), % к аналогичному периоду предшествующего года



3. Сценарии среднесрочного развития: затяжной кризис или медленный подъём?

Возможности среднесрочного развития, по большому счёту, зависят от нескольких тесно взаимосвязанных факторов:

- внешнеэкономической конъюнктуры, определяющей масштабы имеющихся в экономике совокупных финансовых ресурсов и, что даже важнее – ожидания субъектов экономики;
- масштабов реализации кризисного потенциала, в первую очередь, скрытого в банковской системе⁹, вероятности возникновения на этой базе новой волны финансового кризиса. Отметим, что реализация кризисного потенциала существенно зависит от общей ситуации в экономике и, соответственно, от внешнеэкономической конъюнктуры. Поэтому в данной работе при всей своей значимости этот фактор не будет рассматриваться как независимый;
- характера проводимой экономической политики, направленной либо на стимулирование экономического роста («стимулирующая»), либо – как в предкризисные годы – на обеспечение достаточного «запаса прочности» экономики перед лицом возможной новой волны экономического кризиса. Актуальность последнего варианта тем более повышается, что запас финансовой устойчивости и в части бюджетной системы (расходование Резервного фонда и размещение заметной части Фонда национального благосостояния), и в части платежного баланса уже весьма ограничен.

Разумеется, возможен ещё как минимум один вариант экономической политики – «антикризисный», когда конъюнктура настолько плоха, что все ресурсы государства полностью «уходят» на купирование наиболее острых кризисных явлений и их не хватает для решения более среднесрочных задач. Такая ситуация могла бы сложиться в случае резкого падения цен на нефть (до 20-25 долл. за баррель и ниже в течение минимум квартала) и сопутствующих кризисных процессов в российской экономике. Она активно обсуждалась в начале года, но сейчас уже мало актуальна.

С учетом вышесказанного, возможны четыре основных сценария среднесрочного (2016-2019 гг.) развития российской экономики (см. Таблица 2).

Таблица 2 – Матрица среднесрочных сценариев развития российской экономики

	Стабилизация цен на энергоресурсы	Восстановление цен на энергоресурсы
Стабилизационная экономическая политика	Пессимистический	Не рассматривается
Политика стимулирования роста	Не рассматривается	Оптимистический

⁹ проблема «активов Шредингера» – активов, размещенных на нерыночной основе, из соображений аффилированности/личного доверия заемщику, возможностей быстрого вывода активов из страны и др. – которые оказываются вполне нормальными или, наоборот, мусорными только в момент кризисного «теста».

Наиболее интересны из них два полярных, характеризующих крайние пределы экономической динамики, сценарных варианта:

- оптимистический сценарий предполагает быстрое восстановление уровня цен на нефть, отсутствие финансового кризиса в российской экономике и реализацию государством политики максимального стимулирования экономического роста (в том числе, за счёт бюджетного дефицита). Этот сценарий характеризует максимально возможные среднесрочные темпы экономического роста;
- пессимистический сценарий исходит из медленного восстановления цен на нефть, кризиса в 2016 г. в банковской системе и экономической политики государства, направленной, в основном, на преодоление наиболее острых проявлений финансового кризиса в 2016 г. и формирование резервов - в 2017-2019 гг.

Рисунок 39 – Цена на нефть марки Urals (долл. за баррель)

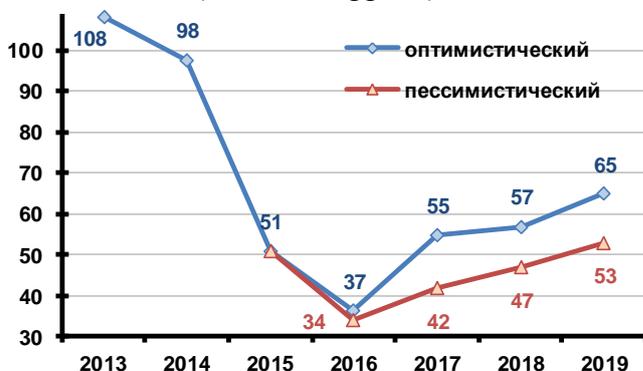
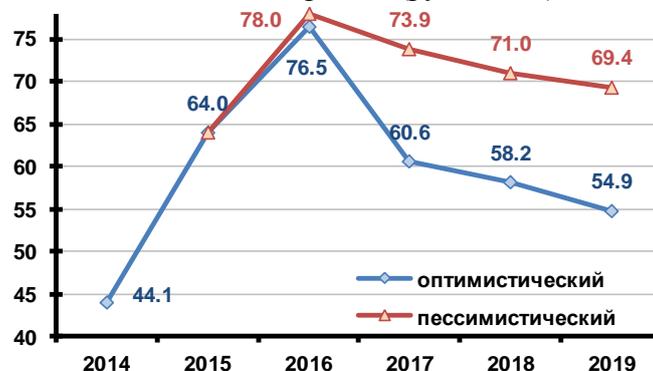


Рисунок 40 – Среднегодовая стоимость бивалютной корзины (руб. за ед.)



Логика *оптимистического* сценария выглядит следующим образом.

Предполагается устойчивое восстановление конъюнктуры мировых энерго-сырьевых рынков уже в текущем году (см. Рисунок 39). Стабилизация финансовых рынков в КНР и продолжение ультрамягкой денежной политики в зоне евро в совокупности с сокращением доступа к кредиту и сопутствующим сокращением производства сланцевой нефти в данном сценарии ведут к быстрому восстановлению цен, до 54-57 долл. за баррель в 2017 г. и 64-68 долл. за баррель в 2019 г.

Предусматривается постепенное снижение оттока капитала с 30-35 млрд. долл. в текущем году до 30 млрд. долл. в 2017 г., 20 млрд. долл. в 2018 г. и 15 млрд. долл. в 2019 г.

В такой ситуации (при сохранении режима плавающего обменного курса) можно ожидать быстрого укрепления рубля. По отношению к бивалютной корзине рубль может укрепиться с 76-77 руб. за ед. в нынешнем году до порядка 54-55 руб. к 2019 г. (см. Рисунок 40). Это, в свою очередь, позволит уже с 2018 г. выйти на уровень инфляции порядка 4-4.4%, что примерно соответствует целевому уровню Банка России (4.0%).

В данном сценарии не ожидается крупномасштабного финансового кризиса. Уже в 2016 г. начнётся расширение кредитной активности банков. Во втором полугодии ожидается восстановление слабого номинального роста кредитования на уровне существенно ниже инфляции (на 1-2% по кредитам населению и на 3% по кредитам предприятиям). В 2017 г.

рост кредитования населения и предприятий превысит инфляцию (10% против 5.6%) и продолжит ускоряться в 2018-2019 гг. (рост на 20% и 23% соответственно).

Соответственно, в данном сценарии можно ожидать восстановления примерно докризисной структуры факторов экономического роста (см. Рисунок 41). Его темпы, однако, резко замедлятся по сравнению с докризисным периодом – до максимум 2.4-2.7% в 2018 г. и 2.9-3.3% в 2019 г. (см. Рисунок 42). Только в 2019 г. спад в экономике будет преодолён и ВВП выйдет на уровень 2014 г. (см. Рисунок 43).

Как и в докризисный период, основой экономической динамики станет потребление населения (вклад в рост вплоть до 2.6-3.0 проц. пунктов). В его основе – переход компаний к ускоренному росту реальной заработной платы. По итогам 2016 г. ожидается существенное снижение реальной заработной платы (на 6.4-6.7%): первом полугодии предусмотрена стабилизация номинального уровня зарплат, а во втором – частичная индексация. В дальнейшем ожидается ускоренный рост реальной заработной платы, вплоть до 5.2-5.6% в год к концу периода. Соответственно (с учётом ограничений по воспринимаемым банками рискам потребительского кредитования) ускорится и динамика товарооборота. Его динамика к концу периода достигнет 5.5-5.9%.

В условиях высоких макроэкономических рисков и ограниченных возможностей для кредитования можно ожидать достаточно умеренный вклад накопления основного капитала в экономический рост (на уровне 1.4-1.8 проц. п.). В его основе – высокая, но меньшая, чем до кризиса, динамика инвестиций (не более 5.7-6.1% к концу периода), причём в 2016 г. ожидается продолжение инвестиционного спада в первом полугодии и стабилизация лишь во втором. Соответственно, норма накопления основного капитала, вероятно, не превысит, даже в оптимистическом варианте, 22% ВВП (заметим, что до кризиса целевым уровнем накопления для российской экономики считалось 26-28% ВВП).

Рост совокупного спроса на фоне укрепления рубля (и замедленного обновления производственного аппарата), по всей видимости, приведёт к ускорению динамики импорта. Соответственно, процесс импортозамещения завершится уже к 2017 г., а к 2019 г. отрицательный вклад импорта в рост может составить 1.8-2.2 проц. п. ВВП.

Рисунок 41 – Структура факторов экономического роста (оптимистический сценарий, проц. п. ВВП)

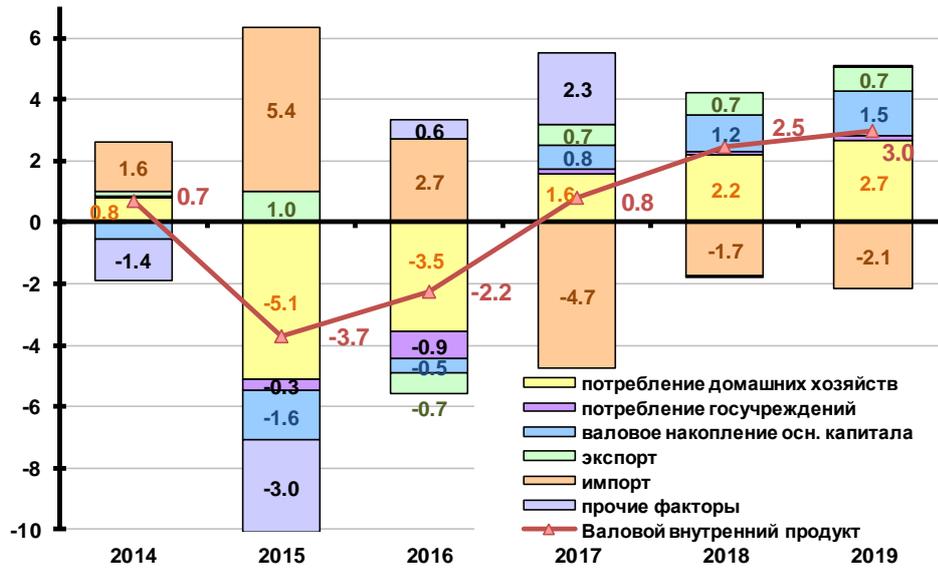


Рисунок 42 – ВВП (темпы прироста, %)

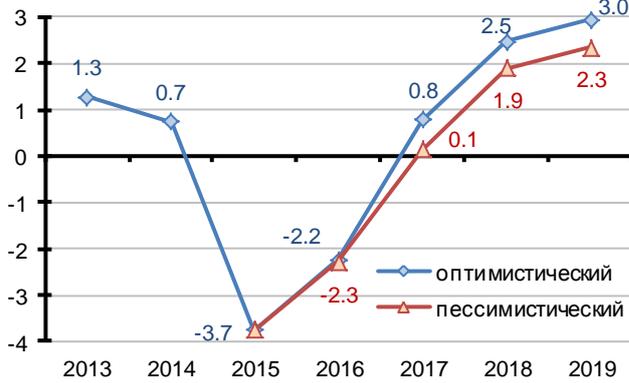


Рисунок 43 – ВВП (2012 г. = 100)

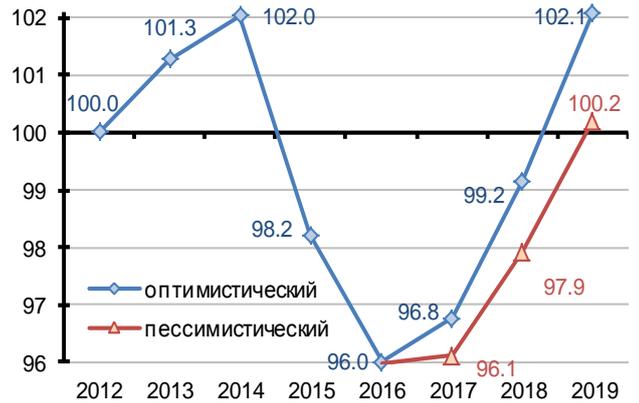


Рисунок 44 – Реальная начисленная заработная плата (темпы прироста, %)



Рисунок 45 – Оборот розничной торговли (темпы прироста, %)

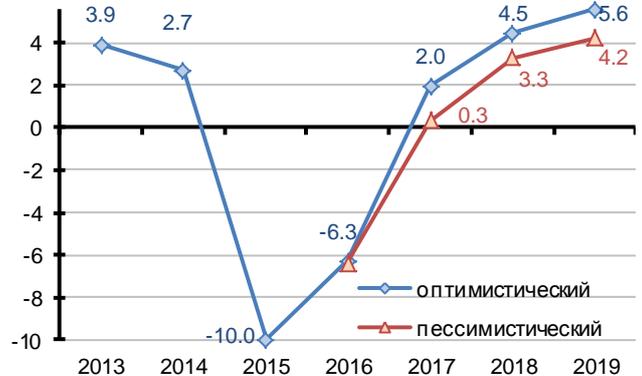
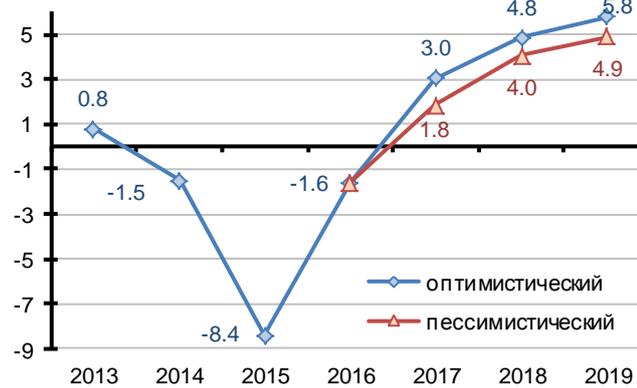


Рисунок 46 – Инвестиции в основной капитал (темпы прироста, %)



Пессимистический сценарий структурирован следующим образом.

Замедление роста спроса на нефть в Китае и существенное снижение издержек сланцевой добычи в совокупности с политикой ОПЕК способны существенно затормозить рост цен на нефть. Даже к 2019 г. их уровень не превысит 50-54 долл. за баррель.

Главным фактором, сдерживающим отток капитала в данном сценарии, выступает банальная нехватка доходов у экономических субъектов («нечего вывозить»). Соответственно, отток капитала – будучи несколько большим, чем в оптимистическом варианте – снижается с 40-45 млрд. долл. в текущем году до 40 млрд. долл. в 2017 г., 25 млрд. долл. в 2018 г. и 20 млрд. долл. в 2019 г.

Рубль в данном сценарии практически не укрепляется по отношению к бивалютной корзине. К концу периода его среднегодовой уровень оценивается в 69-70 руб. за ед.

В данном сценарии в течение текущего года ожидается сохранение (возможно – даже усиление) кризиса на финансовых рынках. Соответственно, лишь к концу года удастся преодолеть номинальное сжатие кредитования. В 2017 г. начнется слабое расширение кредитования предприятий и населения на уровне несколько ниже инфляции (5% против 5.6%). В 2018-2019 гг. возобновится устойчивый рост кредитования (на 12-16% в 2018 г. и на 16-18% в 2019 г.).

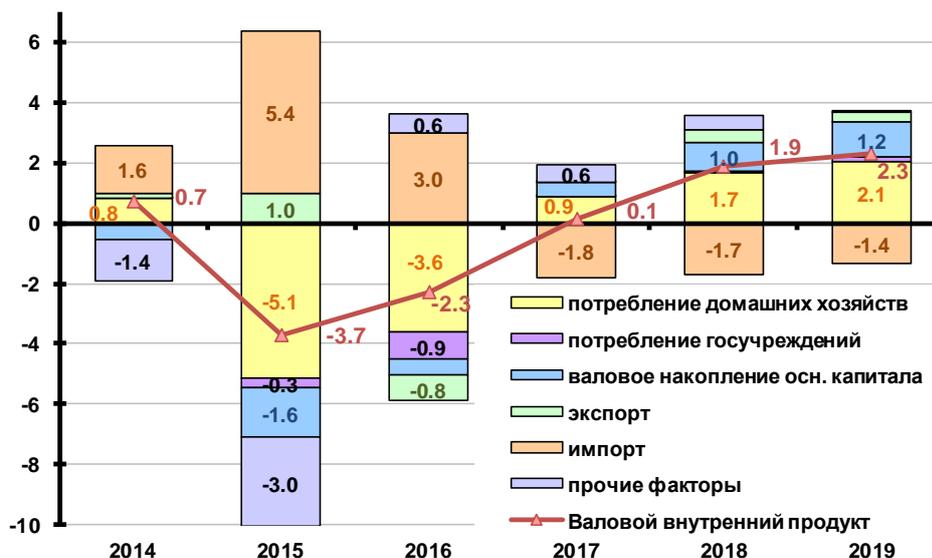
Структура факторов экономического роста (см. Рисунок 47) в целом повторяет ожидаемую в оптимистическом варианте – хотя и на гораздо более низком, практически околостационарном уровне. Спад может охватить не только 2016 г., но и, при определённых условиях, 2017 г. (ожидаемая динамика -0.1-+0.2%). Даже к концу периода темпы роста не превысят 2.0-2.4%. Спад преодолен не будет, что позволяет охарактеризовать весь предстоящий период, как кризисный.

Вклад потребления населения в экономический рост будет, по-прежнему, определяющим (1.9-2.2 проц. п. ВВП). После прохождения в 2016 г. кризиса заработной платы в 2017 г. она еле-еле начнет расти в реальном выражении (0.8-1.1%), и только к 2019 г. разгонится до 4.1-4.5%. С учётом «отключения» в данном сценарии потребительского кредитования динамика товарооборота не превысит 3.9-4.3% даже к концу периода.

Вклад накопления основного капитала в экономический рост в 2018-2019 гг. будет очень низким, порядка 0.8-1.1 и 0.9-1.3 проц. п. ВВП соответственно. Причина такого скромного вклада – крайне низкая для нашей экономики динамика инвестиций в основной капитал. После прохождения их спада в 2016 г., в 2017 г. их темпы прироста составят всего порядка 1.5-1.9%, и лишь к концу периода инвестиции в этом сценарии «разгонятся» до 4.6-5.0%.

В таких условиях можно ожидать опережающего роста импорта уже с 2017 г. С этого момента он начнет вносить значимый отрицательный вклад в экономический рост, порядка 1.5 проц. п. в год или более.

Рисунок 47 – Структура факторов экономического роста (пессимистический сценарий, проц. п. ВВП)



4. Специальный сюжет: что случилось с нефтью?

Избыток предложения на рынке нефти в 2015 г. вырос до 1.8-2.0 млн. бар/сутки, и вряд ли исчезнет до 2018 г. Консенсус-прогноз Рейтер среднегодовой цены нефти на 2016 г. не превышает 40 долл./бар, а на перспективе до 2018 г. – 60 долл./бар. По сравнению с 2015 г. колебания рыночной цены в 2016 г. усилятся, и цена в течение короткого периода может оставаться существенно выше или ниже среднегодовой.

В 2015 г. практически все факторы, влияющие на рынок нефти, способствовали среднесрочному снижению цены:

- расширение добычи (-), в том числе за счет:
 - роста добычи стран ОПЕК (Ирак и Саудовская Аравия);
 - модернизации нефтепереработки в России;
 - устойчивости добычи сланцевой нефти в США к низким ценам на нефть;
- замедление потребления, в основном за счет замедления экономики Китая (-);
- рост дополнительных закупок в резервы (+).

Значимое влияние на рынок нефти большинство этих факторов начало оказывать ещё в 2014 г., и есть основания ожидать сохранения их влияния и в перспективе 2016-2017 гг.

1. Расширение добычи ускоренными темпами

Крупнейшие производители нефти – Саудовская Аравия, Ирак, Россия и США – заметно увеличили производство нефти в 2015 г., в 2016 г. к ним присоединится Иран (см. Таблица 3).

Таблица 3 – Баланс спроса и предложения нефти для крупнейших производителей и потребителей, млн. бар/сутки¹⁰

	2013	2014	2015 (оценка)	2016 (прогноз EIA)
США	-6.6	-5.0	-4.4	-5.0
ЕС	-9.7	-9.5	-9.7	-9.8
Китай	-5.9	-6.2	-6.5	-6.8
Индия	-2.6	-2.8	-3.0	-3.2
Россия ¹¹	7.8	7.8	8.4	7.8
Саудовская Аравия	9.7	9.7	10.0	9.9
Ирак	3.0	3.3	4.1	4.3
Иран	2.7	2.8	2.8	2.9
Мир в целом	-0.4	0.9	2.0	1.6

Источник: МЭА/EIA, Росстат

Сланцевая нефть в США

Снижения добычи сланцевой нефти в США в течение 2015 г. практически не произошло, несмотря на падение цены. Количество буровых уменьшилось за 2015 г. с 1500

¹⁰ Вероятно, Россия и Иран будут наращивать производство быстрее, чем прогнозирует EIA.

¹¹ Объем экспорта нефти и нефтепродуктов

до 540¹², однако, рост добычи за год составил 0.7 млн. бар/сутки. Этому способствовали два фактора: невозвратные инвестиции в добычу сланцевой нефти и благоприятные условия финансирования:

- за 2013-2014 гг. в добычу были сделаны невозвратные инвестиции (fracklog)¹³. Поэтому даже при низкой цене в 2015 г. для многих компаний целесообразным оставалось продолжить добычу;
- условия финансирования нефтегазового сектора весь год оставались благоприятными: огромная долговая нагрузка¹⁴ не помешала размещениям акций, сумма которых в начале 2016 г. составила более 9 млрд. долл. (за I кв. 2015 г. – около 8 млрд. долл.)¹⁵.

Рост добычи традиционных производителей: ценовые войны

Рост добычи сланцевой нефти в США и экспорта нефти из России¹⁶ заставил страны ОПЕК выбрать стратегию наращивания производства с целью сохранения доли рынка вне зависимости от цены. Формально квота ОПЕК (30 млн. бар/сутки) не менялась, однако за 2015 г. производство нефти Саудовской Аравией выросло на 0.3 млн. бар/сутки, Ираком – на 0.97 млн. бар/сутки, а фактический объем добычи ОПЕК составил около 32.3 млн. бар/сутки. В начале декабря ОПЕК временно отказалась от квот.

2. Замедление роста спроса, несмотря на снижение цены

В совокупности Китай и другие крупные развивающиеся экономики в 2015 г. увеличивали потребление нефти и нефтепродуктов медленнее, чем в 2014 г. Прирост потребления нефти в Китае на фоне замедления экономического роста сохранился на уровне 0.3 млн. бар/сутки, в Индии – несколько ускорился – до 0.2 млн. бар/сутки.

При этом прирост импорта нефти Китаем составил около 0.5 млн. бар/сутки (6.7 млн. бар/сутки в 2015 г. после 6.2 млн. бар/сутки в 2014 г.) Помимо закупок в резервы, этот импорт стимулировал рост чистого экспорта нефтепродуктов (+0.4 млн. бар/сутки в 2015 г. после 0.2 млн. бар/сутки в 2014 г.).

3. Закупки в резервы и цена фрахта

Фактор закупок в коммерческие резервы существенно повлиял на рынок – в 2015 г. этот фактор увеличивал спрос на 0.8 млн. бар/сутки за счет стран ОЭСР и ещё до 0.5 млн. бар/сутки – за пределами ОЭСР по оценке МЭА, и до 1.1 млн. бар/сутки – по оценке ЕИА.

¹² Дебит таких скважин составляет 3-18 мес., и большая часть скважин, введенных до падения цен на нефть в конце 2014 г., прекратит работу в первой половине 2016 г.

¹³ То есть этап горизонтального бурения был завершен, но гидроразрыв и собственно добыча ещё не начаты. Запуск добычи на такой скважине занимает около трех месяцев. За 2015 г. запас подготовленных скважин сократился с 4.5 тыс. до 4 тыс. шт.

¹⁴ Ставки по долгу в нефтегазодобыче составляют свыше 16%, объем долга – около 35 млрд. долл. ЕИА со ссылкой на Evaluate Energy сообщила, что долговая нагрузка на операционный денежный поток у производителей нефти в США в середине 2015 г. превышала 80%. По оценке Moody's, 74 американские нефтедобывающие «сланцевые» компании испытывают финансовые трудности, две уже объявили дефолт по долгу. Fitch оценивает вероятность дефолтов в секторе в 11%.

¹⁵ Привлеченные в 2016 г. средства превышают объем инвестпрограммы на 2016 г. для большинства компаний этого сектора

¹⁶ В результате модернизации нефтепереработки экспорт из России в 2015 г. вырос на 0.5 млн бар/сутки и составил 5.1 млн. бар/сутки (244.4 млн. т.)

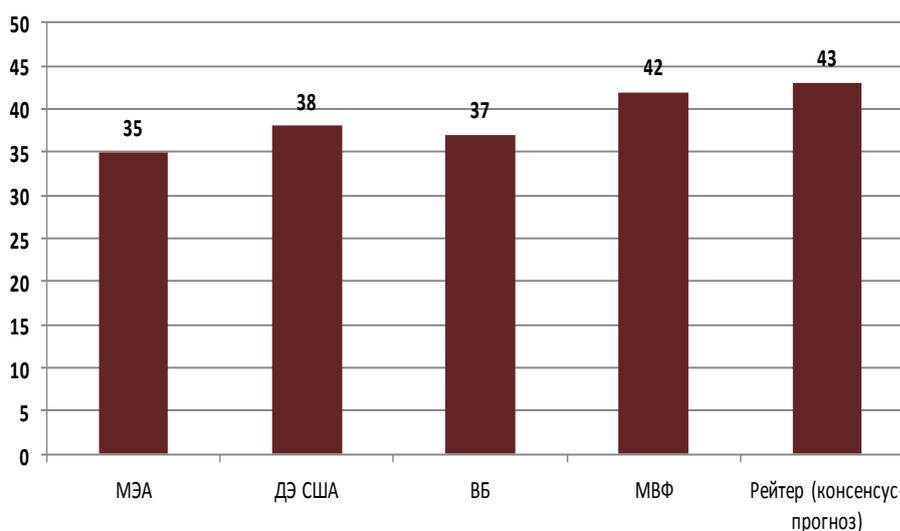
Следует отметить, что заметные для рынка нефти закупки в стратегические резервы в 2015 г. осуществлял только Китай (эквивалент 0.25-0.3 млн. бар/сутки), влияние остальных стран было пренебрежимо мало¹⁷.

Перспективы 2016 года

Динамика рынка нефти в 2016 г. будет определяться следующими тенденциями:

- избыточное предложение нефти сохранится (-);
- фактор «сланцевого навеса» (fracklog) будет ограничивать цены на нефть сверху (-);
- фактор финансового шока усилит волатильность.

Рисунок 48 – Прогнозы цены на 2016-2017 гг.



Источник: МЭА, ДЭ США, ВБ, МВФ, Рейтер

Избыточное предложение нефти сохранится

Прирост спроса в 2016 г., по оценке МЭА, составит около 1.0 млн. бар/сутки, и будет ниже, чем в 2015 г., во многом из-за замедления роста потребления в Китае¹⁸. При сохранении низких цен (до 40 долл./бар) предложение вырастет слабее.

Существующий избыток предложения нефти в 1.8-2 млн. бар/сутки в 2016 г. будет дополнен ростом добычи ОПЕК (Иран и Ирак) и России. Так, правительство Ирана уже объявило о росте поставок в страны ОЭСР после снятия санкций в объеме 0.5 млн. бар/сутки до конца 2016 г., однако более реалистичными выглядят оценки роста в 0.2-0.3 млн. бар/сутки.

Продолжит расти и экспорт нефти из Ирака (+0.2 млн. бар/сутки), так как добывающие компании получают фиксированную сумму за добытый баррель вне зависимости от рыночной цены нефти.

¹⁷ Стратегические резервы Китая увеличились за 2015 г. на 185 млн. бар, по оценке Рейтер. Совокупный объем хранилищ стратегического резерва Индии составляет 40 млн. бар.

¹⁸ При этом закупки в стратегические резервы Китая в 2016 г. сохранятся на уровне 0.25-0.3 млн. бар/сутки.

Производственные возможности нефтегазового сектора России и Саудовской Аравии в 2016 г. будут существенно ограничены¹⁹, баланс спроса и предложения будет определяться действиями сланцевых производителей.

Фактор «сланцевого навеса» (fracklog) будет ограничивать цены на нефть сверху

Верхний предел цены нефти в 2016-2017 гг. будет определяться преимущественно фактором «сланцевого навеса» (fracklog)²⁰. По оценке Rystad, при сохранении цены в 30 долл./бар в течение 2016 г. замедление вводов незавершенных скважин приведет к спаду объема добычи на 0.7 млн. бар/сутки. Однако уже цена в 40 долл./бар обеспечит сохранение объема добычи сланцевой нефти. При цене 50 долл./бар. (оценка Vitol) возможен и более быстрый ввод скважин: Bloomberg Intelligence и Rystad оценивают перспективы увеличения добычи в этом случае в 0.5 млн. бар/сутки.

Фактор финансового шока усилит волатильность

Волны финансового шока в Китае повлияли на товарные рынки в 2015 г. едва ли не сильнее, чем замедление роста совокупного спроса. В начале 2016 г. падение китайского фондового рынка привело к снижению цен на нефть до 25 долл./бар, среднемесячная цена января составила 32 долл./бар по сравнению с 39 долл./бар в декабре. Этот фактор не имеет прямого отношения к рынку нефти, однако новые волны финансового шока приведут к более высокой, чем ранее, волатильности рынка.

Рост ключевой ставки ФРС будет дополнительным фактором снижения товарных рынков в 2016 г.

¹⁹ Нефтегазовые секторы России и Саудовской Аравии близки к пику производства, это облегчит соблюдение планируемого соглашения о фиксации потолка производства (пока, на уровне января 2016 г.).

²⁰ Судя по спаду количества работающих буровых установок, подготовка сланцевых нефтяных скважин снизилась до более чем 15-летнего минимума. В 2015 г. инвестпрограммы производителей нефти были сокращены в среднем на 40%; Continental, Noble и Hess в общей сложности за 2015-2016 упадут на 70%, при этом в 2016 г. компании прогнозируют спад добычи на 10%. EIA предполагает спад добычи на 0.74 млн. бар/сутки до 8.7 млн. бар/сутки.

Приложение

Таблица П1 – Основные показатели среднесрочного прогноза

<i>Пессимистический сценарий</i>				
	2016	2017	2018	2019
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)	7.5-7.8	5.5-5.8	4.1-4.4	4.1-4.4
Валовой внутренний продукт	-2.5 - -2.2	-0.1 - +0.2	1.7-2.0	2.0-2.4
Инвестиции в основной капитал	-1.9 - -1.5	1.5-1.9	3.7-4.1	4.6-5.0
Реальная заработная плата	-6.9 - -6.6	0.8-1.1	3.8-4.1	4.1-4.5
Реальные располагаемые доходы населения	-5.3 - -5.0	1.0-1.3	3.4-3.7	3.8-4.2
Оборот розничной торговли	-6.6 - -6.3	0.2-0.5	3.2-3.5	3.9-4.3
Платные услуги	-3.6 - -3.3	0.8-1.1	2.9-3.2	3.3-3.7
Цена на нефть марки Urals, долл. за баррель	32-35	40-43	45-48	50-54
<i>Оптимистический сценарий</i>				
	2016	2017	2018	2019
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)	7.4-7.7	5.4-5.7	3.9-4.2	3.9-4.2
Валовой внутренний продукт	-2.3 - -2.1	0.7-1.0	2.4-2.7	2.9-3.3
Инвестиции в основной капитал	-1.7 - -1.3	2.9-3.3	4.7-5.1	5.7-6.1
Реальная заработная плата	-6.7 - -6.4	3.1-3.4	4.9-5.2	5.2-5.6
Реальные располагаемые доходы населения	-5.1 - -4.8	2.8-3.1	4.3-4.6	4.8-5.2
Оборот розничной торговли	-6.4 - -6.1	1.9-2.2	4.4-4.7	5.5-5.9
Платные услуги	-3.5 - -3.2	2.3-2.7	3.7-4.0	4.4-5.0
Цена на нефть марки Urals, долл. за баррель	36-39	54-57	56-59	64-68