

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Ведев А.Л., Хромов М.Ю.

**Разработка системы сценариев среднесрочного развития
российского финансового сектора**

Москва 2019

Аннотация. Работа посвящена принципам разработки сценариев долгосрочного прогноза финансового сектора Российской Федерации. Основу для прогноза финансового сектора представляют сценарные условия социально-экономического развития Российской Федерации, подготавливаемые Министерством экономического развития и Правительством Российской Федерации. Далее, авторы предлагают в рамках правительственных сценариев и набор собственных сценариев, описывающих возможные развилки в развитии финансовой системы Российской Федерации, варианты мер денежно-кредитной политики и функционирования финансовых организаций.

Ведев А.Л., заведующий лабораторией структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Хромов М.Ю., старший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2018 год

При разработке долгосрочного прогноза развития финансового сектора представляется целесообразным ориентироваться на набор сценариев социально-экономического развития, предлагаемый Минэкономразвития России. В соответствии с Порядком разработки, корректировки, осуществления мониторинга и контроля реализации прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на долгосрочный период, утвержденным постановлением Правительства Российской Федерации от 11 ноября 2015 г. № 1218, прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на долгосрочный период до 2035 года разрабатывался в трех основных вариантах: базового, базового+ и целевого. Отметим, правда, что в результате Минэкономразвития представил прогноз на 6 лет (до 2024 г.) в двух вариантах – базового и консервативного. При этом целевой стал базовым, не предполагая альтернативы устойчивому развитию, а консервативный предполагает ухудшение внешних условий, но в результате все равно заметный экономический рост и практически полное выполнение президентских целевых установок.

Для данного исследования представляется более рациональным использование прежнего набора трех вариантов развития. Логика выбора набора сценариев понятна и рациональна. Базовый (консервативный) сценарий представляется в виде пессимистического, или вероятностно негативного сценария, и ориентирован на построение консолидированного бюджета и оценку возможности его выполнения (в том числе и государственных программ) в случае реализации наиболее неблагоприятных условий.

Вариант базовый+ предполагает наиболее вероятное и инерционное развитие экономики без проведения структурных реформ при относительно благоприятных внешних условиях, но без структурных реформ. Целевой сценарий предполагает увеличение темпов роста ВВП до 4% и выше с учетом реализации реформ и создания условий для роста.

Отметим, что три перечисленных сценария содержат наборы ключевых макропоказателей, которые могут быть положены в основу исследований возможного развития финансовой сферы.

Основные варианты прогноза разработаны с учетом продолжения в среднесрочной перспективе антироссийской санкционной политики и ответных экономических мер со стороны России, отсутствия геополитических потрясений и экономических шоков. Прогноз базируется на гипотезе сохранения макроэкономической и финансовой стабильности при соблюдении выполнения принятых социальных и внешнеполитических обязательств.

Основные варианты прогноза базируются на единой гипотезе роста мировой экономики с темпом 3,7 % в 2017 году, ускорения глобального выпуска до 3,8 % в 2018-2019 гг. и постепенного замедления прироста к 2035 году до 3% в результате нарастания ресурсных

ограничений, включая исчерпание эффекта быстрого прироста населения трудоспособного возраста развивающихся стран и эффекта догоняющего роста технологического уровня производства в странах демографического бума.

Базовый вариант базируется на консервативных оценках предполагаемой экономической динамики и рассматривает развитие российской экономики исходя из достаточно консервативных предположений относительно мировых цен на нефть марки Urals. Вариант отражает консервативный сценарий развития и не предполагает кардинального изменения модели экономического роста. Данный вариант имеет статус пессимистично сценария.

Целевой вариант основывается на внешних условиях варианта «базовый +» и исходит из необходимости активизации всех резервов роста экономики с целью реализации основных положений Указа Президента Российской Федерации, что предполагает повышение потенциального роста ВВП примерно до 4% в год. Это возможно только при кардинальной смене модели роста. Достижение целевого уровня инфляции происходит несколько быстрее, чем в базовом варианте.

Основные показатели исходных условий базового варианта включают:

1. 70 долл./барр. в 2018 г., с некоторым снижением до 60 долл./барр. к 2020 г., далее рост темпом 2 % в год, что соответствует инфляции в США.
2. Чистый отток капитала – будет происходить сокращение чистого оттока до нулевого значения в 2030 году, которое сохранится до 2035 года.
3. Экспорт нефти: 252 млн. т – в 2017 г. с повышением до 262 млн. т к 2020 г., в дальнейшем – плавное снижение до 251 млн. т к 2035 году.
4. Добыча нефти: 546,5 млн. т в 2017 г., повышение до 560 к 2021 г., с 2021 года прогнозируется снижение объемов добычи нефти на 5 млн. т ежегодно, до 500 млн. т к 2035 году.
5. Экспорт природного газа: рост с 212,8 млрд. куб. м в 2017 г. до 217 млрд. куб. м. в 2020 г., и до 235 млрд. куб. м к 2025 г.
6. Повышение объемов добычи газа с 691,6 млрд. куб. м в 2017 г., до 750 млрд. куб. м в 2025 г..
7. Валютный курс рассчитывается как равновесный на основании платежного баланса, в исходных условиях он принят на уровне 58,3, 61,8; 64 руб./долл. США в 2017 – 2019 годах. В дальнейшем валютный курс будет стабильным на протяжении всего прогнозного периода.

8. Инфляция в 2018 году определена на уровне 3,5 % (декабрь к декабрю) и к 2019 году инфляция возрастает до 5%, в долгосрочном периоде ожидается замедление темпов роста цен: к 2025 году инфляция составит 3,5 %, к 2030 году – 2,9 %, к 2035 году – 2,6 процента.

В указанный долгосрочный период для всех инфраструктурных отраслей и регулируемых компаний будет реализован принцип «инфляция минус» – ограничение размеров ежегодной индексации тарифов уровнем прогнозной инфляции (по базовому варианту), уменьшенным на величину заданного фактора эффективности. При этом величина фактора эффективности для различных инфраструктурных отраслей будет дифференцирована в соответствии с отраслевой спецификой.

Положительные темпы роста инвестиций сохраняются, начиная с 2017 года. В среднесрочном периоде (2018 – 2020 гг.) прирост инвестиций составит 2,7 % в среднем в год и будет определяться возможностью наращивания частных инвестиций на фоне сокращения государственных инвестиционных расходов. В период 2020 – 2025 гг. предполагается сохранение темпов роста достигнутых к 2019 году (около трех процентов), в результате чего инвестиции в основной капитал восстановятся до докризисного уровня 2013 года. В дальнейшем (2025 – 2035 гг.) предполагается некоторое замедление темпов роста инвестиционной активности. Прогнозируемые темпы роста позволят капитальным вложениям на горизонте 2030 – 2035 гг. восстановиться до уровней 1990-х годов.

При таких темпах роста валовое накопление основного капитала возрастает с 22,2% в 2016 году до 22,8% в 2020 году и выходит на уровень 24-25% в период 2025 – 2030 гг., после 2030 года норма накопления основного капитала сохраняется на уровне 25–25,7 процента.

Несырьевой экспорт должен устойчиво возрастать, так же, как и доля инвестиций в несырьевой экспорт. Экспорт несырьевых товаров с 2017 года возрастает в реальном выражении в среднем на 3,6 % ежегодно и к 2035 году достигает 312 млрд. долл. США (2016 г. – 111 млрд. долл. США). Даны предварительные ориентиры по изменению доли несырьевого экспорта в экспорте товаров.

Умеренный рост промышленного производства будет осуществляться за счет экспортно ориентированных несырьевых отраслей, а также импортозамещения ранее не производившейся и производившейся в недостаточном количестве продукции. Ориентировочный среднегодовой рост: в 2020 – 2025гг. – 1,9 %, 2026 – 2030 гг. – 1,9 %, 2031 – 2035 гг. – 1,9 %, 2016 – 2035 гг. – 1,8 процента.

Санкции и контрсанкции сохраняются на протяжении среднесрочного прогнозного периода.

В 2017 году темп роста ВВП повысится до 0,6 %, в 2018 году рост ускорится до 1,7 %, в 2019 году – до 2,1 процента. В 2020 – 2025 гг. среднегодовой темп роста ВВП составит около 2%, а в последующее десятилетие – около 1,7 процента.

Динамика инвестиций в основной капитал перейдет в положительную область, в среднем прирост инвестиций в 2018 – 2020 гг. составит 2,7 % в год и будет определяться возможностью наращивания частных инвестиций на фоне сокращения государственных инвестиционных расходов. Финансовым ресурсом восстановления инвестиционной активности будет служить рост прибыли организаций в условиях стабилизации оттока капитала.

Данный вариант прогноза предлагается рассматривать в качестве базового для формирования параметров федерального бюджета.

С учетом складывающейся в 2018 г. динамики цен на нефть разработан дополнительный базовый вариант с более благоприятными внешними условиями (базовый +).

Вариант базовый+ имеет следующие отклонения от базового варианта (кроме 2018 года, в котором оба варианта идентичны):

Курс доллара укрепляется на фоне стабильной (несколько снижающейся) цены на нефть: В 2018 – 2019 гг. он принят на уровне 66,2 и 64 руб./долл. США. Начиная с 2020 года до конца прогнозного периода валютный курс будет стабильным.

Подходы к параметрам оплаты труда целевых категорий работников бюджетной сферы соответствуют базовому варианту.

На фоне роста цен на нефть и более благоприятной внешней конъюнктуры инвестиции в основной капитал будут восстанавливаться более быстрыми темпами. В среднесрочный период (2018 – 2020 гг.) среднегодовой прирост инвестиций составит 3,4%, при этом повышение инвестиций отраслей инфраструктурного сектора и частных инвестиций будут опережать рост инвестиций на 0,5–1,5 процентных пункта при тех же темпах снижении объема государственных инвестиций, как и в базовом варианте. В базовом+ варианте капитальные вложения восстановятся до докризисного уровня 2013 года уже к 2020 – 2021 гг. В период 2020 – 2035 гг. предполагается постепенное замедление темпов роста инвестиционной активности. Прогнозируемые темпы роста позволят капитальным вложениям вернуться к уровню 90-х годов на рубеже 2027 – 2028 годов.

В базовом+ варианте норма накопления основного капитала возрастает с 22,2 % в 2016 году до 23 % в 2020 году и выходит на уровень 25–26,5 % в период 2025 – 2030 годов, после 2030 года норма накопления основного капитала продолжает повышаться до уровня 26,5–27,7 процента.

Рост промышленного производства несколько ускорится за счет несырьевых отраслей, возможны позитивные сдвиги в сырьевом сегменте. Ориентировочный среднегодовой рост: в 2020 – 2025 гг. – 2,2 %, 2026 – 2030 гг. – 2,1 %, 2031 – 2035 гг. – 2,1 %, 2016 – 2035 гг. – 2,0 процента.

Чистый отток капитала замедляется с 18 млрд. долл. США в 2016 году до 12 млрд. долл. США к концу прогнозного периода. Увеличение профицита счета текущих операций на фоне сокращения оттока капитала будет способствовать более сильному укреплению курса национальной валюты по сравнению с базовым вариантом.

Восстановление экономики будет характеризоваться более высокими темпами роста: в 2019 году – 2,4 %, в период 2020 – 2025 гг. ВВП будет возрастать в среднем на 2,6 %, в 2026 – 2035 гг. – на 2,1 процента.

Целевой вариант основывается на внешних условиях варианта «базовый +» и исходит из необходимости активизации всех резервов роста экономики с целью реализации основных положений указов Президента Российской Федерации, что предполагает повышение потенциального роста ВВП примерно до 4 % в год. Это возможно только при кардинальной смене модели роста. Достижение целевого уровня инфляции происходит несколько быстрее, чем в базовом варианте.

В целевой вариант внесены следующие изменения по сравнению с базовым+ вариантом:

В долгосрочной перспективе инфляция к 2025 году замедлится до 3,3 %, то есть ниже целевого уровня, к 2030 году – до 2,5 %, к 2035 – до 2,3 процента.

Курс доллара сохраняется стабильным на протяжении всего прогнозного периода.

Бизнес ведет несколько более активную инвестиционную политику.

Ускорение роста промышленного производства будет осуществляться за счет роста несырьевых отраслей и отраслей сырьевого сегмента. Ориентировочный среднегодовой рост: в 2020 – 2025 гг. – 2,8 %, 2026 – 2030 гг. – 2,6 %, 2031 – 2035 гг. – 2,6 %, 2016 – 2035 гг. – 2,6 процента.

Несырьевой экспорт должен устойчиво возрастать, экспорт несырьевых товаров с 2017 года возрастает в реальном выражении в среднем на 5,2% ежегодно и к 2035 году достигает 447 млрд. долл. США (2016 год – 111 млрд. долл. США). Доля несырьевого экспорта в экспорте товаров в долгосрочный период постоянно возрастает и достигает 58 % к 2035 году.

Чистый отток капитала в среднесрочный период сокращается: с 18 млрд. долл. в 2016 году нулевого уровня в 2019 году. В дальнейшем будет наблюдаться постепенное увеличение

притока капитала: до 5 млрд. долл. США в 2020 – 2025 гг. с последующим ростом до 12 млрд. долл. США в 2030 г. и до 18 млрд. долл. США в 2035 году.

Для новой модели экономики необходима новая активная инвестиционная политика. Создание инвестиционного ресурса (сокращение издержек; сдерживание текущего потребления) и создание условий для трансформации сбережений в инвестиции, увеличение склонности к инвестированию путем реализации макроэкономических и регуляторных мер, направленных на повышение уровня доверия бизнеса и улучшение бизнес-среды позволят инвестициям в основной капитал расти в целевом+ варианте в 2019 – 2020 гг. в среднем на 5,5 % в год и уже в среднесрочном периоде вернуться к уровню 2013 г., а на горизонте до 2025 г. восстановиться до уровней 1990-х годов.

Норма накопления основного капитала возрастает с 22,2% в 2016 году до 24,3% в 2020 году и выходит на уровень в интервале 27,3– 29,3 % в период 2025 – 2030 гг., после 2030 года норма накопления основного капитала остается в интервале 29,5–30,0 процента.

Благодаря ускорению роста инвестиций в основной капитал, прежде всего в расширение экспорта несырьевых неэнергетических товаров, а также в инновационные сектора экономики и сектора, отвечающие за человеческий капитал и обеспечивающие рост совокупной производительности факторов, темп роста потенциального ВВП повышается до 3,3–3,4 % после 2020 года. С учетом всех факторов, определяющих рост ВВП, в т. ч. факторов циклического роста после завершения кризиса 2014 – 2016 гг., фактический рост ВВП ускоряется к 2019 году до 4,5%, а в последующие годы темп его роста будет колебаться около траектории потенциального роста, со средним значением 3,4 % в год.

Приведенные выше сценарии определяют основные макроэкономические параметры. Тем не менее в рамках рассмотренных сценариев возможны различные направления развития финансового сектора. Сценарии развития финансового сектора могут быть следующие.

1. Темпы роста номинального ВВП и банковских активов/пассивов.
2. Соотношение банковских кредитов и депозитов нефинансового сектора, наличие или отсутствие разрыва.
3. Динамика обменного курса рубля, нейтральная, падающая, укрепляющаяся.
4. Конкуренция между финансовыми инструментами, распределение сбережений между депозитами, долевыми, долговыми инструментами, иностранная валюта.
5. Конкуренция между долговыми инструментами.

1. Темпы роста номинального ВВП и банковских активов/пассивов.

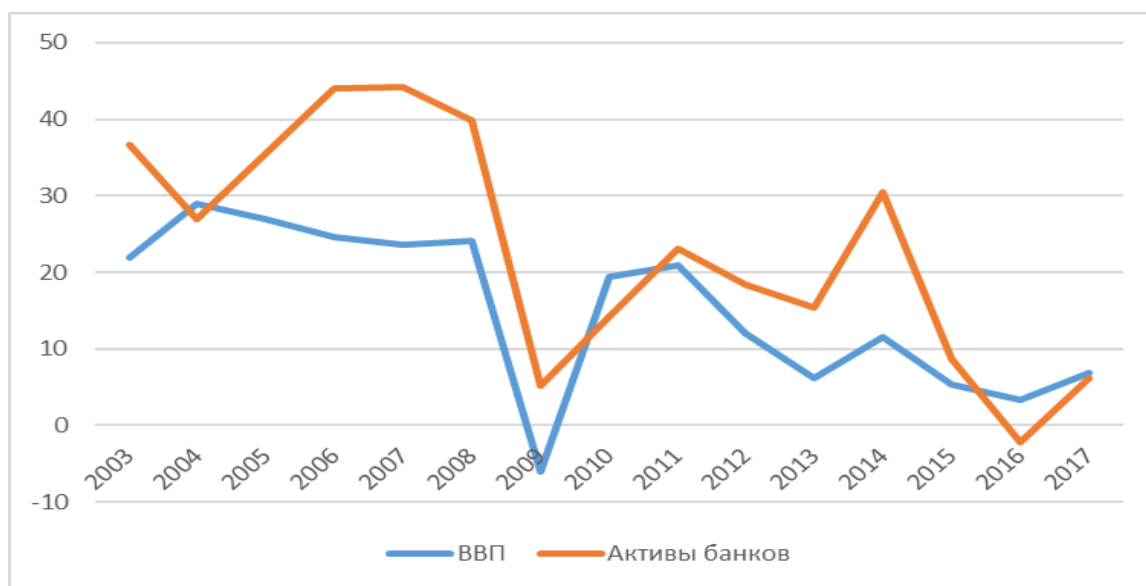


Рисунок 1. Темпы роста номинального ВВП и активов/пассивов банковской системы.

Развитие банковской системы России в 2002–2008 годах (вслед за восстановительным периодом после системного финансового кризиса 1998 года) происходило в два этапа – *сбалансированного развития* в 2002–2005 гг. и *форсированного роста* в 2006 – первой половины 2008 годов. Мировой финансовый кризис образца 2008-2009 гг. обозначил новый период развития национальной финансовой сферы. Однако в период 2010-2013 гг. вновь отмечался форсированный рост активов банковской системы, прежде всего за счет увеличения потребительского кредитования. И лишь приближение нового кризиса прервало подобное ускоренное развитие.

Банковская система России в силу финансового кризиса образца 2015-2016 гг. также вступила в новый этап развития, содержанием которого выступают следующие факторы и условия развития:

- закрытие внешнего рынка капитала для притока внешних ресурсов в банковскую систему, ограничения по рефинансированию внешней задолженности;
- замещение внешнего долга внутренним, прежде всего перед государством;
- дефицит внутренних ресурсов, удорожание пассивов, привлеченных на внутреннем рынке;
- увеличение доли централизованных кредитов в пассивах банковской системы;
- рост рисков кредитования и процентных ставок по кредитам;

- снижение спроса на кредит со стороны нефинансового сектора, резкое падение темпов роста кредитования, в отдельные периоды снижение объемов кредитования предприятий и населения.

Перечисленные условия критическим образом определяют развитие национальной банковской системы. В случае опережения темпов роста банковских активов темпов роста номинального ВВП ключевым становится вопрос о ресурсной базе. В складывающихся условиях это означает рост объемов кредитов Банка России, что увеличивает нестабильность банковской системы. Напротив, отставание темпов роста активов от номинального ВВП будет указывать на стагнацию банковского кредитования, прежде всего предприятий.

2. Соотношение банковских кредитов и депозитов нефинансового сектора, наличие или отсутствие разрыва.

Внешние условия являются необходимым фактором возобновления экономического роста. Однако устойчивость и качество роста будет зависеть от решения структурных проблем. Очевидно, что экономический рост, а тем более рост, основанный на инвестициях, нуждается в банковских кредитах. И внутренних сбережений для этого будет недостаточно. В этой связи встает выбор – и это выбор вектора экономической политики – *поддерживать этот дефицит для сохранения высоких темпов роста либо его снижать, добиваясь финансовой устойчивости.*

В случае выбора в пользу высоких темпов расширения внутреннего спроса для поддержки экономического роста при прочих равных потребуются сохранение высоких темпов роста объемов банковского кредитования. Данный сценарий мы условно называем *сценарием форсированного роста*. Очевидно также, что он предполагает и сохранение разрыва между внутренними сбережениями и приростом банковского кредитования¹. В рамках этого сценария вопрос об источниках финансирования данного дефицита сохраняется по меньшей мере в среднесрочной перспективе. Таких источников два – приток внешнего капитала (как это и было в 2006–2008 годах) либо средства государства (по образцу 2009 г. и 2015-2016 гг.). При этом в качестве государственных средств могут выступать как сбережения правительства (в виде части средств Фонда Национального Благосостояния), так и денежная эмиссия в виде кредитов ЦБР банковской системе. Поэтому в рамках сценария форсированного роста (который фиксирует в качестве направления денежной политики поддержку высоких темпов

¹ Ведев А.Л., Данилов Ю.А., Масленников Н.И., Моисеев С.Р. Структурная модернизация финансовой системы России. Аналитический доклад. ИНСОР, М. 2010 г.

роста кредитования) рассматриваются две его версии. Обе характеризуются одинаковыми темпами роста банковских кредитов (равно как и депозитов нефинансового сектора), их различия состоят в источниках финансирования. Первый вариант предполагает *сохранение внешнего финансирования*, второй – *замещение внешних кредитов внутренними (государственными) ресурсами*.

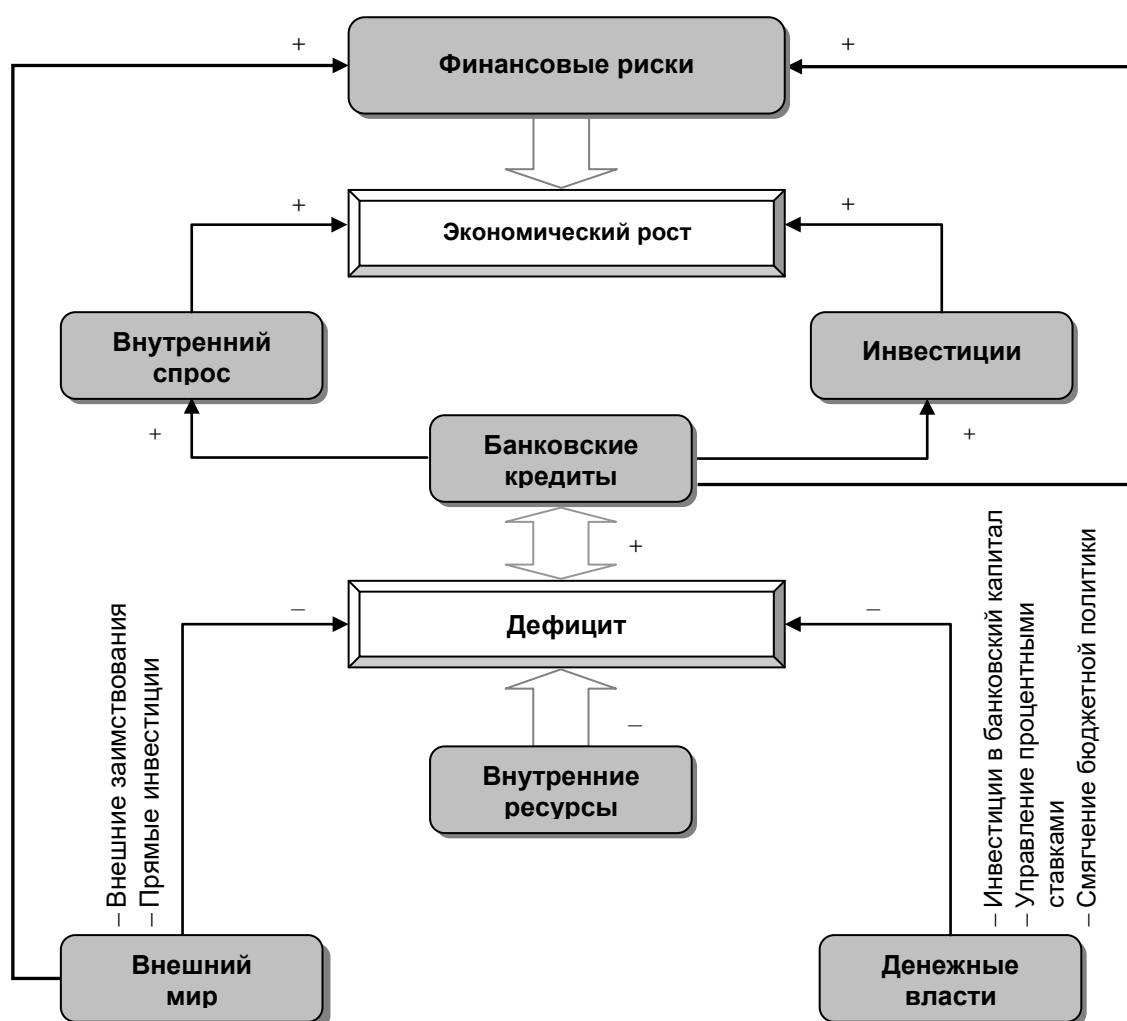


Рисунок 2. Содержание основных сценариев развития банковской системы

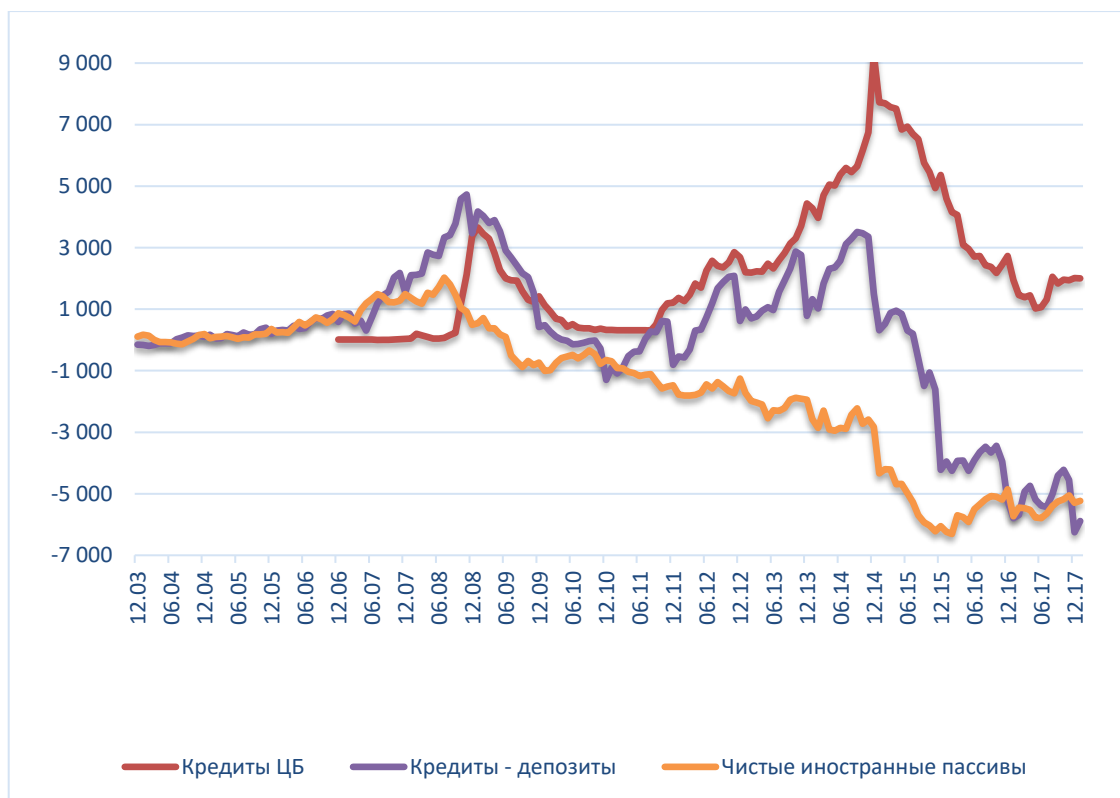


Рисунок 3. Разность между кредитами и депозитами банковской системы, объем кредитов ЦБР банковской системе и чистые иностранные пассивы, млрд. руб.

Ключевым преимуществом сценария форсированного расширения банковского кредитования является, при прочих равных, достижение *высоких темпов* экономического роста. Естественно, что высокие темпы роста банковских кредитов возможны лишь при сравнительно низких процентных ставках по кредитам (как правило, ниже инфляции и/или на уровне средней рентабельности промышленности). Данный уровень процентных ставок (по факту, это выступает политикой «дешевых денег») предоставляет шанс российским предприятиям (прежде всего, предприятиям обрабатывающей промышленности) на поступательное развитие, определяемое как расширением спроса на их продукцию, так и облегчением доступа к кредитным ресурсам – для модернизации основных фондов. Здесь модель развития экономики в рамках сценария форсированного развития может быть описана следующим образом: политика «дешевых денег» одновременно с ростом объема финансовых ресурсов – низкие процентные ставки и доступный кредит – рост потребления и инвестиций – рост национальной экономики.

Очевидно, что представленная выше модель является «идеальной» и связанный с ней сценарий форсированного роста несет в себе определенные риски и негативные последствия:

сохранение высокой инфляции. При высоких темпах роста банковского кредитования расширение внутреннего спроса будет сопровождаться структурными диспропорциями, провоцирующими инфляцию. При прочих равных, в случае, когда рост кредитов и активов банковской системы, а также денежного предложения, превышает темпы расширения номинального внутреннего спроса, возникают структурные изменения/диспропорции, следствием которых выступает инфляция. Дополнительно, приток внешнего капитала обусловит рост цен на неторгуемые товары (строительство и недвижимость, услуги и прочее). Возможно, речь идет не о рецидиве 2008–2009 гг. (когда инфляция в годовом выражении доходит до потенциально опасного уровня в 13–15%), а о темпах 7–9% в год;

рост внешней задолженности. Сценарий форсированного роста предполагает максимально возможное (с точки зрения состояния внешней среды и инвестиционного климата в России) привлечение внешних инвестиций. Очевидно, что угрозами выступают проблемы обслуживания частного внешнего долга, связанные с этим риски и вероятность дефолтов;

ухудшение структуры платежного баланса. Приток внешних займов обуславливает рост реального курса рубля, неизбежным последствием чего выступает ускоренный рост импорта. В совокупности с ростом процентных платежей по внешнему долгу происходит снижение счета текущих операций платежного баланса и его возможный выход в отрицательную область. При этом рост цен на нефть лишь отодвигает этот момент, но принципиально не меняет ситуацию;

медленное развитие финансовых рынков. Финансовые рынки развиваются медленнее, поскольку как снижается потребность в выпуске инструментов (учитывая дополнительные расходы по их организации по сравнению с кредитами), так и спрос на них со стороны инвесторов. За последнее десятилетие приток внешних займов сопровождался снижением доли ценных бумаг в активах банков;

рост кредитных рисков. Высокие темпы роста банковских кредитов (особенно населению) неизбежно снижают качество оценки заемщиков и повышают объемы просроченной задолженности.

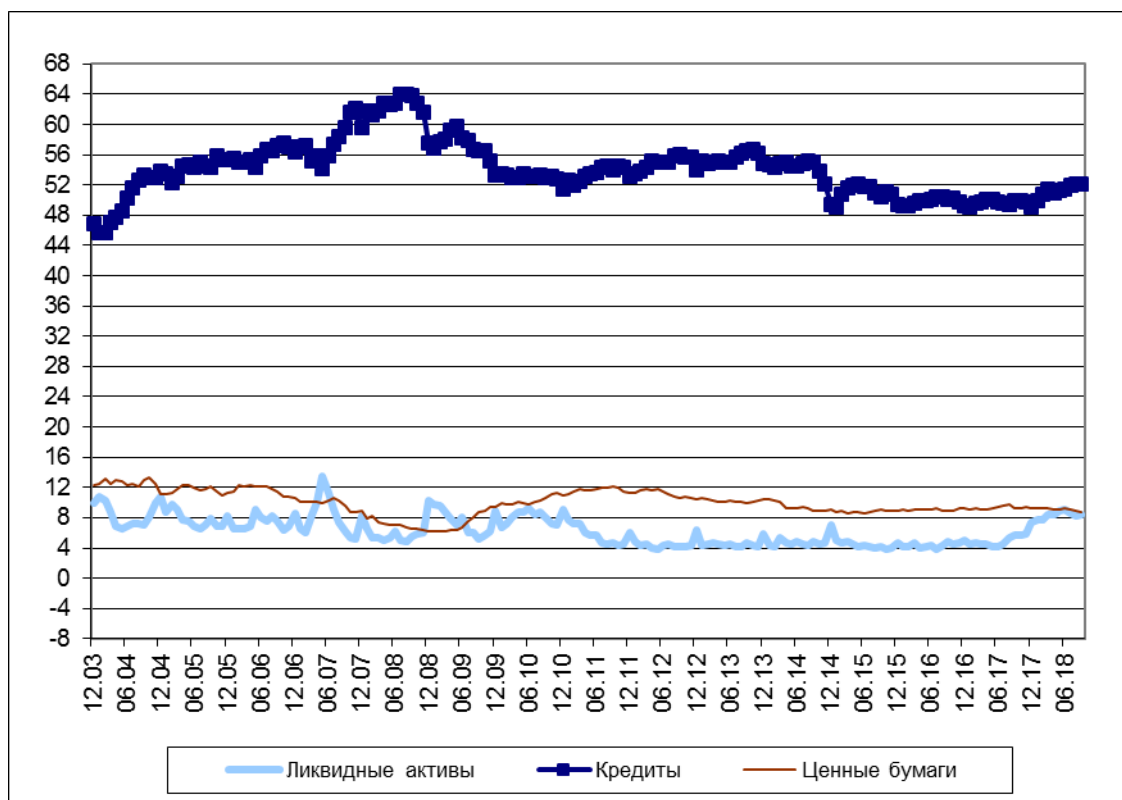


Рисунок 4. Банковские кредиты нефинансовому сектору (левая шкала) и вложения банков в ценные бумаги (правая шкала), в % к активам²

В рамках сценария форсированного роста возникают следующие задачи и проблемы реализации денежной политики:

обеспечение ликвидностью банков. Опыт последних лет показал, что проблемы с банковской ликвидностью могут возникать при относительно мягкой бюджетной и денежной политике. При этом рефинансирование и размещение государственных средств на банковских депозитах должно учитывать накопленные риски в банковской системе;

контроль/снижение рисков в банковской системе. Очевидно, что управление рисками относится к компетенции банковского менеджмента, однако ошибки подобного контроля обычно становятся проблемой денежных властей. В рамках реализации данного сценария возрастает опасность валютных рисков, несоответствия сроков пассивов и активов, низкой ликвидности активов, «плохих долгов» и других;

институциональные изменения. Интенсивное развитие банковской системы, высокие показатели рентабельности (ROE) обусловят сохранение привлекательности данного сегмента

² *Примечание:* приток внешних займов и интенсивное развитие банковского кредитования обусловили снижение вложений в ценные бумаги и более медленное развитие финансовых рынков. *Источник:* ЦБР, расчеты автора.

для иностранных участников. Однако в рамках санкционного режима приход «разрешенных» иностранных инвесторов может изменить структуру российской банковской системы и взаимодействие с внешними рынками капитала.

Достижение целевых показателей социально-экономического развития РФ выводит на принципиально иной уровень принципы управления российскими финансами – прежде всего, значительно возрастает роль денежной политики и ответственность денежных властей за принимаемые решения, поскольку увеличиваются негативные последствия ошибочных действий.

В данном контексте важно отметить, что сценарий форсированного роста значительно снижает устойчивость финансовой системы при переходе к новому этапу развития. Данный сценарий сопровождается ростом внешней задолженности, обусловленный привлечением внешних ресурсов в банковскую систему. Пропорционально возрастают не только выплаты основной части долга (относимые к капитальным операциям), но и процентные платежи, которые фиксируются как раз по счету текущих операций. И здесь независимо от динамики цен на нефть российский платежный баланс стремительно ухудшает свою структуру.

Форсированный рост вносит определенные элементы «перегрева», как это было в период 2006 – первая половина 2008 гг. Тогда высокие темпы роста экономики уже «слишком дорого стоили», привнеся значительные негативные последствия и структурные диспропорции. Во-первых, российская экономика просто не успевала адекватно откликнуться на растущий спрос, что обусловлено ограничениями по основным факторам производства (производственных мощностей и трудовых ресурсов), и подавляющая часть прироста внутреннего спроса покрывалась импортом, нивелируя экономический рост. Существует естественный временной лаг между инвестициями и располагаемыми мощностями и необходимо время и благоприятные условия для поступательного роста обрабатывающего сектора российской экономики.

Во-вторых, высокие темпы роста усиливают дисбалансы и риски. Основные дисбалансы представлены выше (между сбережениями и кредитами нефинансовому сектору, притоком и оттоком капитала, развитием финансовых рынков, уровнем ликвидности и прочее). Ускоренное развитие банковского сектора увеличивает соответствующие риски – несоответствия временной и валютной структуры активов и пассивов, риски «плохих долгов», технических дефолтов и другие.

В-третьих, сохраняется опасность ускорения инфляции. Высокие темпы роста внутреннего спроса, а также денежного предложения и банковской системы (значительно превышающие динамику номинального ВВП) обуславливают сохранение «инфляционного

фона». Данный «естественный» инфляционный фон может (и должен) быть ниже ныне наблюдаемого, однако останется достаточно значительным по международным меркам – 6–8%.

В целом опыт «перегрева» российской экономики в период 2006–2008 годов дает основания для выбора других направлений экономической политики в среднесрочной перспективе. В данном контексте вполне обосновано рассмотрение другого сценария – *сбалансированного развития*, предполагающего снижение темпов роста финансовой сферы – денежного предложения, кредитования нефинансового сектора и банковских активов в целом.

Теоретически данный сценарий мог бы выступить в качестве осознанного выбора экономической политики и в конце 2005 года. Сценарий также может быть выбран и сегодня, однако уже более вынуждено и при других условиях (возросшем частном внешнем долге, высоком уровне задолженности нефинансового сектора по банковским кредитам, в том числе и низкого качества), которые усложняют достижение его преимуществ и ставят дополнительные условия для нейтрализации накопленных диспропорций. Более того, данный сценарий уже может быть *вынуждено выбран*, поскольку актуализируется задача снижения инфляции, да и чистый приток внешнего капитала ожидается в меньшем объеме.

Основной характеристикой данного сценария является определенная жертва темпами экономического роста в пользу большей *сбалансированности и устойчивости*. *Сбалансированность* финансовой сферы предполагает:

приведение в соответствие *потребностей и возможностей* – потребности экономики в кредитных ресурсах и возможностей банковской системы (в том числе и с помощью государства и внешнего рынка капитала) их предоставлять;

снижение перегрева экономики (по факторам производства). В предкризисный период (2006–2008 гг.) факторы производства были практически полностью задействованы. Согласно статистическим данным и данным опросов, уровень загрузки мощностей (способных выпускать конкурентоспособную, либо, по меньшей мере, востребованную продукцию) соответствовали максимальному уровню. В большинстве регионов РФ безработица отсутствовала полностью (за исключением ее структурной составляющей и компоненты, связанной с ограничением мобильности трудовых ресурсов). Так или иначе, но тогда российская обрабатывающая промышленность (как и добывающая, но по другим причинам) была не в состоянии давать адекватное росту спросу увеличение выпуска. На высокий рост совокупного спроса российская экономика отвечала ростом импорта (более 60% прироста спроса покрывалось импортом), ростом цен – и лишь затем ростом выпуска. В случае

повторения ситуации после кризиса российская экономика неизбежно столкнется с теми же проблемами;

последовательное развитие во времени факторов производства. Очевидно, что существуют временные лаги между капитальными инвестициями и расширением мощностей, ростом производительности труда (не говоря о росте предложения труда в силу миграции и рождаемости). И здесь вполне уместно предположение о «паузе в расширении спроса», которая предоставит время обрабатывающей промышленности для качественного обновления фондов и повышения производительности труда.

снижение «пузырей неторгуемых товаров». Этот достаточно популярный термин весьма четко отражает последствия притока «нефтедолларов» в Россию. Рост совокупного спроса – как за счет притока экспортной выручки, так и банковского кредитования, – обуславливает рост цен в секторе «неторгуемых товаров» (non-tradable goods или товаров, не испытывающих конкуренции со стороны импорта – строительстве, торговли и прочих). С учетом того, что неторгуемые товары являются достаточно привлекательным объектом сбережений, а ряд фирм еще и представлены на фондовом рынке, падение цен на них может (что особенно характерно для 90-х годов и начала нынешнего века) *вновь* может выступить катализатором локального либо системного кризиса.

Устойчивость финансовой сферы подразумевает:

уменьшение зависимости российской финансовой сферы от состояния внешней среды. Сегодня очевидно, что финансовый кризис ставит под сомнение финансирование российского потребления и капитальных инвестиций за счет внешних источников, равно как и вовсе сохранность государственных средств (валютных резервов и государственных фондов – резервного и будущих поколений). Очевидно, что страна, располагающая столь значительными природными ресурсами, не может и не должна настолько зависеть от конъюнктуры на мировых рынках капитала;

рост устойчивости национальной банковской системы. Российская банковская система в последние 4–5 лет развивается темпами, опережающими развитие экономики, при этом ее вклад в экономический рост возрастает. Повышение устойчивости банковской системы, теперь уже выступая элементом общей устойчивости экономического роста (в отличие от, например, 2004 года), предполагает снижение зависимости от притока внешнего капитала, а также устранение накопленных рисков высоких темпов роста – несоответствия временной структуры активов и пассивов, просроченной задолженности и т.п.

Выбор сценария сбалансированного роста должен быть осознанным, однако может стать и вынужденным. Во всех случаях данный сценарий предполагает формулировку задач

денежной политики, направленной на максимально позитивное использование «паузы роста» для ликвидации всех структурных дисбалансов и построение фундамента для последующего этапа экономического роста не только с учетом текущих проблем, но и будущих угроз³. В этом контексте задачи денежной политики представляются следующими:

устранение текущих рисков и дисбалансов. «Пауза роста» предполагает определенное время для снятия структурных диспропорций – на межбанковском рынке, использовании внешних средств, просроченной задолженности и «плохих долгов». В противном случае результатами данной паузы выступит лишь потеря темпов экономического роста, после чего необходимо будет вернуться к прежним задачам, но в других (возможно еще менее благоприятных) условиях. Представляется, что в результате реализации антикризисного сценария на выходе должны появиться адекватная система рефинансирования, система пруденциального надзора, подразумевающая эффективный риск-менеджмент (не допускающий повторения угроз кризиса ликвидности);

развитие финансовых рынков, которые выступят естественным дополнением банковской системе в привлечении ресурсов нефинансового сектора, позволят эффективно решать проблемы банковской ликвидности, аккумулировать внутренние сбережения и содействовать привлечению внешнего капитала;

последовательная подготовка к новым реалиям денежной политики, предполагающим как изменение каналов денежного предложения, так и постепенный переход к политике таргетирования инфляции. В данных условиях должны измениться основные каналы денежного предложения, распределения ликвидности в банковской системе, контроля за валютным курсом, улучшится инвестиционный климат в России, обеспечивающий приток внешних инвестиций в новых реалиях (при снижающемся обменном курсе, нивелирующем процентный арбитраж).

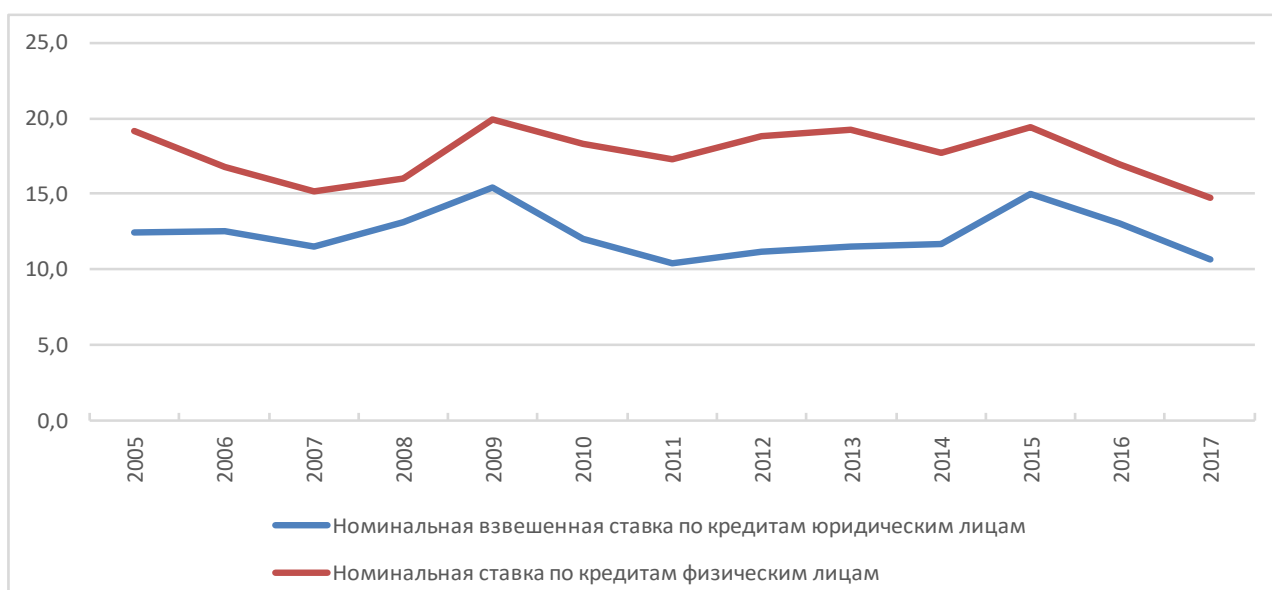
В целом данный сценарий в большей степени перекликается с задачей построения новой финансовой системы, предполагающей снижение зависимости от мировых финансовых рынков одновременно с обеспечением качественного экономического роста. Однако еще раз отметим, что если не будут предприняты соответствующие усилия, направленные на устранение структурных диспропорций и развитие отдельных сегментов финансовой системы России, то результатами выступят снижение темпов экономического роста и, возможно, еще большие структурные проблемы.

³ Ведев А.Л., Данилов Ю.А., Масленников Н.И., Моисеев С.Р. Структурная модернизация финансовой системы России. Аналитический доклад. ИНСОР, М. 2010 г.

В отсутствии структурных изменений в экономике показатели экономики удовлетворяют так называемому автомодельному решению, или по-другому, решению типа сбалансированного роста. На данных траекториях все показатели одинаковой размерности (деньги, продукты, цены, труд, цена труда) растут с одинаковым темпом роста. Например, на решении типа сбалансированного роста с одинаковым темпом растут номинальный ВВП и его компоненты, валюта баланса банковского сектора и отдельные статьи активов и пассивов.

Однако, как показывает статистика, современная экономическая история России является непрерывной сменой одних структурных изменений другими. Одним из структурных изменений целевого варианта долгосрочного прогноза социально-экономического развития России является увеличение доли инвестиций в структуре ВВП, а также падение доли экспорта и расходов на конечное потребление государственного управления.

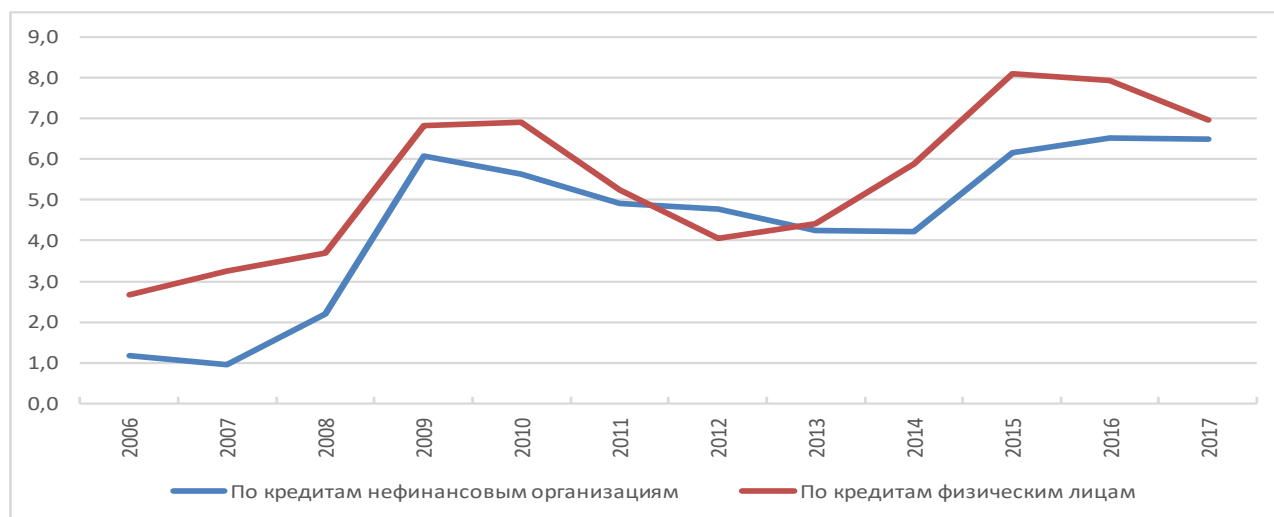
В финансовом секторе российской экономики также возможны структурные изменения. Одним из таких изменений может стать увеличение кредитования населения. Кредитование населения до настоящего времени имело особенность, заключающуюся в высоких процентных ставках, если сравнивать процентные ставки по кредитам населению и юридическим лицам (.).



Источник: Бюллетень банковской статистики, Банк России, расчеты РАНХиГС

Рисунок 5. – Номинальные ставки по кредитам юридическим и физическим лицам в рублях на срок свыше 1 года, в % годовых

Разница объяснялась тем, что значительную долю в кредитовании населения имели необеспеченные кредиты. Отсутствие залога приводило к необходимости устанавливать высокие премии за риск, что отражалось в высоких ставках. Увеличенный риск по кредитам населения нашел отражение в величине просроченной задолженности по кредитам населению и нефинансовым организациям (рисунок 6).



Источник: Обзор банковского сектора, Банк России, расчеты РАНХиГС

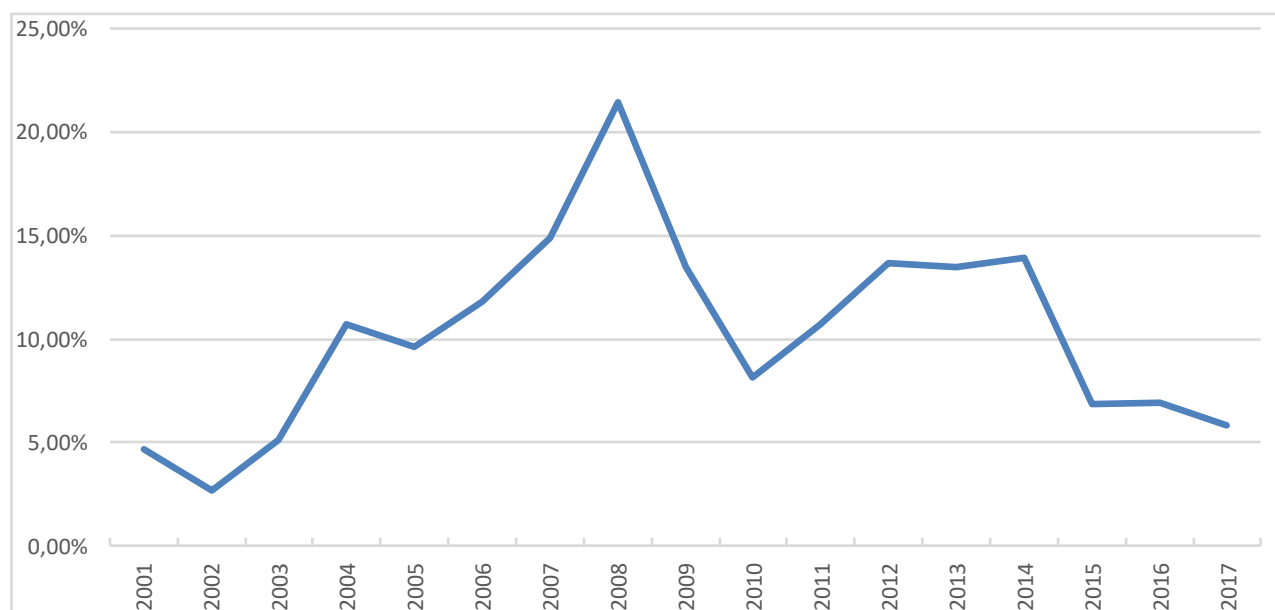
Рисунок 6. – Просроченная задолженность по кредитам нефинансовым организациям и кредитам физическим лицам. В % кредитному портфелю, на конец периода

Таким образом, ставки по кредитам населению оказываются высокими в связи с высокой долей необеспеченных кредитов населению. Поэтому при увеличении доли ипотечного кредитования взвешенные ставки должны падать.

При этом в основном сценарии строящегося долгосрочного прогноза развития финансового сектора России предполагается постоянство разницы между ставками по кредитам нефинансовым организациям (предприятиям) и населению.

Это соотношение может быть пересмотрено в отдельном дополнительном сценарии путем изменения динамики процентной ставки по кредитам населению: на прогнозном временном периоде ставка по кредитам населению может сходить с разной скоростью к ставке по кредитам предприятиям. С экономической точки зрения это будет означать что через банки будет осуществляться стимулирование ипотечного кредитования. Поэтому ипотечное кредитование будет расти более высокими темпами, чем другие показатели банковского сектора и номинальный ВВП. Это означает, что данный сценарий может описывать структурный сдвиг в развитии финансового сектора российской экономики.

Как показывает, тренд чистого кредитования экономики (населения и предприятий) банками был растущим до 2008 года и ниспадающим после 2008 года.



Источник: Банк России, расчеты РАНХиГС

Рисунок 7. – Отношение чистого кредитования населения и нефинансовых организаций банковским сектором к валюте баланса банковского сектора

Кредиты населению и предприятиям становятся больше депозитов.

Растущий до 2008 года тренд объясняется ростом чистого кредитования банковского сектора со стороны нерезидентов. После 2008 года чистое кредитование сменилось чистым заимствованием нерезидентов, то есть российский банковский сектор стал нетто-кредитором внешнего сектора экономики.

Более резкие, чем тренд, падения 2009-2010 годов и 2015 года объясняются предшествующими кризисными периодами и ухудшением условий кредитования банков Банком России. В связи с высокими процентными ставками по кредитам Банка России в 2015-2017 годах банки избавлялись от кредитов Банка России. Однако в связи с падением процентных ставок заимствование банков у Банка России может показать опережающий рост, что приведет к увеличению чистого кредитования экономики банковским сектором.

Также к увеличению кредитования экономики банковским сектором может привести и отмена санкций в отношении банковского сектора, в результате чего упадет чистое кредитование нерезидентов банковским сектором.

В связи с этим возможны два дополнительных сценария положительного воздействия финансового сектора на экономику: увеличение внешних заимствований банковским сектором и увеличение займов у Банка России выше темпов, заложенных в основном сценарии.

3. Различные траектории валютного курса

В 2017-2018 годах Банк России осуществлял операции на валютном рынке по покупке валюты для Минфина России за счет средств Фонда национального благосостояния. В период с 1 января по 7 мая 2018 года было закуплено валюты на 954 млрд. рублей. При данном темпе закупок годовой объем покупки валюты может составить 2.8 трлн. рублей, что, если оценивать по валютному курсу мая 2018 года, составляет 45 млрд. долларов США.

Покупка валюты на средства Фонда национального благосостояния влияет на валютный рынок и баланс Центрального банка так же, как и валютные интервенции Банка России, с той лишь разницей, что купленные валютные резервы сформированы за счет средств Фонда национального благосостояния, а не за счет наличных денег или корреспондентских счетов коммерческих банков в банке России. Таким образом, хотя Банк России официально не проводит валютные интервенции, аналогичные операции осуществляются от лица Минфина России.

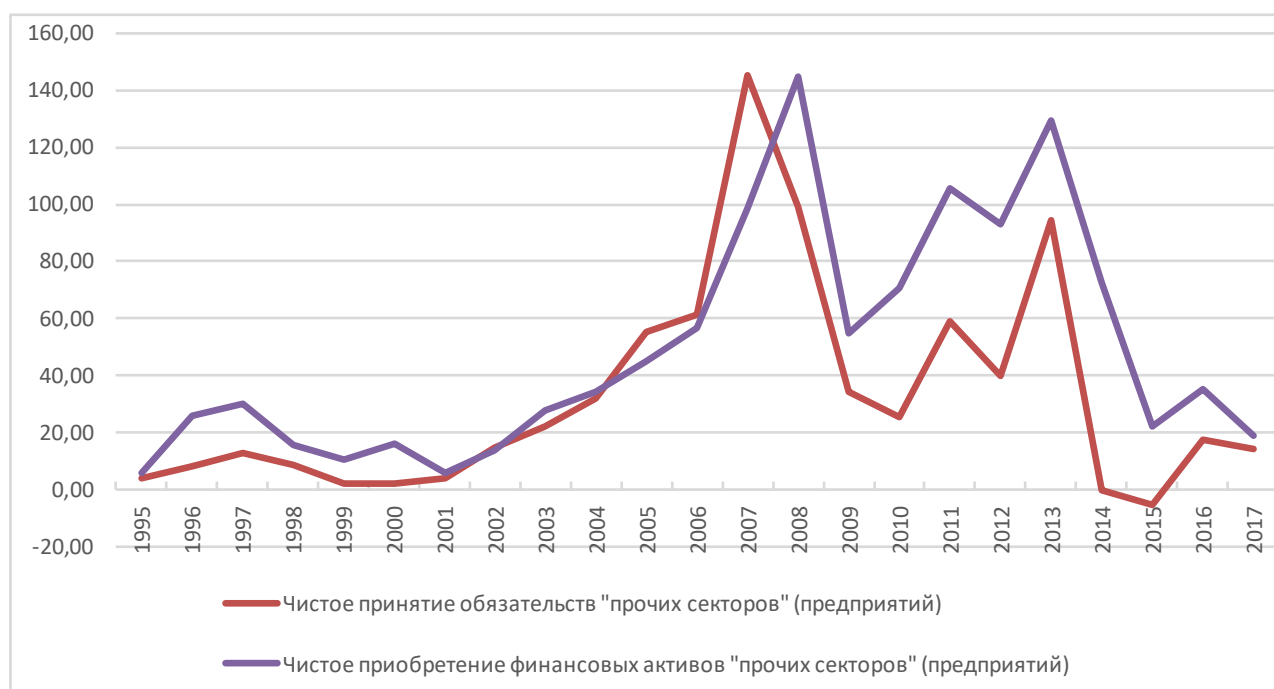
Покупка валюты выступает фактором ослабления рубля, поэтому предположение долгосрочного сценария относительно постоянстве валютного курса на прогнозном периоде после 2018 года может быть пересмотрено.

С другой стороны, в целевом сценарии долгосрочного прогноза социально-экономического развития предполагается рост торгового баланса, что может выступить фактором укрепления валютного курса, если увеличение торгового баланса не будет сопровождаться увеличением оттока капитала.

В связи с этим в рамках сценариев долгосрочного развития могут быть рассмотрены следующие варианты:

- валютный курс остается стабильным, что является первоначальным предположением целевого сценария;
- отток капитала из страны фиксирован в соответствии с периодом относительно большого торгового баланса 2010-2013 годов (рисунок 8), а валютный курс ищется из условия выполнения платежного баланса;

- объем покупок валюты за счет средств ФНБ описывается сценарием, учитывающем ограниченную потребность в данных операциях, отток капитала фиксирован, а валютный курс ищется исходя из условия выполнения платежного баланса.



Источник: данные Банк России, расчеты РАНХиГС

Рисунок 8. – Принятие обязательств и приобретение активов предприятиями, млрд. долларов США

Начиная с 2015 г. курс рубля перешел в другой коридор в зависимости от цены на нефть. Подобному переходу способствовало введение крайне жесткого бюджетного правила, согласно которому Минфин покупает валюту в Фонд национального благосостояния при цене на нефть выше 40 долл./барр. С точки зрения долгосрочного прогноза фактически осуществлен искусственный перевод обменного курса рубля в новый коридор, который предполагается сохранять в долгосрочной перспективе.

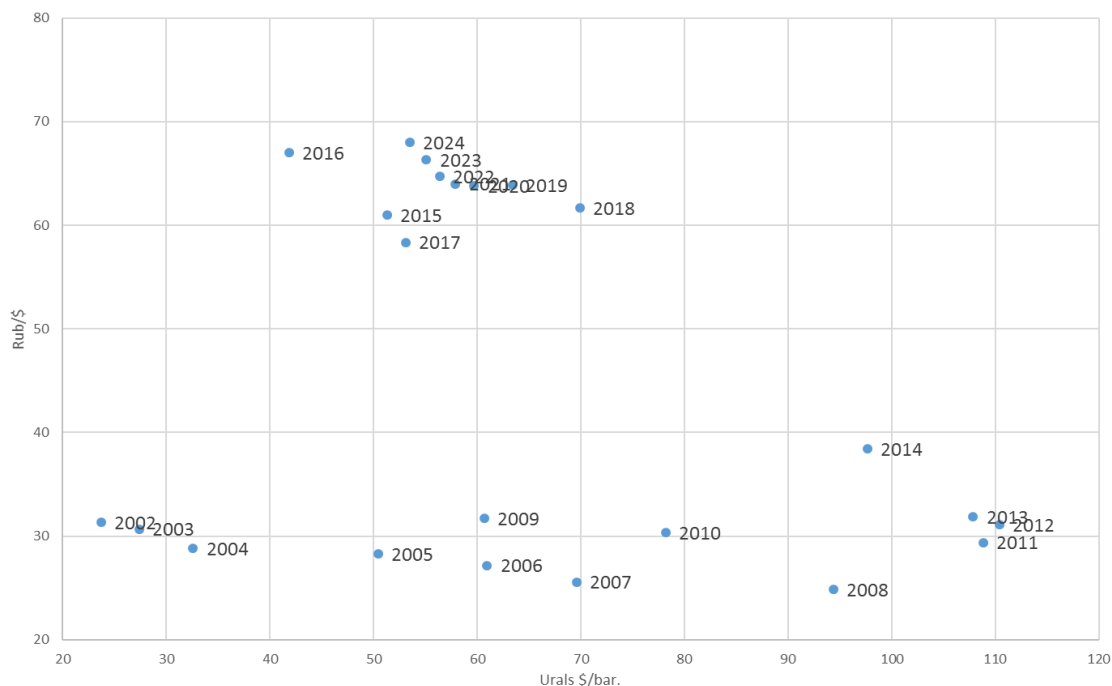


Рисунок 9. Новый коридор для обменного курса рубля.

Подобный искусственные «переводы» курса национальной валюты, связанные с потребностями государственного бюджета, усложняют задачу построения долгосрочного прогноза развития финансовой сферы РФ. Более конструктивным подходом представляется рассмотрение стабильного реального эффективного курса.

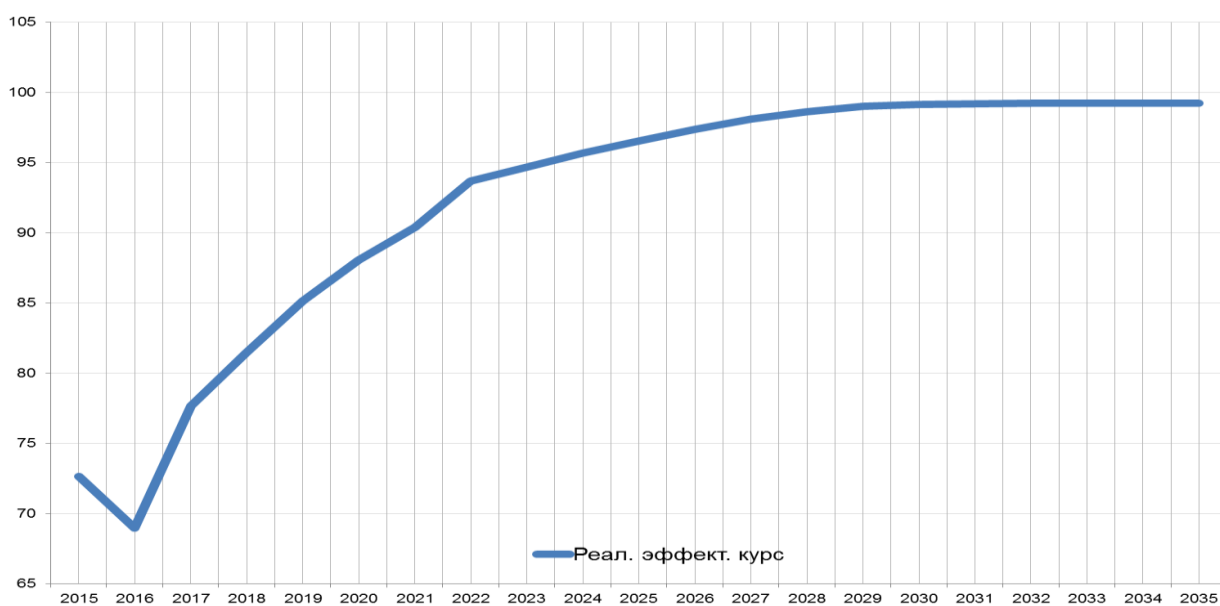


Рисунок 10. Реальный эффективный курс рубля, 2014=100.

4. Конкуренция финансовых инструментов

Сбережения институциональных агентов в экономике распределяются между различными финансовыми инструментами. Решения о таком распределении зависят от множества факторов – состояния ключевых макропоказателей, параметров состояния финансовой сферы, рисков, ожиданий и прочее. При этом отметим, что интенсивное развитие одного из инструментов может оказывать депрессивное воздействие на другие. Например, рост инфляционных и девальвационных ожиданий инструментов увеличивает спрос на инструменты, номинированные в иностранной валюте (включая и наличную иностранную валюту). При этом рост объема покупок наличной иностранной валюты и ценных бумаг нерезидентов провоцирует валовой отток капитала из России, что снижает объем финансовых ресурсов в национальной экономике.

Далее, с точки зрения банковских инвестиций кредиты вступают в противоречие с вложениями в ценные бумаги. Кредиты (даже при сопоставимой доходности с ценными бумагами) более привлекательны по сравнению с облигациями для банков, ориентированных на предоставление комплексных банковских услуг. В пользу облигаций выступает их ликвидность, в пользу кредитов – косвенные преимущества (открытие расчетных счетов в банке и сохранение на них части средств кредита, обслуживание сотрудников кредитруемой организации и проч.). Интенсивный рост кредитования в 2006–2008 гг. привел к резкому снижению доли ценных бумаг в активах российской банковской системы. Вместе с тем для ряда банков, особенно мелких и средних, покупка облигаций более выгодна по сравнению с выдачей кредита вследствие как сокращения расходов на анализ финансового положения заемщика и иных сопутствующих затрат, так и не возможности выдачи достаточно крупного по размерам кредита. Это порождает отказ ряда банков от выполнения традиционных банковских функций и приближает их деятельность к инвестиционной (деятельности инвестиционных фондов).

Активное участие коммерческих банков в операциях на рынке корпоративных облигаций, кроме обеспечения существенной доли инвестиционного спроса, содержит в себе также ряд дополнительных рисков, и инвестиции банков в корпоративные облигации ведут к распространению облигационных рисков на банковский сектор, так же как и риски, возникшие в рамках последнего, транслируются на небанковские сектора финансового рынка. Кроме того, коммерческие банки активно выполняют функции организаторов облигационных займов (лид-менеджеров, консорциумов, андеррайтеров). Преобладание в числе лидеров инвестиционно-банковского бизнеса, осуществляемого на облигационном рынке,

коммерческих банков формирует дополнительный канал трансляции рисков через рынок корпоративных облигаций. Наряду с проблемой распространения рисков возникает проблема их концентрации в случае совмещения функций кредитования определенного заемщика с функциями организатора размещения облигаций того же заемщика.

Существует и конкуренция между долговыми ценными бумагами. Федеральные облигации обладают наименьшими рисками и наибольшей ликвидностью. В предкризисные годы государственный бюджет сводился с профицитом, что привело к стагнации рынка федеральных облигаций и фактически «открыло окно» для развития сегмента корпоративных облигаций. Однако в среднесрочной перспективе (в 2019-2021 гг.) запланировано достаточно масштабное развитие рынка внутреннего федерального долга, что резко ограничит ресурсы для развития сегмента корпоративных ценных бумаг. Конкуренция между финансовыми инструментами за ресурсы представляет собой принципиально важный фактор, определяющий параметры средне- и долгосрочного прогноза развития российских финансовых рынков.

Следует указать на наличие как позитивных, так и негативных последствий интенсивного развития рынка внутреннего федерального долга. К позитивным последствиям, как на уровне всего финансового рынка, так и на уровне национальной экономики в целом, следует отнести появление устойчивых значений ставок процента по всей временной структуре выпускаемых государственных облигаций, являющихся основой для формирования полной структуры процентных ставок в экономике. Для государственного сектора экономики в целом в качестве позитивного обстоятельства выступает при этом и собственно приток средств в него. Основное негативное последствие интенсивного развития рынка внутреннего федерального долга и для народного хозяйства, и для сектора корпораций – появление так называемого «эффекта вытеснения».

«Эффект вытеснения» (crowding-out effect) возникает как следствие увеличения, особенно резкого, предложения государственных ценных бумаг и часто приводит к перераспределению в их пользу объемов привлеченных инвестиций за счет сокращения на рынке доли корпоративных облигаций. Этот эффект угнетающе воздействует на развитие сегмента корпоративных ценных бумаг и крайне неблагоприятно сказывается на возможности предприятий реального сектора привлекать инвестиции и на нем, и на кредитном рынке. Для предотвращения актуализации «эффекта вытеснения» (как для снижения риска последующего обвала рынка гособлигаций, так и для сохранения существующих возможностей привлечения инвестиций предприятиями реального сектора экономики) требуется разработка действенных

механизмов, нивелирующих негативные последствия процесса увеличения объема государственных ценных бумаг в обращении.

Все финансовые инструменты по сути представляют собой альтернативные варианты каналов перетока ресурсов (внутренних сбережений и внешних поступлений) в производство (в широком смысле).

Роль и место финансовых инструментов в процессе формирования и распределения финансовых ресурсов в экономике представлены на приведенной схеме.

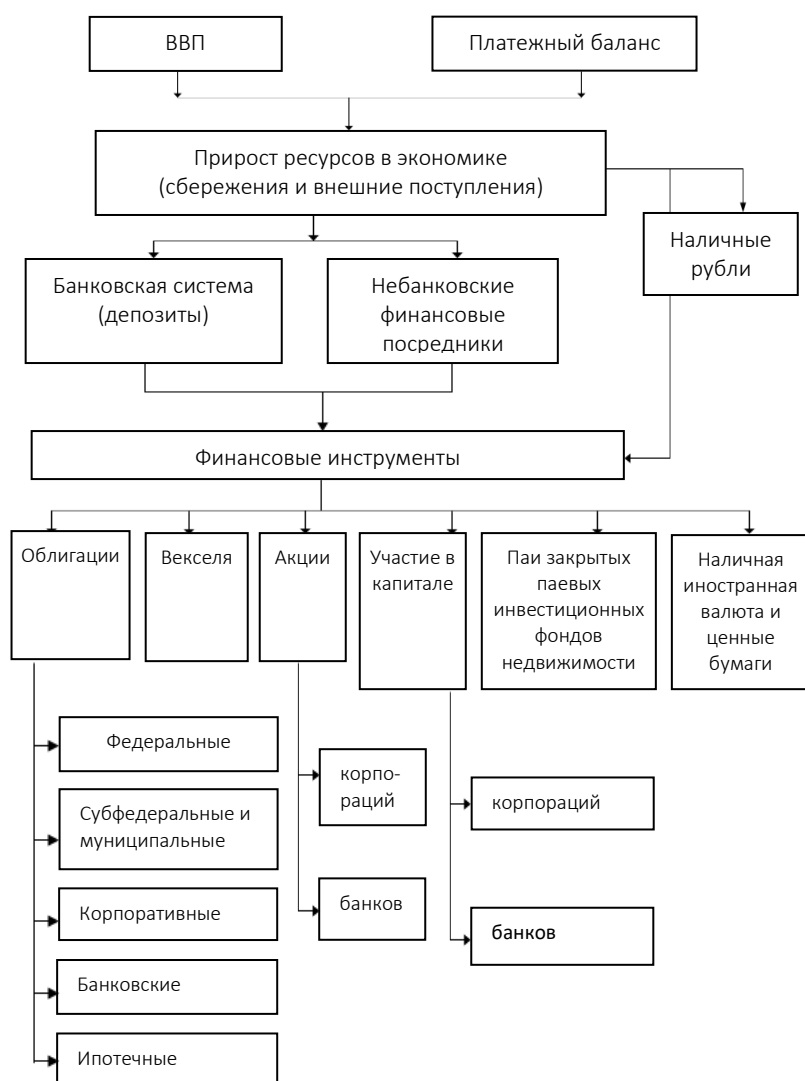


Рисунок 11. Формирование ресурсов в экономике и их распределение между финансовыми инструментами

Заключение

Содержание основных сценариев социально-экономического развития в среднесрочной перспективе определяется складывающимися внешними условиями и, частично, мерами реализации экономической политики. К внешним условиям относятся мировые цены на углеводородное сырье, темпы роста мировой экономики и ряд других параметров. Меры реализации экономической политики предполагают стимулирование предпринимательской и инвестиционной активности, умеренную тарифную политику, возможное субсидирование процентных ставок и прочее.

В рамках основных макровариантов существует набор сценариев развития финансового сектора. Важно отметить, что в рамках одного варианта социально-экономического развития РФ (как благоприятного, так и негативного) различные условия развития национального финансового сектора может привести к разным результатам. Это связано с тем, что финансовый сектор может оказывать как стимулирующее воздействие на реальный сектор, так и быть источником рисков и кризисных проявлений. Например, при поступательном развитии российской экономики в 2000-2007 гг. (когда средний темп роста ВВП составлял 7%) именно финансовый сектор выступил источником кризиса в конце 2008 г. и в 2009 году. Форсированное развитие банковского сектора привело к накоплению рисков в данном секторе и на финансовых рынках. Аналогично источником кризиса в 2015-2016 гг. также выступил финансовый сектор.

Для формирования оптимальной экономической политики необходимо учитывать влияние финансового сектора, рассматривать набор возможных сценариев и оценивать их позитивное влияние и риски. В частности, существует реальный размен между форсированным развитием финансового сектора, предполагающим стимулирование экономики, и сбалансированным его развитием, когда в угоду стабильности жертвуется темпы роста ВВП. Нехватка ресурсной базы банковского сектора может покрываться за счет внешних рынков, кредитов Центрального Банка либо ограничением роста кредитов. Необходимо учитывать, что существует конкуренция между долговыми инструментами и интенсивное развитие рынка государственных облигаций приводит к деградации рынка корпоративных облигаций и банковских кредитов предприятиям. Эти и другие возможные сценарии развития финансового сектора должны быть инкорпорированы в принципы выработки экономической политики.