

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

Ведев А.Л.

**ПРОГНОЗИРОВАНИЕ ПАРАМЕТРОВ СОЦИАЛЬНО-
ЭКОНОМИЧЕСКОГО, БЮДЖЕТНО-ФИНАНСОВОГО
РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ И УПРАВЛЕНИЕ
КЛЮЧЕВЫМИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИМИ РИСКАМИ В
СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ**

Москва 2020

Аннотация.

Объектом исследования являлись социально-экономические и финансово-бюджетные отношения, а также макроэкономические риски.

Основной целью исследования являлась подготовка прогноза параметров социально-экономического и финансово-бюджетного развития Российской Федерации с учетом среднесрочных макроэкономических рисков.

Методология работы заключалась в: обзоре литературных источников и международной практики по теме исследования; проведении комплексного экономического анализа, построении эконометрических и балансовых-моделей отдельных сегментов национальной экономики; построении институциональных финансовых балансов государства, ЦБР, банковской системы, нефинансовых предприятий, населения, внешнего мира; разработке финансовых балансов для финансовых инструментов (наличных денег, облигаций, акций и других); проведении комплексного экономического анализа, построении эконометрических и балансовых моделей отдельных сегментов национальной экономики; построении региональных межотраслевых балансов.

Работа содержит:

- анализ публикаций по вопросам социально-экономического прогнозирования;
- анализ публикаций по вопросам прогнозирования в бюджетной и финансовой сферах;
- анализ практик по вопросу управления макроэкономическими рисками;
- анализ подходов к количественной оценке внутренних и внешних макроэкономических рисков;
- анализ федерального законодательства и подзаконных нормативно-правовых актов по вопросам социально-экономического и финансово-бюджетного прогнозирования;
- оценку утвержденных прогнозов Правительства РФ;
- оценку утвержденных прогнозов Банка России;
- оценку основных макроэкономических рисков на федеральном уровне;
- оценку основных макроэкономических рисков на региональном уровне;
- оценку потенциального влияния основных макроэкономических рисков на финансово-бюджетную сферу;
- вариантный прогноз параметров социально-экономического и финансово-бюджетного развития Российской Федерации;
- верификацию и валидацию моделей для прогнозирования социально-экономических процессов;
- характеристику подходов по управлению рисками природного и техногенного характера;
- рекомендации по совершенствованию механизма использования системы национальных счетов при отражении макроэкономических процессов;
- рекомендации по совершенствованию технологий деятельности Федерального казначейства;
- структурные меры по смягчению негативного воздействия макроэкономических рисков на социально-экономическое и финансово-бюджетное развитие Российской Федерации;
- институциональные меры по смягчению негативного воздействия макроэкономических рисков на социально-экономическое и финансово-бюджетное развитие Российской Федерации

Полученные в работе результаты являются содержательными для организации модельных прогнозов социально-экономического и финансово-бюджетного развития, в т.ч. необходимость подготовки которых определяется Приказом Минэкономки N 124 от 13 мая 2019 г. «Об утверждении рекомендуемой формы по основным показателям, представляемым органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации в Минэкономразвития России для разработки прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочный период, и методических рекомендаций по разработке, корректировке, мониторингу среднесрочных прогнозов социально-экономического развития Российской Федерации».

Ведев А.Л. Заведующий научно-исследовательской лабораторией, Лаборатория структурных исследований, ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, д.э.н..

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2020 год.

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	8
1 Анализ актуальных публикаций по теме исследования	10
2 Анализ нормативно-правовой базы Российской Федерации по теме исследования	18
3 Анализ документов стратегического планирования по теме исследования.....	24
4 Классификация основных макроэкономических рисков в среднесрочной перспективе ..	35
5 Вариантный прогноз основных параметров социально-экономического развития российской Федерации в среднесрочной перспективе	50
6 Вариантный прогноз бюджетно-финансового развития Российской Федерации в среднесрочной перспективе	58
7 Разработка рекомендаций по смягчению негативного воздействия макроэкономических рисков на социально-экономическое и финансово-бюджетное развитие Российской Федерации	65
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	78

ТЕРМИНЫ И ОПРЕДЕЛЕНИЯ

В настоящем отчете о НИР применяют следующие термины с соответствующими определениями:

Бюджетная система	- совокупность бюджетов государства, административно-территориальных единиц и бюджетов (смет) и счетов автономных в бюджетном отношении учреждений и фондов, основанных на экономических отношениях и юридических нормах
Макроэкономика	- раздел экономической теории, изучающий функционирование экономики в целом, экономическую систему как единое целое, совокупность экономических явлений
Макроэкономическая политика	- государственная политика, целью которой является ограничение уровней безработицы и инфляции, поддержка роста экономики, предотвращение экономических кризисов, обеспечение стабильного функционирования экономики. В макроэкономической политике выделяют, в частности, налогово-бюджетную, денежно-кредитную и внешнеэкономическую политики
Пруденциальное регулирование	- форма закрепления экономически обоснованных требований, предъявляемых к функционированию кредитных организаций, в целях повышения их финансовой устойчивости и минимизации рисков неликвидности и неплатежеспособности.
Финансовая стабильность	- характеристика состояния финансовой системы страны или региона
Финансовый риск	- риск, связанный с потерей финансовых ресурсов
Финансовый рынок	- система экономических отношений, возникающая в процессе обмена экономических благ
Финансовая система	- форма организации денежных отношений между всеми субъектами воспроизводимого процесса по распределению и перераспределению совокупного общественного продукта

ПЕРЕЧЕНЬ СОКРАЩЕНИЙ И ОБОЗНАЧЕНИЙ

В настоящем отчете о НИР применяют следующие сокращения и обозначения:

ACCC	- Служба по защите прав потребителей и конкуренции Австралии (The Australian Competition and Consumer Commission)
APRA	- Управление пруденциального регулирования Австралии (The Australian Prudential Regulatory Authority)
ASIC	- Комиссия по ценным бумагам и инвестициям Австралии (The Australian Securities and Investments Commission)
BCFP	- Бюро защиты прав потребителей финансовых услуг США (Bureau of Consumer Financial Protection)
BVAR	- Байесовы векторные авторегрессионные модели
CAR	- Требования к достаточности капитала
CFR	- Совет Федеральных регуляторов (Council of Federal Regulators)
CFTC	- Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
CGE	- Вычислительные модели общего равновесия
DSGE	- Динамические стохастические модели общего равновесия
FCA	- Управление Финансовой Деятельности Великобритании Financial Conduct Authority
FPC	- Комитет по финансовой политике в Великобритании (Financial Policy Committee)
FHGE	- Модели общего равновесия с конечным горизонтом
FSOC	- Межведомственный Совет по мониторингу финансовой стабильности (the interagency Financial Stability Oversight Council)
NAC	- Национальный Арбитражный Суд США (the National Adjudicatory Council)
OLG	- Модели пересекающихся поколений
PAIRS	- Probability and Impact Rating System
PIF	- Политика превентивных интервенций (Proactive Intervention Framework)
PRA	- Управление Пруденциального Надзора Великобритании (Prudential Regulation Authority)
RBA	- Резервный банк Австралии (Reserve Bank of Australia)
SEC	- Комиссия по ценным бумагам США (U.S. Securities Exchange Commission)
SVAR	- Структурно-векторные авторегрессионные

SOARS	- Supervisory Oversight and Response System
ВВП	- Валовый внутренний продукт
ГЧП	- Государственно-частное партнерство
ДКП	- Денежно-кредитная политика
МВТП	- Министерство внешней торговли и промышленности
МВФ	- Международный валютный фонд
МСП	- Малые и средние предприятия
НТП	- Научно-технологический потенциал
ООН	- Организация объединенных наций
ППС	- Паритет покупательной способности
ПЦМ	- Программно-целевой метод
СРО	- Саморегулируемые организации
ФРС	- Федеральная резервная система США

ВВЕДЕНИЕ

В современных условиях прогнозирование принимает беспрецедентные масштабы. Сознательно или подсознательно любой человек прогнозирует последствия своих действий, решений, формулирует суждение о будущем, строит модель будущего. Роль прогнозирования неизменно возрастает в связи с ускорением научно-технического прогресса, усложнением задач управления, усилением неопределенности. В управлении экономическим развитием прогнозирование является первоосновой, так как всякое управленческое решение имеет прогнозную или плановую направленность. Прогноз вскрывает неопределенности в системе, обосновывает факторы, при которых достигаются поставленные цели.

С момента прогноза (принятия решения) до завершения прогнозируемого периода меняется среда, происходят изменения по различным возможным направлениям. Не определяя параметры развития с достаточной точностью, прогноз раскрывает альтернативы, положительные и отрицательные тенденции, противоречия и намечает условия, при которых обеспечивается решение поставленных задач. Оно может иметь несколько вариантов в зависимости от вероятностного воздействия различных факторов.

В случае, когда имеется несколько путей реализации замысла, разрабатываются сценарии возможного развития. Сценарий – это описание будущего, составленное с учетом правдоподобных положений; он разрабатывается для определенной совокупности условий будущего развития. Необходимость составления сценариев заложена в вероятностном, вариантном развитии. Прогноз обычно имеет несколько сценариев, в том числе оптимистический, пессимистический, оптимально-реалистический.

Социально-экономическое прогнозирование является способом предвидения общественной системы с учетом закономерностей ее развития, перспектив эффективного вложения капитала. Социальноэкономические прогнозы и планы выражают количественные и качественные изменения, связанные с оценкой объемов производства, стоимостных макроэкономических показателей, спроса и предложения, трудовых отношений, структуры доходов и расходов. Они включают показатели развития макроэкономической ситуации, научнотехнического прогресса, динамики производства и потребления, уровня и качества жизни, внешнеэкономической деятельности, экологической обстановки, а также систем образования, здравоохранения и социального обеспечения населения.

Разработки в области экономического прогнозирования в зарубежных странах появились в последней четверти XIX в. Они были связаны с попытками исследователей выявить будущие тенденции производства основных продуктов на основе анализа

поведения находившихся в их распоряжении статистических данных. Главными методами прогнозирования тогда являлись экспертные оценки и простая экстраполяция. В начале XX в. были сделаны первые попытки выявления экономических индикаторов. Дальнейшее развитие этот подход получил в 20-е гг. в исследованиях Гарвардского университета.

В 30-е гг. с целью поиска путей выхода из кризиса 1929–1933 гг. впервые за рубежом возникает планирование на макроуровне. Первые планы на макроуровне охватывали финансово-бюджетную и денежнокредитную политику и выражались в составлении национальных бюджетов. Они отличались от государственных бюджетов тем, что учитывали доходы не только государства, но и в целом по стране.

В послевоенные годы планирование на макроуровне становится предметом широких дискуссий с целью не только избежания кризисов, но и регулирования процессов распределения товаров. Национализация ряда отраслей, рост доли государственного сектора в экономике дали правительствам осуществлять прямой контроль за внешней торговлей, ценами, финансами.

В 50-е гг. во многих странах произошел отход от составления национальных планов в форме бюджетов. Сформировались два новых направления. Первое связано с усложнением административного аппарата, используемого для разработки планов, второе – с расширением сферы планирования. Если на первом этапе национальные экономические планы составлялись в Министерстве финансов, то в начале 60-х гг. создаются специальные плановые органы: во Франции – Генеральный комиссариат по планированию; в Японии – Экономический консультативный совет, Управление экономического планирования; в Нидерландах – Центральное плановое бюро; в Канаде – Экономический совет.

До 70-х гг. страны осуществляли прогноз посредством национальных моделей прогнозирования. В середине 70-х гг. начинают создаваться макроэкономические модели, с помощью которых прогнозируется развитие экономики ряда стран, регионов и всего мира. Впервые они стали разрабатываться в США. Так, модель ЛИНК включает 10 национальных моделей (9 европейских стран и Японию). При разработке будущего мировой экономики ООН использовала макроэкономическую модель В. Леонтьева, состоявшую из 15 взаимосвязанных региональных моделей.

Каждая страна с учетом специфики национальной экономики применяет определенные подходы к прогнозированию и планированию экономических и социальных процессов, постоянно совершенствуя их применительно к изменяющимся условиям.

1 Анализ актуальных публикаций по теме исследования

Особенности прогнозирования и планирования целесообразно рассматривать в странах – представителях трех сложившихся в мире систем планирования и регулирования: североамериканской (США и Канада); азиатской (Япония и Южная Корея); европейской (Франция и Швеция).

США. Прогнозирование в США считается одной из важнейших форм регулирования экономики. На современном этапе большое внимание уделяется обеспечению надежного прогнозирования, позволяющего лучше видеть перспективу и принимать обоснованные решения. В связи с этим в США прогнозирование ассимилировало последние достижения экономической теории, математических методов и электронно-вычислительной техники.

В области прогнозирования работают десятки тысяч профессионалов. Прогнозные разработки выполняют государственные подразделения различного уровня, исследовательские организации, коммерческие прогнозные фирмы, частные промышленные, банковские и торговые корпорации. Прогнозируются экономика на мировом уровне, развитие отдельных стран и групп стран, экономика США в целом, ее отрасли и регионы, штаты, округа, городские районы, отдельные фирмы, товарные рынки. Осуществляется прогноз отдельных аспектов развития, таких как загрязнение окружающей среды, обеспеченность энергоресурсами, наличие рабочей силы и др.

Большинство макроэкономических прогнозов разрабатывается с помощью пяти главных методов. К ним относятся методы экспертных оценок, экономических индикаторов, модели динамических рядов, эконометрическое моделирование, модель «затраты – выпуск».

Математическое моделирование социально-экономических процессов

Моделирование предполагает конструирование модели на основе предварительного изучения объекта или процесса, выделения его существенных характеристик или признаков. Прогнозирование социально-экономических процессов с использованием моделей включает разработку модели, ее экспериментальный анализ, сопоставление результатов прогнозных расчетов на основе модели с фактическими показателями состояния объекта или процесса, корректировку модели.

В зависимости от уровня управления экономическими и социальными процессами различают макроэкономические, межотраслевые, межрайонные, отраслевые, региональные модели и модели микроуровня (модели развития предприятия).

По аспектам развития экономики выделяют модели прогнозирования воспроизводства основных фондов, трудовых ресурсов, цен и инфляции, инвестиционной деятельности и др.

Существует ряд других признаков классификации моделей: временной, факторный, транспортный, производственный.

В современных условиях в республике развитию моделирования и практическому применению моделей стала придаваться особая значимость в связи с усилением роли прогнозирования и переходом к индикативному планированию.

Разделение краткосрочного и долгосрочного прогнозирования

Литература показала, что то, что работает при прогнозировании на короткие горизонты, не обязательно помогает прогнозировать на больших горизонтах. Выводы обычно различаются для разных переменных (например, реальные и номинальные), но есть некоторые общие тенденции. Например, есть свидетельства того, что эконометрические модели весьма успешны в прогнозировании реальных переменных на квартал (текущий прогноз) и для коротких горизонтов прогнозирования.

Цель анализа финансово-банковской системы и оценки ее влияния на экономическое развитие страны состоит в том, чтобы оценить текущее состояние сферы финансовых услуг, проанализировать факторы, влияющие на отсутствие или недостаточный уровень развития отдельных видов услуг и рынков, и выявить препятствия на пути расширения спектра финансовых услуг и повышения эффективности финансового обслуживания. Измерения, по которым должно оцениваться предоставление услуг, включают диапазон, масштаб (глубину) и охват (широту или проникновение), а также стоимость и качество финансовых услуг, предоставляемых разным экономическим субъектам. На высоком уровне абстракции эти услуги обычно классифицируются как включающие следующие процессы:

- Проведение расчетов,
- Мобилизация ресурсов,
- Распределение капитала,
- Мониторинг пользователей фондов,
- Трансформация риска.

Идеальная финансовая система может быть представлена следующим образом. Внутри страны будут возможны надежные и недорогие денежные переводы, достигающие отдаленных регионов и домохозяйств с невысоким уровнем дохода. Будут обеспечены выгодные депозитные услуги и другие инвестиционные и сберегательные возможности, предлагающие ликвидность и разумный компромисс между риском и доходностью.

Предприниматели должны иметь доступ к целому ряду источников средств для формирования своего оборотного и основного капитала; жилищная ипотека и потребительское финансирование будут доступны для домашних хозяйств. Решения банков о возобновлении кредита и рыночные сигналы, поступающие с организованных рынков торгуемых ценных бумаг, помогут обеспечить эффективное использование инвестируемых средств. Возможности фондового портфеля, предлагаемого ликвидными рынками ценных бумаг, помогут максимизировать пул рисков и перераспределение риска по разумной цене тем организациям, которые в состоянии с ним работать при участии страховых посредников.

Как показано в приведенной классификации, область анализа финансовой структуры и оценки ее развития довольно обширна. Вместе с тем эти структурные проблемы не могут быть просто разбиты на отдельные сегменты, соответствующие существующим институциональным механизмам. Структурные проблемы и процессы развития возникают по всему спектру финансовых рынков и посредников, включая банковское дело, страхование, рынки ценных бумаг и небанковское посредничество. Они часто требуют рассмотрения факторов, для которых хорошо адаптированная и стандартизированная количественная оценка не всегда доступна. Поэтому задача состоит в том, чтобы перевести эти широкомасштабные и несколько абстрактные концепции в конкретную и практическую методологию оценки.

Предлагаемый подход начинается с сопоставления фактических данных о финансовых услугах, предоставляемых (и доступных) в условиях национальной экономики с точки зрения диапазона, масштаба и охвата, стоимости и качества, с международной практикой. Такой бенчмаркинг призван оказать помощь в выявлении областей системного неудовлетворительного состояния, которые затем могут быть проанализированы для диагностики причин недостаточного выполнения по сравнению с реальными целями. В определенной степени сравнительный анализ может быть осуществлен в количественном выражении, но на практике количественные оценки должны быть дополнены глубоким качественным осмыслением. Вопрос, который возникает практически в каждом случае, заключается в том, что если количество или качество являются недостаточными, то чем это вызвано?

Выявляемые недостатки сравнительного анализа часто связаны с широким спектром структурных, институциональных и политических факторов:

– Во-первых, могут быть недостатки или изменения в финансовой инфраструктуре, как в относительно «мягких» инфраструктурах правовой, информационной и регулирующей систем, так и в более сложных инфраструктурах

транзакционных технологий, которые в целом включают системы платежей и расчетов и коммуникации;

– Во-вторых, могут быть недостатки или изменения в нормативной или налоговой политике (включая политику в области конкуренции), чьи специфика или непреднамеренные побочные эффекты искажают или подавляют функционирование финансовой системы в той степени, которая не оправдывается целями стабилизационной политики;

– В-третьих, на национальном уровне могут возникнуть различные проблемы управления, например, когда существующие институциональные структуры препятствуют выработке правильной политики;

– В-четвертых, недостатки финансового сектора также могут быть связаны с проблемами в сложившейся экономической инфраструктуре страны в целом, включая системы образования, транспорта и связи. Кроме того, многие развивающиеся страны сталкиваются с трудностью, которая заключается в том, что для эффективного финансирования требуются более значимые масштабы деятельности, которые могут быть недоступны для малых экономик, поскольку они отличаются преобладанием мелких клиентов, некрупных посредников и малых форм организованных рынков (см. Bosson, Honohan и Long 2002). Эффективная финансовая система, хотя и способствует более существенному экономическому росту и развитию, также в определенной степени зависит от наличия более развитых и благоприятных экономических условий – не в последнюю очередь от макроэкономической и фискальной среды.

Значимой отличительной чертой анализа финансовой структуры и оценки развития является ориентация на пользователей финансовых услуг, а также на эффективность и результативность системы в удовлетворении потребностей пользователей. Политические реформы, которые приносят выгоды пользователям и способствуют финансовому развитию, нередко являются предпочтительными в таком анализе и оценках. Предлагаемая структура оценки также руководствуется презумпцией, основанной на значительном объеме эмпирических данных, демонстрирующих что эффективная и действенная финансовая система лучше всего предоставляется рыночными поставщиками финансовых услуг, при этом основная роль государства заключается в том, чтобы выполнять функции регулятора и поставщика надежной финансовой инфраструктуры. Следовательно, создание финансируемого правительством поставщика финансовых услуг вряд ли будет лучшим решением для устранения недостатков. Вместо этого, роль и эффективность поставщиков финансовых услуг оцениваются независимо от того,

принадлежат ли они государству. Оценка состоит из двух этапов: сбор информации и аналитическая отчетность.

Анализ финансовой структуры и оценка развития во многом пересекаются с оценкой стабильности. Существующая нормативно-правовая база и надзорная практика могут нуждаться в реформировании при разработке и реализации стабилизационной политики. Определенные области, которые обычно не рассматриваются в оценках, ориентированных на стабильность, такие как микрофинансирование и деятельность банков развития, заслуживают особого внимания. Более того, каждый сектор, имеющий отношение к стабильности, может иметь важное измерение уровня его развития. Несмотря на частичное пересечение основных проблем, развития инфраструктуры каждого конкретного сектора рассматривается отдельно и является дополнением к расширенной стратегии. Для каждого сектора исследование развития предназначено для рассмотрения необходимости изменений в стабилизационной политике или законодательстве для повышения способности и стимулирования участников рынка предоставлять финансовые услуги.

Типы вопросов, рассматриваемых при анализе финансовой структуры и развития, часто отличаются от тех, которые занимают центральное место в оценке стабильности. Например, являются ли неоправданными регулирующие ограничения поведения банков (включая потолки процентных ставок, участие в собственности, филиальную сеть и банкоматы), действуют ли они как барьеры для конкуренции и распространения финансовых услуг на сегменты с недостаточным уровнем обеспеченности услугами? Препятствует ли регулирование инвестиций страховых компаний их вкладу в долгосрочное финансирование предприятий? Существует ли адекватная стимулирующая правовая база для появления кредитных реестров широкого доступа? Поддерживает ли судебная практика быстрое и недорогое взыскание задолженности? Поддерживает ли нормативная база платежных систем эффективную и недорогую сеть розничных платежей по всей стране?

Связь между стабильностью и развитием поднимает как практические, так и концептуальные вопросы для секторального характера: на практическом уровне необходимо координировать сбор информации, чтобы избежать дублирования. На концептуальном уровне необходимо обеспечить, чтобы рекомендации хорошо сочетались друг с другом. На практике при разработке рекомендаций стабильность и развитие чаще дополняют друг друга, чем создают напряженность или компромисс. Например, правовые процедуры по расширению прав кредиторов имеют тенденцию как снижать риск потерь по кредитам, подрывая устойчивость банковской системы, так и повышать готовность

посредников предоставлять кредиты. Тем не менее, может возникнуть некоторая очевидная напряженность, например, когда участие иностранных банков на внутренних рынках, хотя и улучшающих качество и стоимость услуг для остальной экономики, рассматривается как угроза прибыльности отечественных финансовых институтов (проблема стабильности). Очевидные конфликты должны рассматриваться и разрешаться с более широкой точки зрения обеспечения долгосрочного и стабильного финансового развития в интересах экономики в целом. Одна из проблем в этом контексте заключается в том, является ли система достаточно устойчивой (анализ стабильности), чтобы противостоять потенциальным потрясениям, связанным с либерализацией, которые в конечном итоге востребованы по причинам развития. В этом смысле анализ стабильности может дать некоторые ориентиры в отношении сроков и последовательности реформ, ориентированных на развитие.

В настоящее время наблюдается неуклонный и постоянный рост значимости управления рисками. Этому способствует увеличение числа источников риска, обусловленное ростом сложности социальных, производственных, технологических процессов, рост ресурсоемкости процессов разработки товаров, рост вероятности и характера реализации последствий рисков.

Управление рисками - сложный и тонкий процесс, так как последствия проявления риска могут носить характер кризиса не только для отдельного предприятия, но и для экономики в целом. Риски, определяемые на уровне функционирования государства, - макрориски - являются определяющими, значительно более масштабными по последствиям в сравнении с микрорисками.

Для России, экономика которой за десятилетие 90-х гг. пережила периоды кризисов и относительной стабилизации, задача управления макрорисками является особенно важной. За годы реформ изменилась не только система хозяйствования, произошли геополитические, структурные, внешнеэкономические, политические, социальные изменения. Экономика России все более становится открытой системой. Все вместе изменило условия функционирования экономических агентов, расширило круг и изменило характер рисков. На первый план стали выходить риски общенационального макроэкономического уровня. Последствия проявления этих рисков для экономики России стали носить всеобщий характер. Относительная финансовая стабилизация, которой удалось достичь России в 1996 году, сменилась глубоким финансовым кризисом, который обрушил рынок ценных бумаг, привел к банкротству сотен тысяч предприятий и банков, резкому снижению международных рейтингов.

Россия как часть мирового экономического пространства испытывает на себе последствия глобализации, в том числе отрицательные. Свидетельством тому, например, явилась неспособность остановить распространение финансового кризиса на мировых фондовых рынках на экономику России в 1998 году. Необходимо учитывать, что феномен глобализации заключается в том, что чем богаче и крепче внутренние связи общества, т.е. выше степень его экономической и социальной консолидации, и чем полнее реализуются его внутренние ресурсы, тем успешнее оно способно использовать преимущества интеграционных связей и адаптироваться к условиям мирового рынка.

Россия оказалась ослабленной в результате территориального раздела СССР, разрушения хозяйственных связей, просчетов в проведении реформ. Разработка на уровне государства стабилизационных мероприятий, основанных на комплексном подходе с учетом минимизации последствий проявления рисков, является сейчас наиболее актуальной задачей для России. Важно понимать, что для России нужны не только количественные ориентиры роста (например, рост ВВП), но и рекомендации программы качественных инфраструктурных и воспроизводственных преобразований.

Таким образом, исследование макроэкономических рисков и способов их регулирования является особенно актуальным.

Теория экономических рисков имеет довольно большую историю. В становление и развитие данной теории внесли большой вклад такие зарубежные исследователи как Д.Бернулли, А.Смит, А.Маршалл, А.Пигу, Дж.М.Кейнс, Ф.Найт, Дж.М.Нейман, О.Моргенштейн, М.Фридмен, Л.Дж.Сэвидж, К.Эрроу, П.Шумейкер, М.Дуглас, Т.Лоуви и другие. Теория рисков в наши дни обогатилась исследованиями российских ученых: В.А.Морыженкова, В.П.Буянова, Н.В.Хохлова, А.М.Дуброва, М.А.Рогова, И.Т.Балабанова. Вплоть до настоящего времени теория рисков всесторонне исследовала риск как экономическую, психологическую категорию, формировала различные подходы к классификации рисков, определяла методы исследования и управления рисками.

Однако исследования были направлены исключительно на риски микроуровня, то есть уровень функционирования отдельного предприятия или индивида. Начиная с 2000 г., в трудах отдельных экономистов стала выделяться такая категория исследования, как макроэкономические риски. Однако, на протяжении нескольких лет обращение к исследованию макроэкономических рисков носило прикладной характер, например, в ходе рассмотрения регулирования отношений собственности. Управление макроэкономическими рисками не рассматривалось как самостоятельная тема исследования. Несмотря на наличие большого числа классификаций экономических рисков, до сих пор не разработано четкой классификации макроэкономических рисков. В

литературе по экономическим рискам представлены методологические подходы к оценке рисков, однако отсутствуют рекомендации по использованию тех или иных методов на уровне государства.

2 Анализ нормативно-правовой базы Российской Федерации по теме исследования

Социально-экономическое и финансово-бюджетное прогнозирование в РФ осуществляется в соответствии с Федеральным законом от 28.06.2014 года №172-ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации», а также Бюджетным кодексом Российской Федерации.

Порядок разработки, корректировки и утверждения (одобрения) стратегического прогноза Российской Федерации определяется Президентом Российской Федерации.

Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на долгосрочный период.

Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на долгосрочный период разрабатывается каждые шесть лет на двенадцать и более лет федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по выработке государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере анализа и прогнозирования социально-экономического развития, с учетом прогноза научно-технологического развития Российской Федерации и стратегического прогноза Российской Федерации на основе данных, представляемых федеральными органами исполнительной власти, органами исполнительной власти субъектов Российской Федерации и другими участниками стратегического планирования. Корректировка прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на долгосрочный период осуществляется в соответствии с решением Правительства Российской Федерации с учетом прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочный период.

Бюджетный прогноз Российской Федерации, субъекта Российской Федерации на долгосрочный период разрабатывается каждые шесть лет на двенадцать и более лет на основе прогноза социально-экономического развития соответственно Российской Федерации, субъекта Российской Федерации на соответствующий период.

Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочный период разрабатывается ежегодно федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по выработке государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере анализа и прогнозирования социально-экономического развития, на основе анализа внешних и внутренних условий социально-экономического развития Российской Федерации с учетом основных направлений бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики, а также на основе данных, представляемых федеральными органами исполнительной власти, органами

исполнительной власти субъектов Российской Федерации и другими участниками стратегического планирования.

Центральный банк Российской Федерации осуществляет полномочия в сфере стратегического планирования в соответствии с Федеральным законом от 10 июля 2002 года N 86-ФЗ "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и иные полномочия в сфере стратегического планирования в соответствии с законодательством Российской Федерации. В компетенции ЦБР включены:

- рассмотрение вопросов развития и совершенствования финансового рынка Российской Федерации, совершенствования банковской системы Российской Федерации;
- рассмотрение проекта основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики и основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики;
- утверждение стратегии развития национальной платежной системы и доступности финансовых услуг.

Банк России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и проводит политику развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации.

Банк России осуществляет мониторинг состояния финансового рынка Российской Федерации, в том числе для выявления ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации.

С целью предупреждения возникновения ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации, Банк России разрабатывает меры, направленные на снижение угроз финансовой стабильности Российской Федерации.

В качестве меры, направленной на снижение угроз финансовой стабильности Российской Федерации, Банк России на основании решения Совета директоров вправе устанавливать надбавки к коэффициентам риска по отдельным видам активов из числа включаемых в расчет нормативов достаточности собственных средств (капитала) кредитной организации (банковской группы). Надбавки к коэффициентам риска по отдельному виду активов могут быть дифференцированными в зависимости от значений характеристики соответствующего вида актива, установленных Советом директоров. Виды активов, к которым могут быть установлены надбавки к коэффициентам риска, а также характеристики указанных видов активов устанавливаются нормативным актом Банка России.

Банк России один раз в три года представляет в Государственную Думу проект основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации.

Предварительно проект основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации представляется Банком России Президенту Российской Федерации и в Правительство Российской Федерации.

Государственная Дума рассматривает проект основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на парламентских слушаниях и направляет в Банк России соответствующие рекомендации.

Основные направления развития финансового рынка обсуждаются с участниками рынка, профильными министерствами и ведомствами, рассматриваются Государственной Думой. Это позволяет синхронизировать реализацию мер Правительства Российской Федерации и Банка России по общим задачам, например, развитию институтов длинных денег, конкуренции, внедрению новых технологий.

Утверждаются Основные направления развития финансового рынка Советом директоров банка России. Совет директоров Банка России — коллегиальный орган управления Банка России, в который входят Председатель Банка России и 14 членов Совета директоров, работающих на постоянной основе в Банке России. Члены Совета директоров назначаются Государственной Думой сроком на пять лет по представлению Председателя Банка России, согласованному с Президентом Российской Федерации.

В сфере денежно-кредитной политики и развития финансового рынка Российской Федерации Совет директоров во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает основные направления единой государственной денежно-кредитной политики и основные направления развития финансового рынка, принимает решения об изменении процентных ставок Банка России, о выпуске банкнот и монет Банка России нового образца, об изъятии из обращения банкнот и монет Банка России старого образца, а также осуществляет другие функции.

Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2016–2018 годов разработаны Банком России в соответствии с требованиями федерального законодательства. Их проект одобрен Правительством Российской Федерации 3 марта 2016 года и Советом директоров Банка России 26 мая 2016 года. Порядок и сроки разработки и представления Основных направлений на период 2016–2018 годов соответствует требованиям действующего законодательства Российской Федерации.

Федеральным законом № 86-ФЗ не определены понятия «финансовый рынок», «развитие и обеспечение стабильности функционирования финансового рынка», а также цели и инструментарий политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации и требования к Основным направлениям. Банк России самостоятельно определял цели и содержание своей работы

по выполнению возложенных на него функций в данной сфере, что представляется не вполне корректным.

В связи с этим следует отметить, что статьей 75 Конституции Российской Федерации установлена основная функция Банка России – защита и обеспечение устойчивости рубля. Статьей 341 Федерального закона № 86-ФЗ определено, что данная цель достигается посредством поддержания ценовой стабильности. Указом Президента Российской Федерации от 7 мая 2018 г. № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» (далее – Указ № 204) определен целевой ориентир по инфляции на уровне, не превышающем 4 %. Таким образом, в действующем законодательстве четко определены цели и задачи Банка России как органа, осуществляющего денежно-кредитную политику.

Поскольку выполнение основной функции является приоритетом в деятельности Банка России, это допускает достижение других его целей, в том числе по развитию и обеспечению стабильности финансового рынка, лишь в той мере и в таких условиях, когда они не вступают в противоречие с данной целью. Второстепенный для Банка России (по сравнению с основной его функцией) характер политики развития и обеспечения стабильности финансового рынка при отсутствии конкретизации на законодательном уровне ее целей и задач может затруднять достижение позитивных результатов в данной сфере.

Представлялось бы целесообразным определить в действующем законодательстве цели политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка, ее инструменты и методы, а также содержание Основных направлений, как это реализовано в статьях 341–45 Федерального закона № 86-ФЗ применительно к единой государственной денежно-кредитной политике.

В Основных направлениях на период 2016–2018 годов Банк России ссылается на ряд действовавших на момент их принятия документов стратегического планирования по вопросам развития финансового рынка[43]. При этом отмечается, что Основные направления на период 2016–2018 годов учитывают вектор развития, заданный указанными документами, с поправкой на изменения внешней и внутренней среды, произошедшие с момента утверждения указанных документов. Однако на тот момент по вопросам развития финансового рынка действовали и другие документы стратегического планирования, в том числе Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года (далее – Концепция до 2020 года)[44] и подпрограмма «Эффективное функционирование финансовых рынков, банковской, страховой деятельности, схем инвестирования и защиты пенсионных

накоплений» государственной программы Российской Федерации «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков» (далее – Госпрограмма)[45]. На уровне целеполагания Основные направления на период 2016–2018 годов в основном соответствуют положениям Концепции–2020 и Госпрограммы. Однако данные документы в Основных направлениях на период 2016–2018 годов не рассматривались, установленные ими задачи и целевые ориентиры не использовались.

В соответствии с пунктом 5 Порядка разработки, реализации и оценки эффективности государственных программ Российской Федерации Банк России не может являться участником Госпрограммы, реализуемой в сфере его компетенции, поскольку не является ни федеральным органом исполнительной власти, ни главным распорядителем средств федерального бюджета (бюджетов государственных внебюджетных фондов Российской Федерации). В связи с этим невозможно включение в Госпрограмму целевых индикаторов и показателей, достижение которых обусловлено деятельностью Банка России (то есть практически всех значимых показателей, характеризующих состояние и развитие финансового рынка). Это создает риски несогласованности действий федеральных органов исполнительной власти и Банка России по реализации политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансовых рынков, а также недостижения целей, установленных документами стратегического планирования в этой сфере.

В свою очередь, Основные направления по своему содержанию, по задачам, которые они ставят, могли бы рассматриваться как среднесрочный отраслевой документ стратегического планирования. Однако действующим законодательством Российской Федерации они не отнесены к документам стратегического планирования. В силу норм статей 18 и 453 Федерального закона № 86-ФЗ основные направления развития финансового рынка являются документом Банка России. В соответствии с Федеральным законом № 172-ФЗ отраслевые документы стратегического планирования утверждаются Президентом Российской Федерации или Правительством Российской Федерации в соответствии с их компетенцией.

В результате Основные направления не встроены в систему стратегического планирования. Это не обеспечивает учет их положений в деятельности федеральных органов исполнительной власти, а также соблюдение Банком России принципов и требований, установленных Федеральным законом № 172-ФЗ. В частности, статьей 7 Федерального закона № 172-ФЗ установлены принципы стратегического планирования. Включение Основных направлений в систему стратегического планирования позволило бы добиваться реализации Банком России данных принципов, которые в настоящее время

формально неприменимы к данному документу. Прежде всего, это касается принципов реалистичности, результативности и эффективности, измеряемости целей, соответствия показателей целям, а также ответственности участников стратегического планирования, что в настоящее время в Основных направлениях и работе Банка России по их реализации обеспечивается не в полной мере.

3 Анализ документов стратегического планирования по теме исследования

План мероприятий («дорожная карта») «Основные мероприятия по развитию финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов, утвержденный Первым заместителем Председателя Правительства Российской Федерации И.И.Шуваловым 28 июня 2016 г. № ИШ-П13-3745 (далее – План мероприятий на период 2016–2018 годов), состоит из 16 разделов, включающих 137 мероприятий.

В реализации Плана мероприятий на период 2016–2018 годов принимали участие 29 исполнителей, из них 8 являлись ответственными исполнителями и 21 – соисполнителями. По основной части мероприятий (92, или 67,2 % общего количества) ответственным исполнителем являлся Банк России.

По срокам реализации из 137 мероприятий выполнение планировалось в 2016 году – 24, в 2017 году – 51, в 2018 году – 49, на постоянной основе – 13.

Формы реализации пунктов Плана мероприятий на период 2016–2018 годов включали разработку проектов федеральных законов, принятие нормативных актов Банка России, представление докладов в Правительство Российской Федерации, разработку учебно-методических рекомендаций, проведение организационно-технических мероприятий. За исследуемый период в соответствии с Планом мероприятий на период 2016–2018 годов принят 31 федеральный закон, в том числе: в 2016 году – 5 федеральных законов, в 2017 году – 11 федеральных законов, в 2018 году – 10 федеральных законов, за истекший период 2019 года – 6 федеральных законов. Кроме того, в Государственную Думу внесено 9 проектов федеральных законов, из которых 7 приняты в первом чтении, 2 не рассмотрены. Банком России принято 147 нормативных актов по вопросам, предусмотренным Планом мероприятий на период 2016–2018 годов. В Правительство Российской Федерации направлено 9 докладов из 18, по 9 пунктам доклады не представлялись.

Из 16 разделов Плана мероприятий на период 2016–2018 годов 7 выполнены на 100 %, остальные 9 выполнены на 98-99 %, работа по ним продолжается.

Для анализа качества прогнозов были взяты ряды индексов транспортных тарифов, денежных показателей, международных резервов и валютных курсов. Оценки качества построены для массива прогнозов с апреля 2009 г. по апрель 2019 г. Поскольку для каждого месяца из рассматриваемого периода имеется по 6 прогнозных значений, всего мы имеем массив из 726 точек (по 6 прогнозов для каждого из 121 прогнозного месяца).

К числу очень хороших прогнозов ($MAPE \leq 5\%$) на рассматриваемом интервале времени относятся прогнозы показателей сводного индекса транспортных тарифов на грузовые перевозки, индекса тарифов на грузовые перевозки автомобильным

транспортом, индекса тарифов на трубопроводный транспорт, M2 и курса евро к доллару США. Прогнозы показателей денежной базы, международных резервов, а также курса доллара США к рублю можно отнести к числу хороших ($5\% < \text{MAPE} < 10\%$).

Индексы транспортных тарифов на грузовые перевозки

В соответствии с полученными оценками средняя абсолютная процентная ошибка прогнозирования сводного индекса тарифов на грузовые перевозки составляет 2,3%. По качественным характеристикам прогнозы ИЭП данного показателя превосходят наивные прогнозы и скользящее среднее, причем в обоих случаях эти различия значимы. Однако лучшими (в соответствии с тестом знаков значимо лучшими) для сводного индекса тарифов на грузовые перевозки следует признать наивные сезонные прогнозы: для них отклонения прогнозируемых значений от истинных составляют в среднем 2,1%.

В последние полгода рассматриваемого периода среднемесячная абсолютная процентная ошибка прогнозирования сводного индекса тарифов на грузовые перевозки составляет 0,9%. В ноябре 2018 г.—апреле 2019 г. ARIMA-прогнозы данного показателя превосходят по качеству все альтернативные методы: средняя абсолютная процентная ошибка наивных прогнозов за 6 месяцев составляет 2,6%, наивных сезонных прогнозов — 1,0%, скользящего среднего — 1,5%.

Прогнозы индекса тарифов на грузовые перевозки автомобильным транспортом характеризуется наименьшей в данной группе показателей средней абсолютной процентной ошибкой, составляющей 0,5%. По качественным характеристикам прогнозы ИЭП оказываются лучше всех простейших прогнозов, и на основании теста знаков во всех случаях эти отличия значимы. В ноябре 2018 г.—апреле 2019 г. средняя ошибка ARIMA-прогнозов индекса тарифов на грузовые перевозки автомобильным транспортом несколько ниже—составляет 0,8%. Однако, несмотря на уменьшение расхождений между истинными и прогнозируемыми значениями показателя, в эти 6 месяцев ARIMA-прогнозы уступают по качественным характеристикам всем альтернативным методам: средняя абсолютная процентная ошибка наивных прогнозов в ноябре 2018 г.—апреле 2019 г. составляет 0,4%, наивных сезонных прогнозов — 0,3%, скользящего среднего — 0,4%.

Самую большую среднюю абсолютную процентную ошибку прогнозирования в рассматриваемом периоде демонстрирует индекс тарифов на трубопроводный транспорт, для которого расхождения между прогнозируемыми и истинными значениями показателя составили 5,0%. По качественным характеристикам прогнозы ИЭП данного показателя превосходят наивные прогнозы и прогнозы, построенные на основе скользящего среднего, но уступают наивным сезонным прогнозам, для которых расхождения с истинными значениями индекса составляют в среднем 3,9%. Тест знаков свидетельствует о том, что

гипотеза об отсутствии значимых различий между прогнозами ИЭП и простейшими прогнозами отвергается только для наивных сезонных прогнозов. Так что значимо лучшими для индекса тарифов на трубопроводный транспорт следует признать наивные сезонные прогнозы. В последние 6 месяцев рассматриваемого периода средняя абсолютная ошибка ARIMA-прогнозов данного показателя снизилась, составив 3,9%. Но и в ноябре 2018 г.— апреле 2019 г. прогнозы ИЭП не являются лучшими, они уступают по качеству наивным сезонным прогнозам: средняя абсолютная процентная ошибка наивных прогнозов в последние 6 месяцев рассматриваемого периода составляет 6,6%, наивных сезонных прогнозов — 1,1%, скользящего среднего — 4,1%.

Денежные показатели

Средняя абсолютная процентная ошибка прогнозирования денежной базы составляет 5,1%. В рассматриваемом периоде прогнозы ИЭП данного показателя превосходят по качественным характеристикам все простейшие прогнозы, и применение теста знаков свидетельствует о значимости этих различий. В ноябре 2018 г.— апреле 2019 г. ARIMA-прогнозы денежной базы демонстрируют уменьшение расхождений между истинными и прогнозируемыми значениями показателя до уровня 3,2%. Но, несмотря на уменьшение ошибки прогнозирования показателя, в последние полгода прогнозы ИЭП уступают по качеству наивным прогнозам: средняя абсолютная процентная ошибка наивных прогнозов за 6 месяцев составляет 2,4%, наивных сезонных прогнозов—8,0%, скользящего среднего — 6,2%.

Средняя абсолютная процентная ошибка прогнозирования денежного агрегата M2 составляет 4,4%. Для данного показателя ARIMA-прогнозы обладают значимо лучшими качественными характеристиками в сравнении со всеми альтернативными методами. Оценки, полученные по месяцам, свидетельствуют о том, что в ноябре 2018 г.—апреле 2019 г. абсолютная процентная ошибка ARIMA-прогнозов денежного агрегата M2 составляет в среднем 1,7%. При этом и в последние 6 месяцев рассматриваемого периода прогнозы ИЭП оказываются предпочтительнее всех альтернативных методов: средняя абсолютная процентная ошибка наивных прогнозов за полгода составляет 4,0%, наивных сезонных прогнозов — 9,5%, прогнозов, построенных на основе скользящего среднего — 8,5%.

Международные резервы

Средняя абсолютная процентная ошибка прогнозирования международных резервов составляет 9,5%. Полученные оценки качества свидетельствуют о том, что ARIMA-прогнозы хуже наивных прогнозов и прогнозов, построенных на основе скользящего среднего. В соответствии с качественными характеристиками и результатами

теста знаков для международных резервов значимо лучшим методом следует признать наивный прогноз, средняя абсолютная процентная ошибка которого в рассматриваемом периоде составляет 5,5%.

В последние полгода рассматриваемого периода среднемесячная абсолютная процентная ошибка ARIMA-прогнозов международных резервов составляет 2,2%. В эти 6 месяцев прогнозы ИЭП превосходят по качественным характеристикам все простейшие прогнозы: средняя за полгода ошибка составляет 3,7% для наивных прогнозов, 6,4%—для наивных сезонных прогнозов и 6,7%—для прогнозов, построенных на основе скользящего среднего.

Валютные курсы

Средняя за весь период абсолютная процентная ошибка прогнозирования курса доллара к рублю составляет 7,3%, курса евро к доллару США—4,5%. По качественным характеристикам прогнозы ИЭП курса доллара к рублю превосходят все альтернативные методы. В соответствии с тестом знаков гипотеза об отсутствии значимых различий при сравнении ARIMA-прогнозов и простейших методов отвергается, так что преимущества прогнозов ИЭП можно считать значимыми. ARIMA-прогнозы курса евро к доллару США также превосходят по качеству все альтернативные методы, и в соответствии с тестом знаков эти различия значимы.

В последние 6 месяцев рассматриваемого периода ошибка прогнозов ИЭП курса доллара к рублю демонстрирует уменьшение, составив в среднем за полгода 4,8%. Однако для данного показателя в ноябре 2018 г.—апреле 2019 г. прогнозы ИЭП уступают по качественным характеристикам наивным прогнозам: средняя абсолютная процентная ошибка наивных прогнозов за 6 месяцев составляет 4,6%, наивных сезонных прогнозов — 12,4%, скользящего среднего — 9,1%.

Средняя ошибка прогнозов ИЭП курса евро к доллару США в последние 6 месяцев также демонстрирует сокращение, составив 2,0%. Следует отметить, что в ноябре 2018 г.—апреле 2019 г. ARIMA- прогнозы данного показателя оказываются предпочтительнее всех альтернативных методов: для наивных прогнозов средняя абсолютная процентная ошибка составляет 2,7%, для наивных сезонных прогнозов — 7,1%, для скользящего среднего — 4,9%.

В Основных направлениях на период 2016–2018 годов Банк России выделил 3 приоритетные цели развития российского финансового рынка:

- повышение уровня и качества жизни граждан Российской Федерации за счет использования инструментов финансового рынка;

- содействие экономическому росту за счет предоставления конкурентного доступа субъектам российской экономики к долговому и долевым финансированию, инструментам страхования рисков;

- создание условий для роста финансовой индустрии.

Из этих трех целей первые две направлены на увеличение вклада финансового сектора в решение социально-экономических общенациональных задач, и лишь третья связана с развитием самого финансового сектора. В связи с этим следует отметить, что регуляторы финансовых рынков развитых зарубежных стран ставят в своих документах задачи более прикладного характера, непосредственно относящиеся к их компетенции.

Мероприятия, направленные на достижение целей, определенных в Основных направлениях на период 2016–2018 годов, сгруппированы по 10 направлениям развития финансового рынка. Для оценки эффективности их реализации определены ключевые целевые показатели эффективности (далее – КПЭ). Всего установлено 13 КПЭ, из них по 2 направлениям развития – по 3 КПЭ; по 1 направлению развития – 2 КПЭ; по 5 направлениям развития – по 1 КПЭ; по 2 направлениям развития КПЭ не установлены.

Анализ соответствия целевых показателей направлениям развития, а также сведений о достижении их плановых значений показывает, что из 13 КПЭ целевые значения достигнуты лишь по 5 показателям, не достигнут установленный целевой уровень по 8 КПЭ. Тем не менее, по 4 КПЭ, хотя их целевые значения не были достигнуты, показатели имели положительную динамику по сравнению с 2016 годом. Остальные 4 КПЭ показали отрицательную динамику или не изменились по итогам рассматриваемого периода.

Необходимо отметить, что ряд установленных КПЭ не характеризует достижение приоритетных целей, определенных Основными направлениями на период 2016–2018 годов (повышение уровня и качества жизни граждан, содействие экономическому росту, создание условий для роста финансовой индустрии). Например, такой целевой показатель, как индикатор финансовых знаний, отражает знакомство граждан с базовыми понятиями «инфляция», «процентная ставка» и т. п., что само по себе важно, но не характеризует способность граждан принимать адекватные финансовые решения. Представляется, что повышение финансовой грамотности должно в большей степени ориентироваться на достижение полезных практических результатов. В частности, обращают на себя внимание такие проблемы, как:

- значительное несоответствие инфляционных ожиданий населения действительности (то есть неспособность правильно оценивать удорожание потребительской корзины в целом);

- быстрый рост необеспеченного потребительского кредитования (то есть непонимание опасностей, связанных с необдуманном ростом задолженности);
- непонимание многими гражданами рисков при использовании различных финансовых инструментов и неумение принимать адекватные инвестиционных решения, и др.

Сосредоточение на прикладных аспектах финансовой грамотности дало бы более полезные практические результаты для жизни граждан.

Также не отражает степень достижения поставленных целей, например, увеличение с 7 до 10 количества видов аттестатов участников финансового рынка. Оценка степени удовлетворенности населения ответами Банка России на жалобы важна для оценки работы подразделений Банка России по работе с обращениями граждан, но не позволяет оценить достижение приоритетных целей, и т. д. Основная часть показателей (7 из 13) определяется по данным опросов, которые подвержены влиянию субъективных и случайных факторов. Таким образом, проверить достоверность представленных Банком России значений невозможно.

Банк России не установил целевые значения показателей, характеризующих динамику развития финансового рынка, ссылаясь на мировую практику отказа от количественных ориентиров развития финансового рынка. В связи с этим необходимо отметить, что в мировой практике, тем не менее, создан инструментарий для количественной оценки состояния и развития финансовых институтов и финансовых рынков. Так, в Международном валютном фонде разработан Индекс финансового развития [47], который позволяет оценивать состояние финансовых институтов и финансовых рынков по группам показателей их глубины (масштаба), доступности и эффективности. Аналогичный подход по бенчмаркингу финансовых систем разработан Всемирным банком [48], при этом кроме трех названных характеристик используются также показатели стабильности. Применение подходов и показателей, используемых международными финансовыми институтами, обеспечило бы измеримость ключевых характеристик развития российского финансового рынка, позволило бы устанавливать конкретные ориентиры политики его развития и контролировать их достижение. С учетом изложенного представляется необходимым совершенствование системы показателей, характеризующих реализацию Основных направлений: обеспечение их большей увязки с достижением целей развития финансового рынка, более полного охвата поставленных задач, а также использование объективных измеримых показателей.

Завершен переход к пропорциональному регулированию кредитных организаций.

В зависимости от величины капитала и, как следствие, системной значимости и масштаба рисков, кредитные организации имеют возможность оформить банковские лицензии разных уровней либо получить статус небанковской кредитной организации. В то же время необходимо отметить, что пропорциональное регулирование не должно приводить к дискриминации банков с базовой лицензией, в том числе в кредитовании крупного бизнеса, устанавливать для них запретительный порядок инвестирования в отдельные финансовые инструменты. В противном случае искусственно созданная для них специализация, приведет к сокращению клиентской базы, низкой или даже отрицательной рентабельности и создает риски исчезновения таких организаций.

В октябре 2018 года был завершен процесс централизации банковского надзора. Функции надзора за всеми кредитными организациями перешли из территориальных учреждений в Департамент надзора за системно значимыми кредитными организациями и Службу текущего банковского надзора. Централизация способствует применению единых стандартов надзорной работы, оперативному реагированию на негативные явления. Для организации превентивного банковского надзора выстроена система идентификации системных рисков на основе постоянного анализа состояния банковского сектора и принимаемых рисков, направленная на выявление негативных тенденций, способных привести к ухудшению состояния банковского сектора.

2) Сектор коллективных инвестиций и доверительного управления. Банком России приняты нормативные акты, устанавливающие требования к организации управления рисками в негосударственных пенсионных фондах, в том числе к измерению рисков, организации процесса инвестирования, регулярному проведению стресс-тестирования.

3) Сектор микрофинансовых организаций. В целях совершенствования надзора за деятельностью субъектов рынка микрофинансирования Банком России сформированы досье, содержащие всю необходимую информацию о деятельности и финансовом состоянии всех действующих участников этого рынка.

1) Страховой сектор. Создана национальная перестраховочная компания.

В 2018 году создан механизм финансового оздоровления страховых организаций – через Фонд консолидации страхового сектора.

Разработана концепция и начато внедрение риск-ориентированного подхода к осуществлению регулирования и надзора в страховом секторе Solvency II.

С 2016 года Банк России формирует досье страховых организаций, которые содержат комплекс постоянно актуализируемой информации об их деятельности.

2) Рынок ценных бумаг. Осуществлен переход на использование в регуляторных целях национальных кредитных рейтингов. Проведена реформа регулирования

деятельности центрального контрагента. Введена система требований к финансовой устойчивости профессиональных участников рынка ценных бумаг. Разработаны требования по организации внутреннего контроля и внутреннего аудита инфраструктурных организаций финансового рынка.

Статья 452 Федерального закона No 86-ФЗ предусматривает, что Банк России осуществляет мониторинг состояния финансового рынка Российской Федерации, в том числе для выявления ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации. С целью предупреждения возникновения ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации, Банк России разрабатывает меры, направленные на снижение угроз финансовой стабильности Российской Федерации.

В Основные направления на период 2016–2018 годов включен раздел II.10 «Совершенствование инструментария по обеспечению стабильности финансового рынка», содержание которого соответствует данной норме и который полностью посвящен вопросам своевременного выявления и адекватного реагирования на имеющиеся риски. В разделе V Основных направлений на период 2016–2018 годов оговаривается, что реализация предлагаемых мероприятий будет осуществляться с учетом рисков и ограничений, в том числе связанных с геополитическими рисками и внешними шоками, высокой скоростью проводимых изменений, ограниченными ресурсами финансовой индустрии и другими факторами.

В ходе реализации Основных направлений на период 2016–2018 годов Банк России проводил работу по совершенствованию системы управления рисками на финансовых рынках по следующим 6 направлениям:

- мониторинг финансовой стабильности посредством разработки и использования индикаторов, характеризующих финансовую стабильность;
- регулирование, надзор и наблюдение за финансовыми организациями, в том числе инфраструктурными организациями финансового рынка, и платежными системами;
- макропруденциальное регулирование и надзор;
- мониторинг рисков с целью выявления потенциальных системных угроз, стресс-тестирование отдельных секторов финансового рынка и анализ эффекта заражения;
- обеспечение бесперебойности и эффективности функционирования инфраструктурных организаций финансового рынка и платежных систем;
- реализация антикризисных мер в случае финансовой нестабильности.

В рамках этой работы Банком России разработан комплекс индикаторов устойчивости финансовых рынков для раннего выявления возникающих угроз финансовой стабильности. Риски разделены на 2 группы: риски финансовых рынков и риски

банковского сектора, в каждой из них определено по 6 основных рисков, а для каждого риска от 2 до 8 индикаторов. Перечень рисков, мониторинг которых осуществляет Банк России, представлен ниже:

- Риски финансовых рисков;
- Риски банковского сектора;
- Риск рублевого денежного рынка;
- Риск массового изъятия вкладов;
- Риск валютного денежного риска;
- Риск массовой конверсии рублей в иностранную валюту;
- Риск валютного рынка;
- Риск дефицита обеспечения;
- Риск рынка государственных заимствований;
- Риск неустойчивости фондирования;
- Риск рынка корпоративных заимствований;
- Процентный риск;
- Риски на внешних рынках;
- Кредитный риск.

В Банке России выстроена система ежедневного мониторинга рисков и идентификации угроз финансовой стабильности, в том числе с помощью сигнальной Панели индикаторов финансовой стабильности. Результаты оценки рисков выносятся на заседания Комитета финансовой стабильности Банка России.

Для поддержания финансовой стабильности в исследуемом периоде Банк России принимал меры, направленные на купирование как текущих, так и потенциальных рисков. Так, в 2018 году в качестве меры реагирования на текущие риски Банком России была приостановлена покупка иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Это позволило ограничить волатильность курса рубля и связанные с ней риски для финансовой стабильности. Для минимизации потенциальных будущих рисков принимались макропруденциальные меры в сегментах необеспеченного потребительского кредитования, ипотечного кредитования с низким первоначальным взносом.

В 2017 году Банк России разработал концепцию макропруденциального стресс-тестирования финансового сектора, в рамках которой рассматриваются риски банков, НПФ, страховых компаний. Стресс-тестирование включает оценку рыночного риска, процентного риска, кредитного риска и риска ликвидности на нескольких временных горизонтах (от двух дней до двух лет). В 2018 году эта методика была дополнена оценкой

вероятности дефолта корпоративных заемщиков и рисков необеспеченного потребительского кредитования, а в число участников макропруденциального стресс-тестирования были включены профессиональные участники рынка ценных бумаг (брокеры).

В исследуемом периоде Банк России внедрил механизм мотивированного профессионального суждения, которое применяется в отношении кредитных организаций в таких областях как определение связанности сторон, оценка активов и обязательств, оценка качества управления рисками и внутреннего контроля. Распространение практики использования стресс-тестирования, а также развитие института мотивированного (профессионального) суждения направлены на обеспечение проактивного надзора и выявление проблем в деятельности финансовых организаций на ранних стадиях с целью защиты интересов инвесторов, клиентов, кредиторов и других заинтересованных лиц.

Вместе с тем Банк России отмечал, что, если следствием такого суждения могут стать меры надзорного реагирования, необходимо предусмотреть для финансовой организации возможность их обжалования. В связи с этим представляется актуальным вопрос о создании правовых и организационных механизмов, обеспечивающих независимость рассмотрения таких вопросов, поскольку обжалование решений Банка России в сам Банк России создает риски незащищенности финансовых организаций от действий регулятора.

В Основных направлениях на период 2019–2021 годов Банк России рассматривает ситуацию на российском финансовом рынке в контексте международной конкурентоспособности, в том числе с учетом оценок международных организаций и показателей международных рейтингов и индексов.

В 2018 году по сравнению с 2015 годом наблюдалось относительное сокращение банковского кредитования нефинансовых организаций – с 40 до 32 % ВВП. В то же время относительно увеличилась капитализация рынка акций (с 35 до 39 % ВВП), а также объемы рынков государственных ценных бумаг (с 6 до 7 % ВВП), корпоративных долговых ценных бумаг (с 10 до 11 % ВВП) и банковских кредитов физическим лицам (с 13 до 14 % ВВП).

По данным Всемирного банка, внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором, составил в России в 2015 году 57,8 % ВВП и относительно сократился в 2018 году до 53,9 % ВВП. В то же время в мире данный показатель увеличился со 132,8 % ВВП в 2015 году до 142,5 % ВВП в 2018 году (в 2,64 раза больше, чем в России), в том числе в странах с высоким уровнем доходов – со 140,4 до 141,7 %, в странах со средним и низким уровнем доходов – со 119,6 до 143,9 %.

Основными направлениями деятельности Правительства Российской Федерации на период до 2024 года предусмотрены непрерывный мониторинг состояния финансовых рынков и банковского сектора и оценка эффективности мер государственного регулирования на основе показателей, установленных Основными направлениями на период 2019–2021 годов. В рекомендациях Государственной Думы на проект Основных направлений на период 2019–2021 годов Банку России также предлагается на ежегодной основе представлять Государственной Думе информацию о реализации Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации в рамках рассмотрения годового отчета Банка России. Представляется, что эти меры повысят прозрачность реализации политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации и ответственность за выполнение Основных направлений.

Тем не менее, для Основных направлений на период 2019–2021 годов полностью сохраняют актуальность отраженные в разделе 7.1.1 принципиальные проблемы, связанные с недостаточной встроенностью принимаемых документов в систему стратегического планирования. Для решения данной проблемы требуется совершенствование действующего законодательства Российской Федерации и системы стратегического планирования в сфере развития и обеспечения стабильности финансового рынка.

4 Классификация основных макроэкономических рисков в среднесрочной перспективе

В первом полугодии 2020 года пандемия коронавируса нанесла серьезный урон экономикам практически всех стран. В марте-апреле, когда наблюдался пик пандемии, строгие карантинные меры привели к приостановке деятельности компаний и сжатию спроса, что отразилось на показателях выпуска, занятости и объемах торговли.

В I квартале среди экономик G20 наибольший спад ВВП в квартальном исчислении относительно сопоставимого квартала предыдущего года продемонстрировали страны, которые ранее других ввели режимы самоизоляции, прежде всего Китай, – 6,8% г/г, а также Франция – 5,7% г/г и Италия – 5,5% г/г. Также в I квартале значительный спад наблюдался в Японии –2,2% г/г, Германии – 2,2% г/г и Великобритании – 1,7% г/г. В России несмотря на падение цен на сырьевые товары и слабый внешний спрос в I квартале был зарегистрирован положительный темп прироста ВВП на уровне 1,6% г/г, в частности, благодаря росту потребительского спроса.

Статистика за II квартал, на который пришелся пик пандемии, демонстрирует значительно более глубокий и синхронный спад экономик по всему миру. ВВП США снизился на 9,5% г/г, что стало рекордным квартальным падением с начала сбора такой статистики в 1947 году. Падение ВВП стран ЕС во II квартале достигло –14,4% г/г, а стран еврозоны – 15% г/г, что является крупнейшим снижением с 1995 года. Самый глубокий спад среди стран ЕС был зарегистрирован в Испании (–22,1% г/г), обусловленный значительной зависимостью экономики от наиболее пострадавшей отрасли – сектора туризма, составляющего около 14% ВВП. Экономика Германии сократилась на 11,7% г/г, вследствие чего уровень выпуска в стране снизился до уровня 2011 года. ВВП Франции сократился на 19,0% г/г, Италии – на 17,3% г/г. По предварительным оценкам, падение ВВП Великобритании во II квартале оказалось более значительным, чем в странах ЕС, составив – 21,7% г/г, в силу более продолжительного действия карантинных мер.

Из развивающихся стран значительный удар был нанесен экономике Мексики, где снижение ВВП во II квартале составило –18,9% г/г – рекордное падение с начала сбора квартальной статистики по ВВП в 1993 году. В России ВВП во II квартале снизился на – 8,5% г/г, в Индонезии – на – 5,3% г/г (рекордное падение с первого квартала 1999 года). Публикация официальной статистики по другим крупнейшим развивающимся странам за II квартал ожидается в конце августа-начале сентября. По оценкам Fitch, во II квартале спад ВВП Индии достиг 11,9%, Бразилии – 10,9%, Южной Африки – 10,5%, Турции – 6,8%.

При этом для ряда стран национальные статистические агентства наряду с представленным выше темпом роста выпуска в квартальном исчислении публикуют аннуализированные темпы роста квартального ВВП, демонстрирующие более глубокое падение – так, аннуализированный спад ВВП США во втором квартале составил 32,9%, стран еврозоны – 40,3%, Мексики – 53,1%. Следует отметить, что аномальная глубина падения, иллюстрируемая данным показателем, обусловлена тем, что при его расчете квартальные темпы роста экстраполируются на весь год с поправкой на сезонность (то есть в данном случае с учетом того, что наблюдаемый во втором квартале темп падения сохранится на протяжении всего года). Наблюдаемое во многих странах восстановление экономической активности в начале третьего квартала дает основание ожидать существенно менее глубокого падения по итогам всего года.

Исключением из общей негативной динамики стала экономика Китая, которой удалось избежать рецессии. ВВП страны во II квартале возрос на 3,2% г/г, в результате действия стимулирующих меры и снятия карантинных ограничений.

Пандемия нанесла значительный ущерб рынку труда. По данным Международной организации труда, во II квартале 2020 года количество рабочих часов во всем мире снизилось на 14% относительно IV квартала 2019 года, что эквивалентно потере 400 млн рабочих мест с полной занятостью. Фактические показатели оказались хуже майских прогнозов ILO, предполагавших потерю 305 млн рабочих мест. Среди развитых стран наибольший рост уровня безработицы был зарегистрирован в США, где данный показатель в апреле достиг рекордно высокого со времен великой депрессии значения в 14,7%, и в Канаде, где безработица в мае достигла рекордного за последние 40 лет уровня 13,7%. Хотя в США с апреля действовала программа предоставления зарплатных кредитов малым и средним предприятиям с возможностью их обращения в грант (Paycheck Protection Program, PPP), она не позволила полностью предотвратить рост безработицы. В начале реализации программы отсутствие налаженного механизма обработки заявок для данного вида кредитов у банков препятствовало оперативному получению поддержки малыми предприятиями. Кроме того, одновременный запуск правительством альтернативной меры поддержки безработных в виде дополнительных еженедельных выплат к пособию по безработице в размере 600 долл. США привел к преднамеренным увольнениям сотрудников с низкооплачиваемых должностей. Тем не менее по мере смягчения карантинных мер наблюдается постепенное восстановление занятости в данных странах. В Канаде в июле безработица снизилась до 10,9% (на 5,3 п.п. выше докризисного февральского показателя). В США уровень безработицы снизился в июле до 10,2% . При этом в июле темп роста занятости в США замедлился относительно

июня (снижение составило 0,9 п.п. против 2,2 п.п. в июне) из-за повторного введения карантинных ограничений в ряде штатов в условиях новых вспышек вируса.

В странах Европы, напротив, удалось сдержать резкий рост безработицы (в период с февраля по июнь безработица в ЕС возросла с 6,5% до 7,1%) благодаря более эффективному, чем в США, механизму поддержания занятости, предусматривающему предоставление компенсаций сотрудникам по потерянному доходу вследствие сокращения рабочих часов напрямую от государства, без участия финансовых посредников. В данных программах в Великобритании, Германии, Франции, Италии и Испании задействовано 45 млн человек, что эквивалентно 28% занятого населения данных стран. Тем не менее существуют риски дальнейшего роста уровня безработицы в данной группе стран по мере окончания сроков действия программ государственной поддержки. Так, несмотря на сохранение показателя безработицы в Великобритании в апреле-мае на докризисном уровне в 3,9% Банк Англии прогнозирует его рост до 7,5% к концу года в связи с завершением программы поддержки занятости в октябре.

Среди развивающихся стран наиболее стремительный рост безработицы наблюдался в Индии, уровень которой достиг 23,5% в апреле, снизившись до 7,4% в июле. В России в период с февраля по июнь рост уровня безработицы составил 1,6 п.п. (с 4,6% до 6,2%), в Бразилии – 1,7 п.п. (с 11,2% до 12,9%).

Пандемия привела к разрыву экономических связей и резкому сокращению торговых потоков. Согласно предварительным оценкам ВТО, спад мировой торговли во II квартале 2020 года достиг 18,5% после снижения на 3% в I квартале. В то же время с июня наблюдается постепенное восстановление внешнего спроса, о чем сигнализирует динамика экспорта Китая. В июне и июле экспорт страны увеличился на 0,5% г/г и 7,2% г/г соответственно вопреки прогнозам, предполагавшим падение на 4,3% г/г и 0,5% г/г.

Статистические данные за июнь-июль свидетельствуют о продолжающемся восстановлении экономической активности по мере смягчения карантинных мер. Глобальный композитный индекс деловой активности PMI в июле достиг 50,8 пунктов, впервые за шесть месяцев преодолев границу в 50 пунктов, разделяющую падение экономической активности от ее роста. Лидерами по темпам восстановления в группе развитых экономик стали страны Европы. Так, во Франции в июле композитный индекс PMI достиг рекордного значения за последние 29 месяцев (57,3 пункта), в Германии – рекордного значения за последние 23 месяца (55,3 пункта), в Великобритании – максимума за последние пять лет (57 пунктов).

Среди развивающихся стран лидером по темпам восстановления деловой активности в июле стала Россия: композитный индекс PMI достиг в июле максимума за

последние три года (56,8 пунктов), чему способствовал самый высокий с июля 2008 года рост индекса в сфере услуг (с 47,8 пунктов в июне до 58,5 пунктов в июле). При этом в Индии, Бразилии и Мексике индексы PMI в сфере услуг по состоянию на июль еще находятся в зоне снижения активности (34,2 пункта, 42,5 пункта и 40,4 пункта соответственно), что объясняется, в частности, сохранением более строгих ограничительных мер в данных странах из-за новых вспышек вируса. Также важно отметить, что хотя в Китае на протяжении трех последних месяцев PMI в производственном секторе демонстрировал последовательный рост до 52,8 пунктов в июле, восстановление сектора услуг замедлилось – в июле индекс PMI в сфере услуг составил 54,1 против 58,4 пункта в июне, что вызвано сжатием внешнего спроса из-за введения повторных ограничений в некоторых странах и сокращением темпов найма новых сотрудников, связанным со стремлением предприятий данной сферы оптимизировать расходы.

На восстановление активности в развитых странах также указывает увеличение потребительского спроса. В июне в странах еврозоны объем розничных продаж возрос на 1,3% по сравнению с аналогичным месяцем годом ранее, в результате чего уровень розничных продаж практически вернулся на докризисные уровни, составив 99,7% от февральских объемов. В США в июне также розничные продажи возросли на 1,1% г/г после последовательного снижения с марта по май. Основным фактором роста потребительского спроса послужили государственные стимулы в виде дополнительных еженедельных выплат к пособию по безработице.

Несмотря на достаточно активное восстановление мировой экономики, ее дальнейшие перспективы остаются неопределенными как в связи с завершением многих стимулирующих программ во втором полугодии, так и из-за сохраняющихся эпидемиологических рисков. Во втором квартале большинство международных организаций пересмотрели свои прогнозы развития мировой экономики на 2020-21 гг. в сторону ухудшения. Согласно оценкам ОЭСР, мировой ВВП сократится за 2020 год на 6%, по прогнозам Всемирного банка – на 5,2%, МВФ – на 4,9%, Fitch – на 4,6%, и, таким образом, мировая экономика окажется в глубочайшей рецессии за последние восемьдесят лет.

Базовый сценарий развития событий основывается на ряде схожих ключевых предпосылок. Предполагается, что основной удар по экономической активности был нанесен во втором квартале текущего года. Ожидается, что в странах, где количество инфицированных постепенно снижается, больше не будут вводиться строгие карантинные меры, применявшиеся в первом полугодии, поскольку будут применяться альтернативные

меры сдерживания распространения вируса в виде отслеживания контактов больных и масштабного тестирования населения. При этом предполагается, что часть ограничений на социальное взаимодействие (например, проведение мероприятий с участием большого числа людей) в этих странах продолжит действовать еще на протяжении года. Между тем предполагается, что в этих странах больше не будут вводиться строгие меры по самоизоляции, применявшиеся в первом полугодии. Важное предположение состоит также в том, что страны, которые до сих пор испытывают трудности со сдерживанием инфекции, столкнутся с дополнительным ослаблением экономической активности во втором полугодии из-за необходимости продления карантинных мер. В прогнозах также учитывается, что крупномасштабная фискальная поддержка, осуществляемая в большинстве стран, будет сохранена в течение остальной части года.

Спад в группе развитых стран за текущий год оценивается Всемирным банком на уровне 7%, МВФ – на уровне 8%, при этом он будет неравномерным. Так, ВВП Японии сократится, по прогнозам МВФ, на 5,8%, тогда как Италии и Испании – на 12,8%. При этом Fitch дает более оптимистичную оценку падения ВВП группы развитых стран на уровне 6,3%, обусловленную менее глубоким прогнозируемым спадом в странах еврозоны – на 8%, против 9,1%, 10,2% и 8,7% по оценкам Всемирного банка, МВФ и Еврокомиссии соответственно. Предпосылками для более оптимистичного прогноза Fitch послужили, в частности, данные за июнь о более стремительном, чем ожидалось, восстановлении экономической активности в Европе и дополнительный пакет фискального стимулирования, принятый в Германии в июне. Согласно оценкам МВФ, рост ВВП развитых стран в следующем году достигнет 4,8%, в соответствии с прогнозами Всемирного банка – 3,9%, Fitch – 4,0%.

Падение ВВП группы развивающихся стран прогнозируется Всемирным банком на уровне 2,5%, МВФ – на 3% и Fitch – на 4,6%. Большинство стран группы столкнется с отрицательными темпами роста в текущем году. Как и в группе развитых стран, сильны межстрановые различия, что связано с несколькими ключевыми факторами: разным характером протекания пандемии и эффективности сдерживающих мер; различиями в структуре экономики (к примеру, зависимости от пострадавших из-за пандемии секторов, таких как туризм и добыча нефти); зависимости от внешнего финансирования, включая денежные переводы; а также от трендов роста экономики в докризисный период. В Китае, где наблюдается восстановление после резкого спада в первом квартале, рост в 2020 году прогнозируется МВФ и Всемирным банком на уровне 1%, что в немалой степени обусловлено активной государственной поддержкой экономики. Сокращение индийской экономики в текущем году ожидается на уровне 4,5% (по оценкам Всемирного банка – на

уровне 3,2%), что связано с длительным периодом ограничительных мер, а также медленным восстановлением. В Латинской Америке, где многие страны все ещё испытывают трудности со сдерживанием пандемии, две крупнейшие экономики – Бразилия и Мексика – потеряют, по оценкам МВФ, 9,1% и 10,5% ВВП в 2020 году соответственно. Страны-экспортеры нефти столкнутся с двойным ударом – из-за последствий пандемии и резко снизившихся цен на нефть – в результате чего экономики России, Саудовской Аравии и Нигерии в текущем году сократятся, согласно прогнозам МВФ, на 6,6%, 6,8% и 5,4% соответственно (по оценкам Всемирного банка – на 6,0%, 3,8% и 3,2% соответственно).

В 2021 году рост в развивающихся странах достигнет 5,9% по прогнозам МВФ, 4,6% по оценкам Всемирного банка и 3,4% согласно Fitch, что во многом отражает быстрое восстановление экономики Китая. Рост группы без учета китайской экономики в 2021 году, согласно оценкам МВФ, составит 4,7% и, таким образом, ожидаемый уровень ВВП развивающихся стран останется несколько ниже докризисного уровня 2019 года.

Фундаментальная неопределенность в отношении развития пандемии остается основным фактором, определяющим дальнейшее развитие мировой экономики и препятствующим оценке баланса рисков. Спад ВВП может оказаться менее глубоким в случае, если нормализация экономической ситуации будет происходить быстрее, чем ожидается – например, если в Китае восстановление инвестиций будет происходить более быстрыми темпами. Улучшению ситуации будет также способствовать более быстрая разработка вакцины или появление новых эффективных методов лечения, которые позволят избежать строгих карантинных мер во втором полугодии. Между тем, остаются и существенные риски ухудшения ситуации. В первую очередь опасность состоит в повторных вспышках в тех странах, которые прошли пик пандемии, что потребует дополнительных мер сдерживания. Более продолжительное, чем ожидалось, снижение экономической активности может привести к серьезным проблемам, таким как повсеместные банкротства предприятий и рост безработицы. Возможное ужесточение финансовых условий может привести к долговому кризису, так как уровень долговой нагрузки как частного, так и государственного сектора существенно вырос.

Ключевым фактором, определяющим скорость дальнейшего восстановления экономик, также являются перспективы продления мер государственной поддержки. После прохождения странами апрельского пика пандемии и объявления первого раунда стимулов власти развитых стран анонсировали новые антикризисные программы. Так, Япония в конце мая развернула дополнительную программу поддержки экономики стоимостью 1,1 трлн долл. США (22% ВВП), Германия в июне объявила о новом пакете

мер стоимостью 130 млрд евро (4 % ВВП), ЕС и Великобритания приняли новые антикризисные меры в июле в размере 750 млрд евро (6% ВВП) и 30 млрд фунтов (1,4% ВВП) соответственно. В отличие от ранее принятых антикризисных пакетов, новые инициативы направлены не только на преодоление краткосрочных последствий пандемии за счет предоставления прямых субсидий населению, отсрочки или снижения налоговых платежей, реструктуризации займов или предоставления льготных кредитов предприятиям, но и ориентированы на стимулирование восстановительного роста за счет государственных инвестиций в инфраструктурные проекты и «зеленые» технологии (ЕС, Великобритания), строительство жилых домов (Австралия, Канада), программы переквалификации работников для их подготовки к структурным изменениям на рынке труда (Великобритания, Корея).

По оценкам МВФ, на конец июня стоимость фискальных стимулов, принятых в странах G20, достигает 12,1% ВВП данных стран. Лидерами среди развитых стран по объемам антикризисных пакетов являются Германия (40,9% ВВП), Италия (37,5% ВВП), Япония (35,3%). В группе развивающихся стран фискальное стимулирование значительное, но менее масштабное, и составляет, по оценкам МВФ, 5% ВВП данной группы стран. Наиболее крупные антикризисные пакеты были приняты в Бразилии (11,9% ВВП), Южной Африке (9,5% ВВП), Турции (9,4% ВВП), Индии (6,1% ВВП), менее крупные – в Саудовской Аравии (3,3% ВВП), России (2,9% ВВП) и Мексике (1,1% ВВП).

В результате роста бюджетных расходов в условиях сокращения производства и низких доходов от экспорта сырьевых товаров в июне государственный долг развивающихся стран составил 51% ВВП с прогнозируемым ростом до 63% ВВП в 2020 году, что на 10 п.п. выше уровня, зафиксированного годом ранее. Также ожидается, что в текущем году бюджетный дефицит данной группы стран возрастет в два раза по сравнению с 2019 годом и составит 10,5% ВВП. Для группы развитых стран бюджетный дефицит прогнозируется на уровне 16,5% ВВП (на 13 п.п. выше, чем в 2019 году) и государственный долг на уровне 130% ВВП (на 25 п.п. выше, чем в 2019 году). В связи с тем, что принятые меры фискального стимулирования уже значительно отразились на долговой нагрузке и бюджетном балансе стран, власти осторожно принимают решения о продлении мер, исходя из текущей эпидемиологической ситуации и скорости восстановления деловой активности.

Таким образом, исходя из текущих прогнозов развития мировой экономики, предполагающих в базовом сценарии отсутствие необходимости повторного введения карантина в силу эффективности иных мер сдерживания заболеваемости COVID-19 (систем отслеживания социального взаимодействия и соблюдения самоизоляции

заболевшими), можно предположить, что падение мирового ВВП в 2020 году составит около 5% с восстановлением на 5% в 2021 году. При альтернативном негативном сценарии, предусматривающем наступление повторной вспышки коронавируса во второй половине 2020 года и повторное введение строгих карантинных мер на три месяца снижение мирового ВВП за текущий год может достичь 8% с ростом на 3% в 2021 году.

В большинстве регионов России снизилось промышленное производство, особенно связанное с экспортной промышленностью и автопромом. Спад инвестиций сопровождался их концентрацией в крупнейших агломерациях и территориях добычи нефти и газа. Ввод жилья снижался в большинстве регионов. Рост неполной занятости дополнился быстрым увеличением зарегистрированной безработицы. Снижение собственных доходов консолидированных бюджетов регионов было компенсировано федеральной помощью, но не всем регионам в полной мере. Из-за быстрого роста расходов бюджетов регионов на здравоохранение, социальную политику и экономику большинство субъектов РФ закончат 2020 г. с дефицитом бюджета.

Коронавирусный кризис привел к спаду экономики в большинстве регионов России и нарастанию бюджетных проблем. На динамику промышленного производства негативно повлияло сжатие внешнего и внутреннего спроса. При общероссийском спаде за январь-август 2020 г. на 5% гораздо существенней (на 9–12%) сократился объем производства в регионах добычи экспортного сырья (Якутия, Красноярский край, Ненецкий АО), автопрома и судостроения (Калининградская, Нижегородская, Ульяновская области, Приморский край), ювелирной промышленности и энергетики (Костромская область – на 16%). Спад на 7% в Ханты-Мансийском АО в основном связан с ограничениями добычи нефти по соглашению ОПЕК+. Рост продолжался в 34 регионах, наиболее значительный (19–26%) – в Республике Карелия, Тюменской области (без АО), Тульской области благодаря вводу новых производств или увеличению гособоронзаказа.

Инвестиции в России сократились за 1-ое полугодие на 4%, но региональная динамика разная. Максимальный спад – на Дальнем Востоке (-9%), рост продолжался в Тюменской области с нефтегазодобывающими округами (13%) и в городах федерального значения (Москва – 8%, С.-Петербург – 5%). Концентрация инвестиций в регионах с самыми большими конкурентными преимуществами в ковидный кризис стала более явной.

Ввод жилья сокращался с начала 2020 г. из-за высокой базы 2019 г., когда население активно покупало жилье, опасаясь его подорожания после введения эскроу-счетов. Во II квартале 2020 г. на показатели повлиял и карантин на стройках. В результате за январь-август ввод жилья сократился на 5,5%. Испытывали проблемы две крупнейшие

агломерации – Московская (-28%) и Ленинградская (-13%) области, а также Москва (-16%). Принятые летом решения об уменьшении ставки ипотеки для новостроек увеличили спрос на жилье, но снижение ввода жилья, особенно в Московской агломерации, привело к росту цен. Удорожание менее заметно в 36 регионах с ростом вводимого жилья; из регионов со значительным объемом жилищного строительства лучшую динамику имели Калининградская, Калужская, Самарская области, Татарстан и Башкортостан.

Восстановительный рост розничной торговли после снятия карантинных ограничений уже в июле-августе тормозился снизившимся платежеспособным спросом населения, динамика не изменилась и в сентябре (-3%). По данным Росстата, только в 25 регионах спрос в августе 2020 г. вернулся на уровень августа 2019 г. или немного его превысил, в том числе в Москве и в С.-Петербурге. Спад объема платных услуг оказался значительно более сильным, чем торговли, в августе он составил 19%, в сентябре – 12%. За январь-август платные услуги сократились на 20%, в том числе в Москве – на 30%. Точность региональных измерений относительна, но очевидно, что самый сильный кризисный удар получили крупнейшие города, в которых платные услуги в наибольшей степени развиты.

Влияние кризиса на региональные рынки труда было и привычным, и необычным. Во II квартале 2020 г. по сравнению с I-м на две трети выросла неполная занятость – до 6,3% от списочной численности работников крупных и средних предприятий и организаций. Это обычный для России способ снижения издержек путем сокращения заработной платы. Однако в режим неполной занятости были переведены не только работники промышленных предприятий, но и занятые в секторе рыночных услуг. Самый значительный рост и максимальный уровень неполной занятости – в республиках Крым и Якутия, С.-Петербурге и Москве, Пермском крае, Самарской, Калужской, Нижегородской и Московской областях (9–13%).

Необычным был стремительный рост зарегистрированной безработицы – в 5,5 раза с начала марта по конец августа 2020 г. (с 1 до 4,8%). В субъектах РФ с минимальным докризисным уровнем зарегистрированной безработицы (Москва, Московская обл., С.-Петербург, Татарстан) рост был еще сильнее – в 6–7 раз. Это следствие решений федеральных властей о повышении пособий по безработице до прожиточного минимума и упрощении процедуры регистрации в службах занятости в рамках антикризисной политики. По оценкам, значительную часть зарегистрировавшихся в службах занятости составляют те, кто до кризиса был занят в неформальной экономике. Они получают меньшее пособие (4,5 тыс. руб.), но с добавкой выплат на каждого ребенка в семье безработного (3 тыс. руб.). В июне-августе 2020 г. повышенный уровень

зарегистрированной безработицы, помимо республик Северного Кавказа, Тывы и части регионов востока страны, имели Карелия, Калининградская, Вологодская, Астраханская и Оренбургская области (6–7%). В двух крупнейших агломерациях страны уровень зарегистрированной безработицы вырос с 0,4–0,6% до 3–3,5%, за пособиями обратились граждане, потерявшие работу в секторе рыночных услуг.

Доходы населения во II квартале 2020 г. сократились на 8%, за 1-ое полугодие – на 3%. Региональные данные за II квартал, на который пришелся удар коронакризиса, сложно анализировать из-за их невысокой достоверности. Вряд ли можно объяснить, почему продолжали расти реальные доходы населения республик Калмыкия и Хакасия, Ямало-Ненецкого и Чукотского АО. Не менее сложно объяснить, почему сильнее всего (на 15–17%) сократились доходы населения Краснодарского края, Брянской области и Республики Северная Осетия. Вероятно, это следствие недостаточных объемов выборки в ходе доходных обследований Росстата, а также объективных трудностей измерения теневых доходов.

Бюджеты регионов также пострадали от кризиса, в апреле-июне 2020 г. их собственные (налоговые и неналоговые) доходы сократились на 567 млрд руб. по сравнению с тем же периодом 2019 г., или на 20%. За январь-август налоговые и неналоговые доходы консолидированных бюджетов регионов уменьшились только на 7%, ведь в I квартале спада не было, а летом, после снятия карантина, доходы бюджетов росли, хотя и не быстро. Хуже всего была динамика налога на прибыль (-18%), поскольку основными его плательщиками являются крупные экспортные компании, а они столкнулись со спадом спроса и цен на продукцию. Налог на малый бизнес (на совокупный доход) снизился на 10%, на имущество – на 5%. Только НДФЛ вырос на 3% благодаря хорошей динамике I квартала.

Динамика собственных доходов консолидированных бюджетов регионов в январе-августе 2020 г. различалась от роста на 44% на Чукотке до спада на 18–30% в Тюменской, Кемеровской, Астраханской областях, Ненецком и Ямало-Ненецком АО, Пермском и Краснодарском краях, республиках Коми, Хакасия, Татарстан (рис. 1). Основная причина – сильный спад поступлений налога на прибыль в ресурсодобывающих регионах из-за падения доходов экспортных компаний, а в Краснодарском крае – и НДФЛ.

Федеральные власти оказали существенную поддержку регионам, за январь-август объем трансфертов (безвозмездной помощи) вырос на 785 млрд руб., или на 58% к тому же периоду 2019 г. Это самые большие темпы роста помощи регионам за все 2000-е годы. Выделяемые по формуле дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности увеличились незначительно (на 6%), однако другие дотации, которые можно выдавать без

формальных правил, выросли в 3,5 раза и почти сравнялись по объему с дотациями на выравнивание. Вдвое вырос объем субсидий, они выделяются на конкретные цели, в основном по национальным проектам. Это целевые средства, которые регион обязан софинансировать, иначе субсидии придется возвращать. В 1,5 раза выросли прочие межбюджетные трансферты. Быстрый рост помощи регионам сопровождался значительным снижением прозрачности выделения средств.

Основной принцип выделения помощи – самым богатым регионам помогли по минимуму, они должны справляться сами. Так, в Москве выпадающие доходы бюджета за январь-август 2020 г. составили 95 млрд руб. по сравнению с тем же периодом 2019 г., а дополнительные трансферты – только 12 млрд руб. В Тюменской области соотношение выпадающих доходов бюджета и дополнительных трансфертов – 48 и 5 млрд руб., в ЯНАО – 42 и 5 млрд руб., в С.-Петербурге – 26 и 6 млрд руб., в Татарстане – 34 и 24 млрд руб. Однако среди регионов, в которых потери собственных доходов бюджетов не были полностью компенсированы федеральной помощью, есть и небогатые – Республика Коми, Архангельская, Вологодская, Мурманская, Астраханская, Кемеровская области, Краснодарский и Пермский края. На вопрос, почему им помогли меньше, ответить сложно. Как и на вопрос, почему так основательно добавили трансфертов Чечне (14 млрд руб.), хотя РФ ЦФО Ивановская обл. Смоленская обл. Орловская обл. Владимирская обл. Тамбовская обл. Брянская обл. Тверская обл. Воронежская обл. Костромская обл. Рязанская обл. Ярославская обл. Липецкая обл. Калужская обл. Московская обл. Курская обл. Белгородская обл. Тульская обл. г.Москва СЗФО Псковская обл. Респ. Карелия Новгородская обл. Ленинградская обл. Вологодская обл. Мурманская обл. г.Санкт-Петербург Архангельская обл. Калининградская обл. Респ. Коми Ненецкий АО ЮФО Респ. Калмыкия г.Севастополь

Респ. Адыгея Волгоградская обл. Ростовская обл. Респ. Крым Краснодарский край Астраханская обл. СКФО Респ. Ингушетия Респ. Сев.Осетия Каб.-Балкарская респ. Чеченская респ. Респ. Дагестан Карач.-Черкесская респ. Ставропольский край ПФО Респ. Мордовия Респ. Марий Эл Саратовская обл. Пензенская обл. Ульяновская обл. Чувашская респ. Нижегородская обл. Кировская обл. Самарская обл. Респ. Башкортостан Удмуртская респ. Оренбургская обл. Пермский край Респ. Татарстан УФО Курганская обл. Свердловская обл. Ханты-Мансийский АО Челябинская обл. Ямало-Ненецкий АО Тюменская обл. СФО Респ. Тыва Респ. Алтай Алтайский край Новосибирская обл. Омская обл. Респ. Хакасия Иркутская обл. Томская обл. Красноярский край Кемеровская обл. ДВФО Еврейская авт.обл. Амурская обл. Респ. Бурятия Магаданская обл. Респ. Саха (Якутия) Чукотский АО Камчатский край Забайкальский край Хабаровский край

Приморский край Сахалинская обл. собственные доходы республики не падали, или Дагестану (20 млрд руб.), хотя он недополучил только 2 млрд руб. собственных доходов. Прозрачность и обоснованность принятия решений о поддержке регионов в коронавирусный кризис явно снизились.

Расходы бюджетов регионов за январь-август выросли на 18%, хотя доходы увеличились только на 3%, в основном благодаря резко увеличившимся трансфертам. Сильнее всего выросли расходы на здравоохранение, особенно в Москве – почти в 2,5 раза, в остальных регионах, без учета Москвы, рост был меньше – они выросли на 2/3. Столица потратила дополнительно более 200 млрд руб. на здравоохранение из своего бюджета, чтобы противостоять пандемии. У других регионов таких возможностей не было. Для сравнения, С.-Петербург нарастил расходы на здравоохранение только на 22 млрд руб., или на 47%.

Несмотря на кризисный спад собственных доходов, регионы наращивали расходы на национальную экономику, и здесь лидер – Москва (на 34%). Без учета столицы остальные регионы нарастили эти расходы на 10%, выполняя обязательства по нацпроектам. Еще один приоритет – рост расходов на социальную политику (соцзащиту) на 22% из-за необходимости финансировать социальные выплаты населению. Очень скромно выросли расходы на образование (6%) и культуру (4%). Разная динамика расходов бюджетов регионов показывает, что на нее влияют два фактора – приоритеты региональных властей и финансовые возможности бюджетов регионов.

Дисбаланс динамики доходов и расходов привел к дефициту бюджета у многих регионов. В январе-августе его имели 35 субъектов РФ (за тот же период 2019 г. – только 13). Самый большой дефицит – у Архангельской области (16% от доходов), Ненецкого АО, Кемеровской области и Республики Коми (11–13%), Москвы и Московской области (8–9%). И если столица и Московская область могут занять на рынке относительно дешево, то для остальных регионов возможности заимствований ограничены. Если федеральный центр не увеличит трансферты субъектам РФ в конце года, то по итогам 2020 г. количество регионов с дефицитом бюджета значительно вырастет.

На глобальном рынке растут опасения по поводу «пузыря» на рынке акций, переключения инвестиций крупных институциональных инвесторов в более рискованные активы, роста кредитных рисков эмитентов. На внутреннем рынке наблюдается процесс стагнации рынка акций на фоне ослабления рубля.

Внутренний рынок акций

В сентябре и октябре на фондовом рынке продолжался приток новых частных инвесторов. Количество зарегистрированных клиентов брокеров на Московской бирже

выросло с 3,9 млн в 2019 г. до 6,8 млн в сентябре 2020 г., или на 74,4%. Число активных клиентов, которые совершили хотя бы одну сделку в течение месяца, за тот же период увеличилось с 0,39 млн до 1,06 млн, или в 2,7 раза. Число индивидуальных инвестиционных счетов выросло с 1,65 млн до 2,94 млн, или на 78,2%.

По сравнению с предшествующими шоками нефтяных цен в 1998, 2008 и 2014 гг. текущий спад цены нефти марки Brent в первой половине 2020 г. хотя и был одним из самых глубоких по сравнению с предыдущими кризисами (до 41,1% от уровня цен в декабре 2019 г.), однако вскоре он сменился восстановлением нефтяных цен с мая 2020 г. Вместе с тем, после достижения ценами в августе уровня 66,9% от предкризисного пика, в сентябре и первой половине октября среднемесячная цена нефти стала снижаться и по состоянию на 15 октября 2020 г. составила 62,2% от декабрьского уровня 2019 г.

На фоне прежних кризисов 1998, 2008 и 2014 гг. спад на рынке акций в январе-апреле 2020 г. оказался наименее глубоким и продолжительным. В апреле 2020 г. среднемесячное значение индекса РТС снизилось до 65,5% от пика декабря 2019 г., но уже к августу индекс восстановился до уровня 82,3%. Однако в сентябре и первой половине октября наблюдался спад среднемесячного значения индекса РТС. По состоянию на 15 октября оно достигло 74,3% предкризисного уровня. Во многом динамику индекса РТС определяют изменения уровня нефтяных цен и курс рубля.

Росту индекса РТС препятствовало ослабление рубля по отношению к доллару. За период с начала года по состоянию на 15 октября курс рубля к доллару снизился на 20,2%. Из 27 рассматриваемых нами валют разных стран более сильное, чем у рубля, ослабление курса наблюдалось только у бразильского реала на 28,1%, турецкой лиры – на 24,9% и аргентинского песо – 22,8%. В сентябре и первой половине октября ослабление рубля к доллару продолжалось.

За период с 1 января по 15 октября 2020 г. из 27 валют 8 укрепились по отношению к доллару. Наибольший рост курса наблюдался у шведской кроны на 6,1%, швейцарского франка – на 6,0%, болгарского лева и евро – на 4,8%, филиппинского песо – на 4,1% и китайского юаня – на 3,6%. Курс доллара к корзине валют снизился на 1,4%.

Из-за влияния фактора валютного курса восстановление рублевого индекса МосБиржи и валютного индекса РТС происходило разными темпами: при ослаблении курса рубля индекс МосБиржи восстанавливался быстрее. По критерию доходности за период с 1 января по 15 октября 2020 г. из 40 фондовых индексов крупнейших бирж мира индекс МосБиржи со снижением на 6,2% находился на 22-м месте, а индекс РТС с доходностью «минус» 25,1% занимал лишь 36-е место. На большую величину, чем индекс РТС, в 2020 г. упали только индексы бирж Венгрии, Испании, Греции и Кипра. Снижение

индекса РТС продолжалось в сентябре и первой половине октября текущего года соответственно на 6,4 и 1,6%

За рассматриваемый период 10 фондовых индексов разных бирж восстановились до предкризисного уровня 2019 г., включая Шэньчжэньскую и Шанхайскую биржи в Китае, индексы бирж Дании, Аргентины, Южной Кореи, Финляндии, Турции, Швеции и индекс американских компаний S&P 500.

Ключевые тенденции зарубежных фондовых рынков

В США растут опасения по поводу «пузыря» на рынке акций. О переоцененности рынка акций свидетельствуют многие индикаторы. Например, доля компаний технологического сектора в индексе S&P500 достигла максимального уровня в 40%, что соответствует доли акций dot-com компаний в этом индексе накануне их краха в 2000 г. В секторе информационных технологий мультипликатор P/E ratio (соотношение цена/прибыль в расчете на акцию) равен 28 при среднем показателе компаний индекса S&P500 – 24. P/E в компаниях Apple, Microsoft Corp. Facebook Inc. и Alphabet Inc. составляет около 30, в Net ix – примерно 90, а у Amazon.com Inc. – 1301.

О рисках падения фондовых рынков предупреждают авторитетные экономисты. 9 сентября в интервью главного экономиста группы Allianz Эль-Эриана (Mohamed El-Erian) было высказано предположение, что профессиональные инвесторы готовятся к обвалу рынка. 10 сентября бывший председатель ФРС Алан Гринспен в интервью CNBC сказал, что его беспокоят инфляция и увеличивающийся дефицит государственного бюджета. По его мнению, несбалансированность расходов федерального правительства «выходит из-под контроля», а программы поддержки вытесняют частные инвестиции. По мнению старшего научного сотрудника Йельского университета и бывшего руководителя банка Morgan Stanley Asia Стивена Роуча (Stephen Roach), высказанному им CNBC 23 сентября, в 2021 г. может произойти серьезное падение курса доллара в сочетании с глубокой рецессией американской экономики.

В сентябре одновременно с падением индексов акций американских компаний (индекс S&P500 снизился на 11,9%) не произошло адекватного роста стоимости вложений в государственные облигации. По мнению многих экспертов, государственные казначейские облигации США утратили роль актива, позволяющего инвесторам во время снижения цен акций компенсировать падение стоимости смешанного портфеля за счет повышения стоимости находящихся в нем облигаций. Эта аномалия, впервые наблюдавшаяся с облигациями в Японии в 2000-х годах, возникает из-за того, что при близкой к нулю доходности гособлигаций приток в них средств инвесторов может лишь на несколько процентов повысить цены данных облигаций. Например, если доходность 10-

летних гособлигаций США составляет 0,7% годовых, то при повышении спроса на эти облигации со стороны инвесторов цены на них могут вырасти максимум на 7%.

В статье Barron's¹, аналитики банка JP Morgan предупреждают о том, что «японизация» рынка гособлигаций в США может затянуться на несколько лет. По их расчетам, средняя годовая доходность будет составлять только 1,3% в течение следующих 10 лет при доходности вложений в акции в размере около 5% годовых. В такой ситуации совокупная доходность популярного у крупных институциональных инвесторов портфеля 60 акции/40 облигации в течение следующего десятилетия составит всего 3,5% в год, что не соответствует минимальной доходности для исполнения обязательств данными фондами.

В новой версии Отчета о финансовой стабильности МВФ, опубликованной в октябре 2020 г., содержится серьезное предупреждение о росте кредитных рисков из-за активного выпуска облигаций заемщиками с низким уровнем кредитных рейтингов в условиях низких ставок заимствования.

Таким образом, на внутреннем фондовом рынке наряду с позитивными явлениями, проявляющимися в приходе на рынок массового инвестора и принятии новых требований законодательства о защите прав инвесторов, наблюдаются также тревожные тенденции стагнации индекса РТС в условиях медленного снижения цен на нефть и ослабления рубля.

На глобальном рынке растут опасения по поводу «пузыря» на рынке акций, переключения инвестиций крупных институциональных инвесторов в более рискованные активы, роста кредитных рисков эмитентов.

Снижение привлекательности облигаций для разных категорий инвесторов вместе с вероятным сдуванием «пузыря» на рынке акций может привести к тому, что фондовый рынок утратит свое значение резервуара, аккумулирующего избыточные накопления в развитых экономиках. А это может повлечь за собой возврат указанных средств на потребительский рынок и ускорение роста инфляции.

5 Вариантный прогноз основных параметров социально-экономического развития российской Федерации в среднесрочной перспективе

В 2020–2021 гг. российская экономика находится под влиянием трех шоков, оказывающих серьезное негативное влияние на динамику основных показателей социально-экономического развития. В зависимости от сценария внешних условий (продолжительность пандемии, уровень цен на нефть) падение валового внутреннего продукта России в 2020 г. может составить от 7% до 12%, при этом в 2021 г. ожидается рост экономики на 4,5–7,0%. В таких условиях дефицит бюджета расширенного правительства в 2020 г. может в худшем сценарии превысить 11% ВВП. И это без учета пакета антикризисных мер, для финансирования которого, помимо средств Фонда национального благосостояния России, требуются заимствования на внутреннем долговом рынке в размерах, повышающих риски устойчивости государственного долга Российской Федерации. В 2021 г. ситуация с исполнением бюджета улучшается, однако даже при ценах на нефть на уровне базовой цены по бюджетному правилу дефицит может составить 3,2–4,0% ВВП.

Экономическая ситуация в России определяется сочетанием трех шоков:

1) Внешний шок от падения цен на нефть на мировом рынке.

Для России, вследствие сохраняющейся высокой зависимости экспорта от цен на углеводороды и зависимости внутреннего спроса и инвестиционной активности от поступающих в страну доходов от экспорта нефти и газа, этот шок имеет первостепенное значение. Однако в силу того, что подобные шоки регулярно повторялись за последние 20 лет (1998–1999 гг., 2008–2009 гг., 2014–2015 гг.), оценка их влияния на экономику и набор мер по адаптации и снижению негативных эффектов легко просчитываемы.

Основной негативный эффект от этого шока придется на 2020 г. В 2021 г., независимо от динамики цен на нефть и установившегося абсолютного их уровня, можно ожидать относительную адаптацию экономики и экономических субъектов (в том числе бюджета) к новым условиям;

2) Внутренний шок вследствие принятия регуляторных решений со стороны государства, направленных на ограничение распространения коронавируса.

Проблемы в реальном секторе экономики, на рынке труда, в социальной сфере и банковском секторе вследствие этого шока имеют особую природу и не могут трактоваться с точки зрения стандартных подходов к анализу экономических и финансовых кризисов или стадий делового цикла. Также некорректно рассматривать закрытие бизнесов в этой ситуации с точки зрения конкурентоспособности компаний или

товаров. Аналогов такого шока практически нет, однако по своей природе он близок скорее к ситуации начала 1990-х гг. и переходу от плановой к рыночной экономике, когда происходил разрыв сложившихся хозяйственных и логистических связей вследствие выпадения из экономики отдельных субъектов хозяйственной деятельности.

Согласно исследованиям Бланшара и Кремера, глубина и продолжительность спада в отраслях в этом случае критически зависит от сложности производственной цепочки (числа поставщиков материалов и комплектующих). В условиях же карантина максимальные ограничения относятся к сфере услуг, где производственные цепочки преимущественно простые и короткие. Следовательно, время спада может быть ограничено периодом сохранения регуляторных ограничений, а восстановление экономики может произойти достаточно быстро. Поэтому этот шок во всех сценариях (см. ниже) мы будем рассматривать как полностью реализовавшийся в 2020 г., без перехода на 2021 г.;

3) Внешний шок снижения спроса на широкий круг товаров российского экспорта вследствие замедления мировой экономики.

В отличие от первого шока (снижение цен на нефть), он проявляется через снижение поставок нефти и газа на экспорт (даже при более низких ценах), а также через снижение цен и сокращение физического спроса на другие товары российского экспорта.

Аналогичный шок мы наблюдали лишь в 2008–2009 гг. в условиях глобального финансово-экономического кризиса, и масштабы снижения денежных и физических объемов российского экспорта можно оценить на основе сопоставления с тем периодом. Рискнем, тем не менее, предположить, что поскольку в мире сокращение торговли и спроса также в значительной степени является следствием различных ограничительных мер и (временного) разрыва хозяйственных и логистических связей, природа и продолжительность такого падения будут ограничена временем строгих карантинных мер, после чего спрос восстановится.

Важным фактором, определяющим масштабы и продолжительность падения, и, соответственно, скорость восстановления спроса является состояние мировой экономики перед шоком: если в 2007–2008 гг. мировая экономика была в значительной степени «перегрета» после десятилетия быстрого роста, то за десять лет после того кризиса и до настоящего времени темпы роста мировой экономики оставались достаточно низкими. Объемы глобального спроса и торговли (некоторое ее сокращение началось еще в 2019 г. из-за торговых войн, инициированных США) накануне пандемии нельзя назвать «избыточными» (по отношению к условному естественному уровню). Поэтому глубина спада после первого шока от ограничений на ведение бизнеса вряд ли будет нарастать, а

последующее возвращение к упомянутому «естественному» уровню спроса окажется достаточно быстрым. Однако надежды на расширение спроса выше докризисных (2019 г.) объемов спроса и торговли, по все видимости, не обоснованы.

В отношении данного шока, как и для внутреннего шока, мы будем предполагать, что его реализация не выйдет за пределы 2020 г.

Для полноты картины, описывающей общий набор реализовавшихся и потенциальных рисков для российской экономики, следовало бы остановиться еще на двух. После кризиса конца нулевых годов в мире, особенно в развитых странах, сохранились значительные макроэкономические и финансовые дисбалансы, что определяло высокую вероятность нового финансового кризиса на протяжении всего десятилетия, особенно в последние два–три года. В развивающихся экономиках после 2010 г. наблюдалось несколько эпизодов финансовых потрясений (Аргентина, Бразилия, Турция, отчасти – Россия), которые вызывали повышение рыночной оценки стоимости рисков для всех этих стран и отток капитала из них.

Текущий глобальный кризис, связанный с пандемией, и падение темпов роста мировой экономики могут стать «триггером» для реализации нового финансового кризиса в одной или нескольких странах, что вызовет давление на финансовый и валютный рынки России, а также дополнительное снижение спроса на российский экспорт. Поскольку момент и место (конкретная страна) возникновения такого кризиса не предсказуемы, мы пока не учитываем этот потенциальный шок в наших сценариях. Отметим только, что вероятность такого шока повышается со временем, и в 2021 г. риск будет выше, чем в 2020 г.

Большая глубина падения российской экономики в 2009 г. (до 8% ВВП) была вызвана тем, что помимо внешних шоков от падения цен на нефть и спроса на российский экспорт, к середине 2008 г. экономика Российской Федерации была значительно «перегрета» (согласно нашим оценкам на основе декомпозиции темпов роста ВВП, положительный разрыв выпуска в экономике Российской Федерации в 2007–2008 гг. достигал 8–10% ВВП). К началу 2020 г., напротив, разрыв выпуска в экономике России был отрицательным (около 2% ВВП). Таким образом, по нашему мнению, в 2020–2021 гг. отсутствуют риски дополнительного падения ВВП России вследствие циклического сокращения экономики, помимо указанных выше шоков.

Продолжающаяся эпидемия коронавируса и все новые санитарные ограничения заставляют пересматривать в сторону ухудшения оценки перспектив развития мировой экономики. Если в начале третьей декады марта ожидалось лишь замедление темпа роста глобального ВВП на 1–2 п.п., то теперь консенсусные оценки – околонулевые или

отрицательные темпы роста мировой экономики. Причем эти прогнозы все еще исходят из сравнительно быстрого снятия жестких ограничений экономической активности в течение нескольких месяцев. Если же пандемия продлится до конца года, то масштаб спада трудно прогнозировать. Так или иначе, это означает резкое сокращение внешнего и внутреннего спроса в подавляющем числе стран, дополненное падением совокупного предложения вследствие ограничений. Таким образом, можно рассмотреть два сценария развития ситуации с коронавирусом в мире: в первом сценарии предположим постепенное снятие ограничений во втором квартале 2020 г. В этом случае, если исходить из опубликованных на данный момент прогнозов мировой экономики, можно предположить, что по итогам 2020 г. мировая экономика сократится на 1,5% (в 2009 г. – -1,7%).

Во втором сценарии, если пандемию остановить к лету не удастся, и масштабные карантинные меры во многих странах мира, в том числе в ведущих экономиках (США, Европа, Китай, Япония, Индия, Бразилия), будут вводиться вновь, падение глобального ВВП может достигнуть 5%.

В обоих сценариях, тем не менее, мы предполагаем, что распространение пандемии удастся остановить в 2021 г., либо к концу 2020 г., что позволит отказаться от болезненных для экономики и повседневной жизни населения ограничений. В первом сценарии в таком случае в 2021 г. темпы восстановления мировой экономики могут достичь 3%, а во втором сценарии (с учетом более глубокой величины спада) – 4%.

В отношении динамики цен на нефть в 2020 г. мы будем исходить из следующих предпосылок. В настоящее время мировое потребление нефти составляет примерно 4,6 млрд тонн нефти в год (100 млн баррелей в день), из них на мировом рынке торгуется примерно 50% от общего объема потребления (2,3 млрд тонн или 50 млн баррелей в день). При этом в структуре потребления нефтепродуктов бензин и дизель занимают примерно 56%, а авиакеросин – около 7% (пассажирские авиаперевозки – 80% от этого объема)¹. Если исходить из того, что в целом по миру автомобильный трафик сократится примерно на 25% в течение двух месяцев, а пассажирские авиаперевозки упадут на 90% в течение этого периода, то сокращение потребления нефтепродуктов по итогам 2020 г. составит около 3%, что эквивалентно снижению физического спроса на нефть на мировом рынке на 200 млн тонн.

Если предположить, что все сокращение спроса придется на ближайшие два месяца, то с учетом имеющихся запасов нефти в хранилищах, ежедневное падение спроса в апреле – мае 2020 г. может достигнуть 6,0 млн баррелей в день, а последующие месяцы до конца года – примерно 1,0–1,5 млн баррелей в день.

Если карантинные меры будут продлены до конца года, при этом жесткие ограничения в целом охватят не менее 6 месяцев на протяжении 2020 г. и автомобильный трафик сократится в период этих мер на величину до 40% (сокращение пассажирских перевозок авиатранспортом, очевидно, в данном сценарии не является критическим с точки зрения спроса на нефтепродукты, так как объем потребления в отрасли незначителен по сравнению с потреблением бензина и дизеля), то падение спроса на нефть в апреле – декабре 2020 г. достигнет 370–440 млн тонн или до 10–12 млн баррелей в день.

В 2021 г. в обоих случаях, поскольку мы предполагаем снятие масштабных ограничений на передвижение людей и возобновление регулярного пассажирского авиасообщения, объем потребления нефти восстановится практически до уровня 2019 г. (отклонение в сторону снижения не будет превосходить 1–1,5%, т.е. 40–70 млн тонн за год или порядка 1–1,5 млн баррелей в день).

Новое соглашение, достигнутое 12 апреля 2020 г. в формате ОПЕК+, предполагает снижение добычи нефти странами-участниками соглашения на 10 млн баррелей в сутки в мае–июне 2020 г., на 8 млн баррелей в сутки в июле–декабре 2020 г. и 6 млн баррелей в сутки в 2021–2022 гг. Сравнивая эти цифры с возможным падением физического спроса на нефть, можно предположить, что в первом сценарии (короткого периода ограничительных мер) соглашение позволит сократить предложение нефти на величину большую, чем возможное снижение спроса в целом за год, и это может обеспечить повышение цен на нефть до уровня 40–45 долл./барр.² уже в мае 2020 г. (он может продержаться до конца 2020 г.). Однако если страны-экспортеры нефти, в том числе не подписавшие новое соглашение ОПЕК+, начнут увеличивать предложение нефти на рынке, то цены на нефть снова вернутся к уровню не выше 30 долл./барр. до конца года.

Во втором сценарии (продолжение пандемии до конца 2020 г.) даже при заключенном соглашении ОПЕК+ сокращение предложения нефти на мировом рынке будет ниже возможного снижения спроса, что не позволит ценам вырасти по сравнению с уровнем на начало апреля 2020 г. Однако и дальнейшее падение их до критического для большого числа производителей уровня (10–15 долл./барр. для сорта Brent) представляется маловероятным (в этом случае начнет сокращаться предложение нефти на рынке за рамками соглашения – за счет ухода производителей с высокими издержками добычи). Для сокращения числа вариантов будем исходить из того, что в этом сценарии цены на нефть до конца года не превысят 30 долл./барр. (как и в случае нарушения соглашения в сценарии короткой пандемии).

В 2021 г. во всех сценариях мы будем предполагать единый уровень цен на нефть на уровне 40–45 долл. в условиях описанного выше восстановления физического спроса³. Кроме того, мы предполагаем в 2021 г. во всех сценариях усиление координации между странами – экспортерами нефти и выполнение достигнутых (или заключение новых) соглашений в формате ОПЕК+.

Таким образом, мы будем рассматривать три сценария на 2020–2021 гг., характеризующиеся параметрами в приведенной ниже таблице.

Таблица - Сценарные условия развития российской экономики в 2020-2021 годах

Параметр	2019	2020			2021		
		1a	1б	2	1a	1б	2
Распространение пандемии	–	2 мес.	2 мес.	6 мес.	Нет	Нет	Нет
Рост мирового ВВП, % в год	2,9	–1,5	–1,5	–5,0	3,0	3,0	4,0
Цена нефти Urals, долл./барр., в сред. за год	63,5	43,5	32,0	32,0	45	45	45
Изменение физического объема экспорта нефти из РФ (к предыдущему году)	3,0	–10	0	–10	5	–10	5

Описанные выше внешние шоки в первую очередь отразились на финансовых рынках, что поставило вопрос о необходимости принятия стабилизационных мер и корректировки денежно-кредитной политики. В части денежно-кредитной политики основная краткосрочная задача заключается в стабилизации внутреннего валютного рынка и ограничении роста потребительской инфляции вследствие переноса курса в цены и снижения доверия к рублю. Важно отметить, что в настоящий момент в отличие от ситуации 2008 и 2014 гг. нет оснований рассматривать курс рубля накануне падения цен на нефть как находившийся выше фундаментально обоснованных значений. Если в 2008 г. и 2014 г. отказ от поддержки курса и сохранение международных резервов были необходимы для более быстрого перехода курса на новый уровень, соответствующий изменению внешних условий и обеспечивающий достижение макроэкономического баланса в экономике России, то в настоящий момент такая подстройка курса уже осуществляется за счет режима свободного плавления. Значит, денежным властям необходимо противодействовать «перелету» курса вследствие возможных панических настроений на рынке. Более того, бюджетное правило автоматически способствует сглаживанию влияния внешнеэкономической конъюнктуры на валютный рынок, обеспечивая снижение зависимости валютного курса от цен на нефть.

Динамика деловой активности. Для оценки снижения индекса промышленного производства и индекса деловой активности вследствие введения режима нерабочих дней мы использовали подход, основанный на разложении рядов индексов производства по

отдельным видам экономической деятельности на трендовую, календарную и случайную компоненты. Для каждой составляющей были рассчитаны прогнозные значения до декабря 2020 г. Прогноз по трендовой и случайной составляющим рассчитывался как среднее за три предшествующих месяца. Прогноз по календарной составляющей, которая характеризует изменение числа рабочих дней в разных периодах (в данном случае в месяцах), основывался на сопоставлении планового (согласно Производственному календарю на 2020 г.) и фактического (с учетом возможных сроков действия режима «нерабочих дней») числа рабочих дней в 2020 г. по сценариям.

Прогноз календарной составляющей учитывает наличие непрерывных производственных циклов, т.е. наличие отраслей, предприятия которых не могут уйти на карантин, в частности, металлургия и химическое производство, а также отраслей, которые выпускают «стратегически значимые товары и услуги»: производство пищевых продуктов и напитков; производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях; производство нефтепродуктов; производство и распределение электричества, газа и воды. Для данных отраслей календарная составляющая изменяется по плановому сценарию при реализации режима нерабочих дней. В результате использования данного подхода нами получены следующие оценки стоимости карантинных мер для экономики:

- I квартал – 0,4% ВВП;
- апрель (с 30 марта по 30 апреля) – 4,26% ВВП;
- апрель – май (с 30 марта по 31 мая) – 8,3% ВВП;
- до 6 месяцев в сумме с апреля по декабрь 2020 г. – до 12% ВВП¹. Таким образом, в сценариях 1а и 1б мы предполагаем, что снижение ВВП.

России по итогам 2020 г. за счет ограничения работы бизнеса в период нерабочих дней составит примерно 6 п.п.², а в сценарии 2 – не менее 10 п.п.

В 2021 г., как было сказано выше, мы не предполагаем повторения ограничений, связанного с нерабочими днями и карантином, поэтому данная составляющая при оценке роста ВВП в 2021 г. учитываться не будет.

Основные макроэкономические показатели. Для получения прогноза динамики ВВП и других основных макроэкономических показателей мы будем исходить из следующих предпосылок:

- структурные темпы роста ВВП Российской Федерации в 2020–2021 гг. составляют 1,5% ВВП³;

– внешнеторговая составляющая роста ВВП, связанная с условиями торговли (ценами на нефть) в 2020 г. -1,7 п.п. (в сценарии 1а), -2,1 п.п. (в сценариях 1б и 2), в 2021 г. – -1,3 п.п. во всех сценариях;

– внешнеторговая составляющая роста ВВП вследствие снижения физического объема спроса на товары российского экспорта (включая углеводороды) – -1,5 п.п. в сценарии 1а, -1 п.п. в сценарии 1б и -2 п.п. в сценарии 2. В 2021 г. в сценарии 1а вклад данной составляющей оценивается в плюс 1 п.п., в сценарии 1б – плюс 0,5 п.п., в сценарии 2 – плюс 1,5 п.п.;

– изменение ВВП вследствие введения (в 2020 г.) и их отмены (в 2021 г.) ограничительных мер на ведение бизнеса и нерабочих дней: в сценарии 1а и 1б – -5,5 п.п. в 2020 г. и плюс 4 п.п. в 2021 г.; в сценарии 2 – -9,5 п.п. в 2020 г. и плюс 6 п.п. в 2021 г.

Прогнозные оценки номинального ВВП, индекса инвестиций в основной капитал, реальных располагаемых доходов населения, уровня безработицы строились на основе среднесрочной макроэкономической модели экономики Российской Федерации, включающей в себя набор структурных эконометрических моделей и модель финансовых балансов для проверки сбалансированности прогнозов отдельных показателей, приведенных в таблице.

Таблица - основные показатели макроэкономического прогноза на 2020-2021 гг.

Показатель	2019	2020			2021		
		1а	1б	2	1а	1б	2
Прирост реального ВВП, % в год	1,3	-7,0	-8,0	-12,0	5,0	4,5	7,0
Номинальный ВВП, трлн руб.	109,4	99,7	97,6	92,8	109,0	112,0	110,0
Индекс–дефлятор ВВП, %	3,2	-2,5	-3,8	-5,3	4,1	7,5	3,1
Индекс инвестиций в основной капитал, %	1,7	-9,0	-12,0	-16,0	6,0	7,0	9,5
Изменение реальных доходов населения, %	0,8	-3,5	-4,5	-6,5	4,0	5,0	6,5
Изменение розничного товарооборота, %	1,6	-8,0	-9,0	-14,0	5,0	6,0	8,0
Уровень безработицы, % ЭАН	4,6	8,0	8,0	12,0	5,0	5,5	5,5
Среднегодовой кур, руб./долл.	64,68	70	76,5	76,5	70	70	70
ИПЦ, % в год	3,0	4,0	5,0	5,0	4,0	4,0	4,0

6 Вариантный прогноз бюджетно-финансового развития Российской Федерации в среднесрочной перспективе

Курс рубля. По нашим оценкам, фундаментально обоснованный курс рубля к доллару при цене на нефть 30–35 долл./барр. составляет около 75 рублей за доллар, а при 40–45 долл./барр. – около 70 рублей за доллар. Дополнительным фактором, влияющим на ситуацию на внутреннем валютном рынке через увеличение предложения валюты, является продажа иностранной валюты из ФНБ России Министерством финансов РФ в соответствии с бюджетным правилом (при ценах на нефть ниже 43,3 долл./ барр.) и Банком России для оплаты приобретаемого Правительством пакета акций «Сбербанка» стоимостью 2,14 трлн руб. Ежедневный объем продаж иностранной валюты, связанный с оплатой сделки, будет варьироваться в зависимости от отклонения цены нефти марки Urals ниже уровня 25 долл. за баррель. При превышении этого уровня операции осуществляться не будут. Планируется, что данный механизм будет действовать до 30 сентября 2020 г. В результате суммарные продажи иностранной валюты в рамках бюджетного правила в сумме с дополнительными продажами могут достичь 50 млрд долл.

При этом в условиях снижения зависимости курса рубля от цен на нефть он становится в большей степени подверженным влиянию потоков капитала. С учетом глобальной неопределенности и снижения доверия к развивающимся рынкам из-за распространения коронавируса дополнительное обесценение рубля, по нашим оценкам, под влиянием краткосрочных потоков капитала может достигать 10–15%. Иными словами, несмотря на то, что благодаря действию бюджетного правила равновесный курс на внутреннем рынке мог бы быть на 2–4 рубля выше, чем фундаментально обоснованный курс при соответствующих ценах на нефть, из-за высокого уровня неопределенности в течение всего года в сценарии 1а мы ожидаем, что в 2020 г. курс рубля будет колебаться около уровня 70 рублей за доллар (при этом индекс реального эффективного курса составит 82 от среднегодового уровня 2010 г. или 94,6 от среднегодового уровня 2019 г.)

В сценариях 1б и 2 курс в среднем в 2020 г. будет находиться на уровне 75–78 рублей за доллар (индекс реального эффективного курса равен 78 от уровня 2010 г. или 90 от уровня 2019 г.), но при этом в отдельные периоды может опускаться до 80–85 рублей за доллар.

В 2021 г. во всех сценариях мы предполагаем, что курс рубля будет близок к фундаментально обоснованным значениям, т.е. 70 рублей за доллар. В сценарии 1а индекс реального эффективного курса в 2021 г. составит 84,5 от среднегодового уровня 2010 г. или 103,1 от среднегодового уровня 2020 г. В сценариях 1б и 2 индекс реального

эффективного курса в 2021 г. составит 85,3 от среднегодового уровня 2010 г. или 109,3 от среднегодового уровня 2020 г.

Инфляция. По нашим оценкам, снижение на 10–20% среднегодового курса рубля к доллару во всех сценариях вызовет ускорение инфляции в 2020 г. на 1–2 п.п. за счет эффекта переноса. Резкое снижение экономической активности будет сдерживать инфляцию, а отрицательные темпы экономического роста, напротив, могут потребовать проведения стимулирующей денежно-кредитной политики по мере стабилизации ситуации на финансовых рынках. В результате можно ожидать, что в сценарии 1а инфляция по индексу потребительских цен (ИПЦ) по итогам года составит около 4%, а в сценариях 1б и 2 – 5%, т.е. лишь немногим выше таргета. Во всех сценариях будут преобладать риски ее сохранения второй год подряд ниже целевого уровня. В 2021 г. инфляция будет находиться вблизи целевого уровня 4%.

Счет текущих операций. По нашим оценкам, на сальдо счета текущих операций окажут значимое влияние изменение цен на нефть, снижение мирового спроса на базовые товары российского экспорта, понижение цен на углеводородный экспорт, реальная и номинальная девальвация рубля. В первую очередь, наиболее значительно снизятся стоимостные объемы экспорта углеводородов (нефть, газ, сжиженный природный газ, нефтепродукты) как за счет понижения среднегодовых цен, так и за счет уменьшения (в некоторых сценариях) физических объемов поставок. По сравнению с уровнем 2019 г. в 238 млрд долл. в сценарии 1а экспорт упадет до 150 млрд долл., в сценарии 1б – до 123 млрд долл., в сценарии 2 – до 110 млрд долл. В 2021 г. экспортная выручка начнет восстанавливаться до уровней 163 млрд долл., 155 млрд долл. и 163 млрд долл. в сценариях 1а, 1б и 2 соответственно.

Что касается экспорта углеводородных товаров, то снижение его стоимостных объемов будет происходить за счет сокращения физических объемов поставок, вызванных снижением спроса, и по причине ухудшения ценовой конъюнктуры в зависимости от глубины падения мировой экономики. Индекс физических объемов углеводородного экспорта товаров в 2020 г. будет варьироваться в диапазоне 84–88 относительно 2019 г. в зависимости от сценария. Стоимостные объемы углеводородного товарного экспорта снизятся в 2020 г. до уровня 149 млрд долл. в сценариях 1а и 1б и до 138 млрд долл. в сценарии 2. В 2021 г. экспорт будет восстанавливаться и достигнет значений 163–166 млрд долл.

При ожидаемых среднегодовой девальвации и значениях падения российского ВВП стоимостные объемы импорта в 2020 г. также сократятся на 14–23% в зависимости от сценария. В итоге по сравнению с уровнем 2019 г. в 254 млрд долл. товарный импорт

упадет в сценарии 1а до 219 млрд долл., в сценарии 1б – до 204 млрд долл., в сценарии 2 – до 196 млрд. долл. Восстановление в 2021 г. обусловит наращивание импорта до уровня 213–221 млрд долл. в зависимости от сценария.

Таким образом, торговый товарный баланс сократится с уровня 164 млрд долл. в 2019 г. до 53–79 млрд долл. в зависимости от сценария, а в 2021 г. восстановится до значений 99–115 млрд долл.

Экспорт и импорт услуг сократятся значительно, главным образом за счет снижения международных поездок (степень их сокращения естественным образом зависит от сценария). В конечном счете, отрицательный баланс торговли услугами сократится с -36 млрд долл. в 2019 г. до -20 млрд долл. в сценарии 1а, -19 млрд долл. в сценарии 1б и -10 млрд долл. в сценарии 2. В 2021 г., как прогнозируется, его значение будет варьироваться в диапазоне от -27 млрд долл. до -31 млрд долл.

Баланс оплаты труда отреагирует на девальвацию национальной валюты, что приведет к сокращению его дефицита с -3,6 млрд долл. в 2019 г. до -2,7 – -3,1 млрд долл. в зависимости от сценария. Дефицит баланса инвестиционных доходов, как ожидается, несколько сократится из-за девальвации с уровня -50 млрд долл. в 2019 г. до значений -43 – -45 млрд долл. в 2020 г. Аналогично сократится и дефицит баланса вторичных доходов с уровня -10 млрд долл. в 2019 г. до -8 – -9 млрд долл. в 2020 г.

В итоге сальдо счета текущих операций, которое составило 64,6 млрд долл. в 2019 г., существенно сократится. В 2020 г. в сценарии 1а его значение составит ~2 млрд долл., в то время как в сценарии 1б уже будет наблюдаться его дефицит в размере ~ -6 млрд долл., а в сценарии 2 – дефицит в размере ~ -11 млрд долл. Последующее восстановление в 2021 г. позволит счету текущих операций выйти на уровень ~17 млрд долл. в сценарии 1а, ~ 13 млрд долл. в сценарии 1б и ~32 млрд долл. в сценарии 2, что представлено в приведенной ниже таблице .

Таблица - основные параметры сценариев прогноза платежного баланса

Статья счета текущих операций	2019	2020			2021		
		1а	1б	2	1а	1б	2
Экспорт углеводородов, млрд долл.	237,9	150	123	110	163	155	163
Экспорт неуглеводородов, млрд долл.	180,8	149	149	138	163	163	166
Экспорт неуглеводородов, индекс физобъема, по отношению к уровню 2019 г.	100,0	88	88	84	92	92	93
Торговый товарный баланс, млрд долл.	164,3	79	67	53	104	99	115
Экспорт товаров, млрд долл.	418,7	299	271	249	325	318	329

Продолжение таблицы 25

Импорт товаров, млрд долл.	254,4	219	204	196	221	219	213
Баланс торговли услугами, млрд долл.	-36,2	-20	-19	-10	-31	-29	-27
Экспорт услуг, млрд долл.	62,8	52	50	47	55	56	56
Импорт услуг, млрд долл.	99,0	72	69	57	86	85	83
Баланс оплаты труда, млрд долл.	-3,6	-3,1	-2,9	-2,8	-3,1	-3,1	-3,0
Баланс инвестиционных доходов, млрд долл.	-49,8	-45	-43	-43	-44	-44	-44
Баланс вторичных доходов, млрд долл.	-10,2	-9	-9	-9	-9	-9	-9
Счет текущих операций, млрд долл.	64,6	+2	-6	-11	+17	+13	+32

Для расчета основных параметров федерального бюджета и бюджета расширенного правительства в 2020–2021 гг. по сценариям мы исходили из следующих предпосылок:

- номинальный объем расходов федерального бюджета в 2020–2021 гг. определяется принятым 12.03.2020 г. федеральным законом «О внесении изменений в Федеральный закон «О федеральном бюджете на 2020 г. и на плановый период 2021 и 2022 гг.» с поправкой на объем процентных платежей по государственному долгу Российской Федерации, исходя из расчетного по сценариям объема госдолга, а также на объем трансферта во внебюджетные фонды в размере выпадающих доходов этих фондов вследствие снижения ставки страховых взносов для малого и среднего бизнеса до 15%;
- номинальные расходы бюджета расширенного правительства моделируются с учетом номинальных объемов федерального бюджета и соотношения с объемом федерального бюджета и бюджета расширенного правительства (согласно Долгосрочному бюджетному прогнозу Министерства финансов Российской Федерации);
- средства ФНБ России направляются на финансирование дефицита федерального бюджета исключительно на компенсацию выпадающих нефтегазовых доходов согласно действующему бюджетному правилу;
- базовая цена нефти принята на уровне действующего бюджетного правила (42,4 долл./барр. в 2020 г. и 43,3 долл./барр. в 2021 г.);
- прибыль Банка России от продажи ФНБ России пакета «Сбербанка» в размере 2,14 трлн руб. направляется на финансирование дефицита федерального бюджета в 2020 г. в объеме до 1,0 трлн руб. и в объеме до 0,5 трлн руб. в 2021 г.;
- из принятого на настоящий момент (14.04.2020) пакета антикризисных мер Правительства Российской Федерации учтено только снижение ставок страховых взносов для субъектов малого и среднего бизнеса, что означает потери доходов внебюджетных фондов в размере 250 млрд руб. в 2020 г. и 300 млрд руб. в 2021 г., покрываемых за счет трансферта из федерального бюджета. Другие составляющие пакета не учтены, так как на

настоящий момент нет достаточной информации для разнесения этих средств по статьям расходов и уровням бюджетной системы.

Результаты оценки баланса бюджетной системы на уровнях бюджета расширенного правительства и федерального бюджета представлены в таблице 28. Таким образом, при сохранении всех текущих обязательств в принятых объемах и финансировании всех запланированных национальных проектов ситуация в бюджетной сфере может оказаться крайне тяжелой, даже без учета неизбежных дополнительных мер по поддержке населения и экономики.

В зависимости от сценария дефицит федерального бюджета в 2020 г. составит от 3,7 до 6,7 трлн руб. (от 3,8% до 7,2% ВВП), а дефицит бюджета расширенного правительства – от 6,5% до 11,4% ВВП. Текущее бюджетное правило позволяет компенсировать федеральному бюджету только выпадающие нефтегазовые доходы, а источников финансирования выпадающих ненефтегазовых доходов непосредственно в Бюджетном кодексе Российской Федерации не предусмотрено.

В сценарии 1а, в отличие от остальных сценариев, заложен выход цены на нефть на уровень выше цены отсечения, а это означает, что, согласно бюджетному правилу, средства из ФНБ России для финансирования дефицита бюджета не будут тратиться (мы учли только уже фактическое использование 200 млрд руб. в марте–апреле 2020 г.)¹. Таким образом, в сценариях 1б и 2 за счет средств ФНБ России (по бюджетному правилу и из прибыли Банка России за счет продажи пакета «Сбербанка») можно профинансировать не более 4 трлн руб. И в зависимости от сценария на конец года в ФНБ России остается от 59,5 до 92,2 млрд долл. (4,6–6,5% ВВП). Остальная часть дефицита должна быть профинансирована за счет заимствований на рынке государственного долга Российской Федерации.

Таблица – Результаты оценки баланса бюджетной системы на уровнях бюджета расширенного правительства и федерального бюджета

Сценарий 1а	ФБ, трлн руб.		БРП, трлн руб.		ФБ (% ВВП)		БРП (% ВВП)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Доходы всего	16,2	17,8	33,8	38,0	16,2%	16,3%	33,9%	34,9%
Нефтегазовые доходы	5,2	5,8	5,2	5,8	5,2%	5,3%	5,2%	5,3%
Ненефтегазовые доходы	11,0	12,0	28,6	32,2	11,0%	11,0%	28,7%	29,5%
Расходы	19,9	21,6	40,3	42,2	20,0%	19,8%	40,4%	38,7%
Дефицит и его финансирование	3,7	3,8	6,5	4,2	3,8%	3,5%	6,5%	3,8%
– за счёт привлечения долга	2,5	3,3	5,3	3,7	2,6%	3,0%	5,3%	3,4%

Продолжение таблицы 28

– за счёт средств ФНБ РФ	0,2	–	0,2	–	0,2%	–	0,2%	–
– за счёт прибыли ЦБ РФ от продажи пакета Сбербанка	1,0	0,5	1,0	0,5	1,0%	0,5%	1,0%	0,5%
Объём средств ФНБ РФ (на конец года), млрд долл.	92,2	94,7			6,5%	6,1%		

Долг (на конец года)	14,2	17,5	19,2	22,8	14,2%	16,1%	19,3%	20,9%
Сценарий 1б	ФБ, трлн руб.		БРП, трлн руб.		ФБ (% ВВП)		БРП (% ВВП)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Доходы всего	13,8	17,9	31,2	38,6	14,1%	16,0%	32,0%	34,5%
Нефтегазовые доходы	3,0	5,8	3,0	5,8	3,1%	5,2%	3,1%	5,2%
Ненефтегазовые доходы	10,8	12,1	28,2	32,8	11,1%	10,8%	28,9%	29,3%
Расходы	19,8	21,5	40,3	42,2	20,3%	19,2%	41,3%	37,7%
Дефицит и его финансирование	6,0	3,6	9,1	3,6	6,1%	3,2%	9,3%	3,2%
– за счёт привлечения долга	2,0	3,1	5,1	3,1	2,0%	2,8%	5,2%	2,8%
– за счёт средств ФНБ РФ	3,0	–	3,0	–	3,1%	–	3,1%	–
– за счёт прибыли ЦБ РФ от продажи пакета Сбербанка	1,0	0,5	1,0	0,5	1,0%	0,4%	1,0%	0,4%
Объём средств ФНБ РФ (на конец года), млрд долл.	58,8	59,2			4,6%	3,7%		
Долг (на конец года)	13,8	16,6	19,2	21,9	14,1%	14,8%	19,7%	19,6%
Сценарий 2	ФБ, трлн руб.		БРП, трлн руб.		ФБ (% ВВП)		БРП (% ВВП)	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Доходы всего	13,2	17,7	29,7	38,1	14,2%	16,1%	32,0%	34,6%
Нефтегазовые доходы	2,9	5,8	2,9	5,8	3,1%	5,3%	3,1%	5,3%
Ненефтегазовые доходы	10,3	11,9	26,8	32,3	11,1%	10,8%	28,9%	29,4%
Расходы	19,9	21,6	40,3	42,5	21,4%	19,6%	43,4%	38,6%
Дефицит и его финансирование	6,7	3,9	10,6	4,4	7,2%	3,5%	11,4%	4,0%
– за счёт привлечения долга	2,7	3,4	6,6	3,9	2,9%	3,1%	7,1%	3,5%
– за счёт средств ФНБ РФ	3,0	–	3,0	–	3,2%	–	3,2%	–
– за счёт прибыли ЦБ РФ от продажи пакета Сбербанка	1,0	0,5	1,0	0,5	1,1%	0,5%	1,1%	0,5%
Объём средств ФНБ РФ (на конец года), млрд долл.	59,5	62,0			4,9%	3,9%		
Долг (на конец года)	14,7	17,9	21,7	26,0	15,8%	16,3%	23,4%	23,6%

Объем государственных заимствований для финансирования дефицита федерального бюджета в 2020 г. оценивается нами в 2–2,7 трлн руб., что, при прочих равных, представляется вполне реалистичным. Однако проблема заключается в том, что в тяжелой финансовой ситуации оказываются субфедеральные бюджеты, поскольку незначительное число регионов имеют собственные резервные фонды. Таким образом, дефицит бюджета расширенного правительства значительно превосходит дефицит федерального бюджета, и дополнительные заимствования на региональном и муниципальном уровнях в 2020 г. могут потребоваться в объеме от 2,8 до 3,9 трлн руб.¹ Таким образом, в наихудшем сценарии (сценарий 2) объем долговых заимствований оценивается в 6,6 трлн руб., что представляется мало реалистичным без повышения стоимости заимствования.

Поскольку мы предполагаем сохранение номинальных расходов и финансирование национальных проектов в 2021 г. в полном объеме, бюджетная ситуация в следующем году во всех сценариях остается тяжелой и крайне чувствительной к конъюнктуре мирового рынка.

Дефицит федерального бюджета остается на уровне 3,2–3,5% ВВП, а бюджета расширенного правительства – 3,2–4,0% ВВП. При этом практически единственным источником его финансирования выступают государственные (федеральные и субфедеральные) заимствования (поскольку среднегодовая цена на нефть совпадает с базовой ценой нефти или даже оказывается чуть выше нее, использование средств ФНБ России не разрешается бюджетным правилом, а остаток прибыли Банка России от продажи пакета Сбербанка не превышает 0,5% ВВП). В результате к концу 2021 г. совокупный объем государственного долга Российской Федерации может достичь 20–24% ВВП.

7 Разработка рекомендаций по смягчению негативного воздействия макроэкономических рисков на социально-экономическое и финансово-бюджетное развитие Российской Федерации

Агентство Fitch ожидает, что снижение инвестиций и повышение уровня безработицы из-за COVID-19 приведут к замедлению темпов прироста ВВП США, еврозоны и Великобритании в ближайшие пять лет в среднем на 0,6 п.п. Монетарные власти различных стран продолжают предпринимать новые меры по поддержке экономик, придерживаясь мягкой денежно-кредитной политики.

Прогнозы развития мировой экономики

Рейтинговое агентство Fitch: Влияние коронавируса на ВВП сохранится в среднесрочной перспективе. Дата публикации прогноза: 27 июля 2020 г. (таблица).

Таблица - Прогноз прироста потенциального ВВП (% , среднегодовой темп прироста)

	До COVID-19	После COVID-19		
		2020–2022	2023–2025	Весь период
США	1,9	0,9	1,8	1,4
Япония	0,8	0,1	0,6	0,4
Великобритания	1,6	0,4	1,3	0,9
Германия	1,4	0,8	1,4	1,1
Франция	1,2	0,3	0,9	0,6
Италия	0,5	-0,4	0,3	0
Испания	1,5	0,5	1,4	1
Австралия	2,4	1,4	2	1,7
Канада	1,7	0,6	1,4	1
Швейцария	1,5	0,8	1,3	1

Согласно обновленному прогнозу Fitch, рецессия, вызванная пандемией коронавируса, будет оказывать влияние на мировую экономику в течение нескольких лет. Столь негативные ожидания связаны с предположением, что пандемия нанесет большой ущерб экономике вследствие роста безработицы и снижения инвестиций. Агентство ожидает сокращения темпов прироста потенциального ВВП развитых стран – США, Великобритании и государств еврозоны – в среднем на 0,6 п.п. Прогнозируемый уровень ВВП развитых стран в 2025 г. будет ниже докризисного на 3–4 п.п. Масштабная фискальная поддержка, осуществляемая во многих развитых странах, а также отсутствие значительных макроэкономических дисбалансов должны помочь восстановлению спроса в рассматриваемых экономиках.

Фискальные и монетарные меры

В результате улучшения эпидемиологической ситуации и снятия ограничительных мер во многих странах в последние два месяца наблюдается возобновление деловой активности. Тем не менее, стремительное восстановление экономик, начавшееся сразу

после снятия карантина, постепенно затухает из-за слабых потребительских настроений в условиях высокой неопределенности, связанной с рисками второй волны пандемии и роста безработицы. По оценкам Moody's, по состоянию на 21 июля деловая активность в реальном секторе пяти крупнейших европейских экономик (Германии, Франции, Италии, Испании, Великобритании) восстановилась только наполовину от докризисных показателей, при этом в наиболее пострадавших отраслях (авиаперевозки и гостиничный бизнес) еще нет серьезных признаков восстановления. Данные о мобильности населения в этих странах также свидетельствуют о том, что посещаемость розничных магазинов и зон отдыха остается гораздо ниже допандемических уровней.

В США возобновившиеся рекордные темпы роста новых случаев заражения COVID-19 в некоторых городах (Лос-Анджелесе, Далласе, Хьюстоне, Атланте, Майами) в июле ставят под угрозу последовательное восстановление потребительского спроса, наблюдавшееся в июне. В связи с рисками второй волны индекс потребительских настроений, рассчитываемый Мичиганским университетом, снизился до 73,2 пунктов в июле по сравнению с 78,1 пунктами месяцем ранее.

Кроме того, неопределенность в отношении скорости восстановления экономики США усиливается приближением сроков завершения действия ряда текущих программ государственной поддержки. Так, 31 июля будут приостановлены дополнительные государственные выплаты к еженедельным пособиям по безработице в размере 600 долл. Также в ближайший месяц планируется завершение программы предоставления льготных кредитов на выплату заработной платы (Paycheck Protection Program, далее – PPP). При этом в результате опроса, организованного Национальной федерацией независимого бизнеса (National Federation of Independent Business), было выявлено, что более половины опрошенных компаний к середине июня исчерпали денежные средства, полученные в рамках PPP, и 22% опрошенных будут вынуждены сократить часть сотрудников, если программа не будет продлена.

Таким образом, хотя объявленные беспрецедентные фискальные и монетарные меры позволили смягчить последствия пандемии для населения и бизнеса в краткосрочной перспективе, дальнейший восстановительный рост зависит от дополнительных мер, которые будут предпринимать страны. Вместе с тем, важно отметить, что принятые масштабные фискальные стимулы уже значительно отразились на долговой нагрузке стран: согласно мониторингу Института международных финансов (ИМФ) от 16 июля, мировой долг достиг 331% ВВП, при этом его прирост за I квартал 2020 г. составил 10 п.п., что явилось рекордным квартальным приростом за всю историю наблюдений. Для развивающихся рынков отношение долга к ВВП за I квартал выросло до

230% против 220% в 2019 г., для развитых рынков – до 392% против 380% в 2019 г., при этом наибольший прирост зарегистрирован в США, Канаде, Франции и Норвегии.

Если обратиться к мерам поддержки, принимаемым странами после стабилизации эпидемиологической ситуации, можно отметить, что они связаны с продлением ранее принятых инициатив (например, в Великобритании продлены на три месяца кредитные каникулы для физических лиц) и смягчением условий программ льготного кредитования. Так, в США расширен круг бенефициаров программы PPP, повышена доступность льготных кредитов для некоммерческих организаций, в Южной Африке увеличен на три месяца срок действия льготных кредитов под государственные гарантии, в России сельхозпроизводителям предоставлена отсрочка на год процентных платежей по льготным кредитам. Кроме того, власти смягчают урон, нанесенный пандемией рынку труда, за счет создания новых рабочих мест в ходе реализации новых инвестиционных проектов (например, посредством инвестиций в транспортные проекты в ЕС, в «зеленые» технологии в Великобритании).

Монетарные власти развивающихся стран в условиях доминирования дефляционных рисков над инфляционными продолжают придерживаться мягкой денежно-кредитной политики и предпринимать дополнительные меры поддержки (таблица 30): Банк Индонезии 16 июля объявил о снижении ключевой ставки на 25 б.п. до 4%, Банк России 24 июля снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 4,25%. При этом в связи со стабилизацией ситуации на финансовых рынках монетарные власти постепенно восстанавливают ранее действовавшие пруденциальные требования. Так, Центральный банк Турции после снижения в марте резервных требований к инструментам в иностранной валюте на 500 б.п. 18 июля повысил их вновь на 300 б.п..

Денежно-кредитная политика. С учетом текущей стабилизации валютного рынка на уровнях 70–75 руб. за долл., мы считаем, что принятые Банком России меры позволили поддержать финансовую стабильность в краткосрочной перспективе. Напомним, что Банк России принял решение с 10 марта начать упреждающую продажу иностранной валюты в рамках реализации механизма бюджетного правила, оказывая тем самым поддержку дешевающему рублю, кроме того, в этот период была продана валюта на сумму до 2,14 триллиона в рублевом эквиваленте в рамках размещения средств ФНБ России в акциях «Сбербанка». При повышении цен на нефть до 40–45 долл./ барр. во II квартале 2020 г. (сценарий 1a) после вступления в силу принятых ограничений по добыче нефти продажа валюты в интересах Министерства финансов Российской Федерации прекратится, но и обратных операций для пополнения ФНБ России в силу сохраняющейся

неопределенности относительно уровня нефтяных цен в 2020 г. не ожидается. Таким образом, этот сценарий предполагает свободный плавающий курс рубля. Он будет определяться исключительно состоянием платежного баланса Российской Федерации.

Если же цены на нефть, несмотря на заключенную сделку ОПЕК+, останутся на уровне 30–35 долл./барр., то до конца года объем продаж валюты Банком России в рамках бюджетного правила по итогам 2020 г. должен составить около 3 трлн руб. Однако, по нашему мнению, это не окажет серьезного давления на курс рубля в сторону его укрепления, а будет лишь компенсировать понижающее давление на российскую валюту вследствие сохранения повышенных рисков для российской экономики.

Соответственно, во всех сценариях меры валютной политики должны быть направлены на недопущение значительного долгосрочного отклонения курса от фундаментально обоснованных уровней из-за развития панических настроений, так как в случае резкого ослабления рубля валютный рынок может стабилизироваться при гораздо более слабом рубле, что вызовет сильное отклонение инфляции от целевого уровня, переоценку страновых рисков и масштабный отток капитала. При этом Банк России не должен защищать конкретные уровни валютного курса, чтобы не провоцировать спекулятивные атаки на национальную валюту.

В 2021 г., поскольку мы предполагаем устойчивое нахождение цен на уровне, близком к базовой цене нефти по бюджетному правилу, влияние операций Министерства финансов РФ и Банка России на курсообразование также будет минимальным.

Отметим, что в марте – апреле 2020 г. Банк России смог стабилизировать финансовые рынки без ужесточения денежно-кредитной политики, оставив ключевую ставку неизменной. Мы полагаем, что во всех рассматриваемых нами сценариях в 2020 г. повышения ключевой ставки удастся избежать, то есть она останется на уровне 6%. Этому будет способствовать нахождение инфляции вблизи целевого уровня. Более того, если инфляция остается ниже таргета или значимо не превысит его, осенью 2020 г. для стимулирования деловой активности, потребительского спроса и, при необходимости, поддержки банковского сектора представляется целесообразным понижение ключевой ставки до 5 (в сценарии 1а) – 5,5% (в сценариях 1б и 2) годовых.

В 2021 г. при реализации описанных вариантов ключевая ставка Банка России будет находиться на уровне 5% годовых, однако неопределенность относительно возможных сценариев денежно-кредитной политики возрастает. С одной стороны, при заметном улучшении ситуации в экономике, стабильном курсе рубля повышаются риски падения инфляции ниже таргетируемого уровня, что будет способствовать дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики. С другой стороны, как мы отмечали выше, в

2021 г. повышается вероятность финансового кризиса на глобальном или локальном уровне. В этом случае Банк России будет вынужден повысить ключевую ставку для защиты внутреннего рынка, по крайней мере, до 6% – 8% годовых.

Бюджетная политика. Оценки бюджетных сценариев показывают, что во всех случаях в 2020 г. дефицит федерального бюджета и дефицит бюджета расширенного правительства достигают критических уровней с точки зрения устойчивости государственных финансов в среднесрочной перспективе. Резервы привлечения дополнительных средств в бюджетную систему сверх текущих обязательств посредством государственных заимствований невелики, либо их формирование сопряжено с серьезным повышением стоимости обслуживания долга (см. ниже).

В связи с этим нам представляются возможными следующие рекомендации в области бюджетной политики в 2020 г.:

– Ключевой задачей в 2020 г. является исполнение действующих социальных обязательств бюджета, обеспечение функционирования бюджетного сектора экономики (с повышенным вниманием к здравоохранению) и государственного управления (включая обеспечение правопорядка и безопасности страны), а также ресурсное обеспечение пакета антикризисных мер. Все другие обязательства бюджета на всех уровнях, в том числе в рамках реализации приоритетных национальных проектов и плана развития инфраструктуры, могут быть перенесены на последующие годы. Соответственно, также откладываются возможные решения по дополнительным расходам, связанным с ускорением экономического развития и достижением национальных целей развития. В то же время мы исключаем в любом сценарии вариант секвестра бюджета, с пропорциональным сокращением всех статей, особенно связанных с оплатой труда работников бюджетной сферы и социальных выплат населению;

– Привлечение долгового финансирования дефицита федерального бюджета и бюджета расширенного правительства исключительно для компенсации выпадающих не нефтегазовых доходов, а не как источника средств для антикризисных мер и новых дополнительных расходов. Это позволит ограничить рост стоимости обслуживания долга и сохранить пространство для новых заимствований в среднесрочном периоде (до 2024 г.), не выходя за предельный безопасный для России объем государственного долга (до 30% ВВП, по нашим оценкам);

– Во всех сценариях, даже при ценах на нефть не ниже базовой цены (42,4 доллара за баррель), целесообразно использовать ФНБ России как источник средств для финансирования антикризисного пакета и возможных дополнительных расходов бюджета, помимо компенсации выпадающих нефтегазовых доходов в сценариях 1б и 2. Аргументом

в пользу такого решения служит тот факт, что ситуация в 2020 г. является исключительной, от государства требуется масштабная поддержка экономики и населения, а долговая емкость в рамках одного рынка исчерпана. В качестве дополнительного аргумента можно рассматривать вариант использования средств ФНБ России для финансирования дефицита Пенсионного фонда РФ (замещения трансферта или его части из федерального бюджета). Цель – высвободить средства федерального бюджета на другие цели, что соответствует действующим направлениям использования средств ФНБ согласно Бюджетному кодексу Российской Федерации;

– По нашим оценкам, предельный объем средств ФНБ, которые могут пойти на финансирование антикризисного пакета, составляет до 2,5 трлн. руб. (30–35 млрд долл.). Мы исходили из того, что в любом сценарии необходимо сохранить ликвидную часть ФНБ России на начало 2021 г. в объеме, необходимом для компенсации выпадающих нефтегазовых доходов (по крайней мере, в 2021 г. при снижении среднегодовых цен на нефть до 30 долл./барр. согласно бюджетному правилу, т.е. не ниже 30 млрд долл.). Это позволит снизить риски устойчивости российской бюджетной системы, которые влияют на стоимость государственных заимствований в 2020–2021 гг.;

– С учетом размера дефицитов федерального бюджета и бюджета расширенного правительства в 2020–2021 гг. считаем необходимым использовать именно в течение этих двух лет всю прибыль Банка России от продажи пакета «Сбербанка», которую предполагается направить в доходы федерального бюджета согласно условиям сделки, причем эти средства должны поступить в бюджет в виде «живых» денег;

– Поскольку дополнительные источники средств для финансирования антикризисного пакета, как показано выше, ограничены, необходимо их перераспределение внутри предельных расходов федерального бюджета и бюджетов регионов, чтобы профинансировать приоритетные антикризисные меры. В качестве имеющихся резервов можно рассматривать сокращение финансирования Федеральной адресной инвестиционной программы (ФАИП) (как это было в 2009–2010 гг. и 2015–2016 гг.); перенос на 2021–2023 гг. части расходов на реализацию национальных проектов; пересмотр критериев выделения средств и списка получателей субсидий по разделу «Национальная экономика» в пользу отраслей, наиболее пострадавших в условиях пандемии; сокращение части не первоочередных расходов на материально-техническое обеспечение федеральных органов исполнительной власти; выполнение прикладных НИОКР; некоторые в области культуры, кинематографии, физической культуры и спорта. По предварительным оценкам, общий объем перераспределяемых на этих принципах в пользу антикризисных мер ресурсов в рамках бюджета расширенного правительства

может составить до 1,5 трлн руб. (3,7% от общего объема расходов бюджета расширенного правительства);

- Таким образом, предельный объем средств для финансирования антикризисного пакета оценивается нами примерно в 4 трлн руб., 4% ВВП;

- В качестве крайних мер стабилизации государственных финансов в сценариях с наиболее тяжелыми условиями исполнения бюджета (сценарии 1б и 2), особенно в случае еще более низких цен на нефть, мы считаем возможным упомянуть также вариант инфляционного обесценения обязательств, поскольку при заметном росте дефицита бюджета расширенного правительства более 10% ВВП, с нашей точки зрения, избежать этого не удастся. Даже в странах Евросоюза и США финансирование в текущем году сопоставимых дефицитов бюджета невозможно без расширения политики количественного смягчения и прямого выкупа государственных ценных бумаг денежными властями на первичном рынке. В российских условиях аналогичные решения приведут к неизбежному ускорению темпов инфляции заметно выше таргета.

В 2021 г. в рамках рассмотренных сценариев ситуация в бюджетной сфере представляется более стабильной, тем не менее, внутренние дисбалансы в рамках бюджетной системы будут нарастать.

Первый вызов, с которым столкнется Правительство Российской Федерации уже осенью 2020 г. при планировании федерального бюджета на 2021–2023 гг., заключается в том, что вследствие изменившихся макроэкономических параметров прогноза на 2021 г. расходы на 2021 г. не соответствует предельному объему расходов федерального бюджета согласно бюджетному правилу на этот год. Это означает, что при сохранении действия бюджетного правила в текущей редакции, объем расходов федерального бюджета должен быть сокращен примерно на 2–3 трлн руб. (т.е. на 10–13%). В условиях безусловного сохранения социальных выплат населению такое сокращение возможно только за счет отказа от большинства расходов инвестиционного характера и дальнейшего переноса на последующие годы финансирования мероприятий, предусмотренных приоритетными национальными проектами и планами развития инфраструктуры.

Этот сценарий, особенно на этапе выхода экономики из кризиса и возобновления экономического роста, будет иметь серьезные отрицательные последствия для экономики. Чтобы перезапустить реализацию приоритетных национальных проектов и поддержать рост экономики за счет бюджетных стимулов, мы считаем необходимым приостановить действие бюджетного правила в 2021 г. в части ограничения расходов федерального бюджета сверх расчетной величины расходов при базовой цене на нефть, и разрешить их превышение в размере до 4% ВВП (т.е. разрешить дефицит федерального бюджета в

размере 4% ВВП). Это позволит сохранить номинальные объемы федерального бюджета на 2021 г., заложенные в законе о бюджете на 2020–2022 гг., и профинансировать предусмотренные приоритетными национальными проектами расходы в 2021 г. в полном объеме. Дефицит федерального бюджета и соответствующий ему дефицит бюджета расширенного правительства могут быть профинансированы за счет части прибыли Банка России от продажи пакета «Сбербанка» и новых заимствований на внутреннем рынке в размере до 3,5% ВВП. Именно такой вариант параметров федерального бюджета на 2021 г. рассмотрен в рамках наших сценариев. Если же цены на нефть окажутся ниже базового уровня в 2021 г. (43,3 долл./барр.), выпадающие нефтегазовые доходы должны быть компенсированы за счет средств ФНБ России, как и предполагает бюджетное правило.

Второй вызов связан с необходимостью ускорить реализацию приоритетных национальных проектов после задержки их исполнения на протяжении первых двух лет. Такое ускорение, как предполагалось нами в 2019 г. и в начале 2020 г., потребует увеличения производительных государственных расходов и социальных расходов примерно на 2–2,5 п.п. ВВП (до совокупного уровня бюджета расширенного правительства в 34,5–35% ВВП). Однако вследствие сокращения номинальных объемов ВВП в условиях кризиса 2020 г. плановый номинальный уровень расходов бюджета расширенного правительства составит 37,5–38,5%. Это, по нашему мнению, выше долгосрочного устойчивого уровня расходов этого бюджета для России, который может быть обеспечен его доходной частью при действующих параметрах налоговой системы в Российской Федерации. Соответственно, обсуждение бюджетного маневра в сторону производительных расходов с увеличением общего уровня расходов бюджетной системы в долях ВВП откладывается до момента снижения этого уровня до 34–34,5% ВВП, вероятно, не ранее 2023 г. До этого времени бюджетный маневр возможен только за счет повышения эффективности в рамках действующих обязательств и перераспределения расходов между отдельными статьями, без изменения общего объема расходов бюджета расширенного правительства.

Несмотря на указанные выше проблемы с планированием и исполнением бюджета расширенного правительства в 2021 г., мы, тем не менее, считаем возможным вернуться в 2021 г. к предложению о снижении уровня налоговой нагрузки на труд, в частности, к переходу к плоской ставке страховых взносов на уровне 22% (для малого и среднего бизнеса остается пониженная ставка 15%). Это решение, на наш взгляд, станет существенным стимулом для расширения найма персонала и расширения инвестиционной активности, а также повышения конкурентоспособности российских производителей.

Кроме того, мы рассматриваем эту меру как компенсацию для бизнеса увеличения налоговой нагрузки в 2019 г., когда была повышена на 2 п.п. основная ставка НДС. По нашим оценкам, с учетом уже принятого решения о более радикальном снижении ставки страховых взносов для малого и среднего бизнеса с 30% до 15%, потери внебюджетных фондов составят в условиях 2021 г. 600–700 млрд руб. Эта мера позволит снизить расходы федерального и консолидированного бюджетов регионов на оплату труда бюджетников, куда входят страховые взносы. Такая экономия составит около 150 млрд руб. для региональных бюджетов и до 100 млрд руб. для федерального бюджета. Итоговый эффект для бюджета расширенного правительства оценивается нами примерно в -400 млрд руб. (0,4% ВВП). Увеличение дефицита бюджета расширенного правительства и федерального бюджета на эту величину, по нашему мнению, полностью может быть профинансировано за счет государственных заимствований (во всех сценариях с учетом снижения доходов на эту величину потребность в заимствованиях остается в 2021 г. в пределах 5% ВВП), а в последующие годы можно рассчитывать на повышение общих налоговых доходов бюджета за счет ускорения роста экономики.

Долговая политика. Как видно из приведенных выше сценариев бюджетной политики, в 2020 г. потребность бюджетной системы в государственных заимствованиях для финансирования дефицита бюджета расширенного правительства составляет от 5,2 до 7,1% ВВП, кроме того, примерно 1,2– 1,5% ВВП составляет объем государственных ценных бумаг, погашаемых и рефинансируемых в 2020 г. Таким образом, совокупный объем предложения федеральных и субфедеральных ценных бумаг на долговом рынке Российской Федерации может составить 6,5–8 трлн руб. По нашим оценкам, при сохранении стоимости заимствования в пределах 10% годовых этот объем близок к предельной емкости внутреннего рынка госдолга, которая (с учетом объема ликвидности в банковском секторе, на руках населения и компаний, потенциального притока средств нерезидентов) не превышает 7–8 трлн руб.

Ограничением для расширения государственных заимствований является изменение стоимости заимствований (вследствие объема предложения ценных бумаг и реакции рыночных ставок в экономике России на изменение курса рубля, а также процентной политики Банка России). В текущих условиях высока вероятность того, что реакция рыночных процентных ставок на изменение ключевой ставки будет ассиметричной (высокая корреляция в случае повышения, но отсутствие реакции или даже отрицательная корреляция в случае снижения, в зависимости от динамики курса). Влияние курсовой составляющей на ставки может быть заметно выше, чем изменение ставок вследствие изменения предложения бумаг на рынке.

Снижение ставок на ведущих мировых финансовых рынках увеличивает спред между ставками в России и в мире и повышает привлекательность российского долгового рынка для иностранных инвесторов даже при нынешних уровнях ставок по облигациям, если Банк России сможет контролировать ситуацию на валютном рынке.

С учетом отмеченных выше факторов и чувствительности ставок к объему предложения государственных бумаг и курсовых рисков, по нашим оценкам, при заимствованиях в объеме до 6,5 трлн руб. (сценарий 1а) ставки по ОФЗ увеличатся по отношению к уровню на середину апреля 2020 г. примерно на 1,25–1,75 п.п., т.е. до 6,75–8,75% годовых в зависимости от срока до погашения. При увеличении объема заимствований до 8 трлн руб. (сценарий 2) требуемый инвесторами прирост доходности по отношению к текущему уровню достигнет 2–3,25 п.п., т.е. до 7,5–11,25% годовых. При сохранении инфляции в пределах 4–5% в год это означает реальную стоимость заимствований в размере 3–6 п.п. Если руководствоваться эмпирическим правилом, согласно которому критерием устойчивости государственного долга можно считать равенство реальной ставки по долгу темпу реального роста ВВП, то данный рост стоимости можно считать предельным, исходя из прогнозных темпов роста ВВП в 2021 г. Именно поэтому мы считаем, что дальнейшее увеличение государственных заимствований для финансирования, например, антикризисного пакета является нежелательным и повышает риски долговой устойчивости, даже при том, что общий объем государственного долга Российской Федерации остается в пределах 25–30% ВВП. В текущих условиях выпуск государственного долга, с учетом других потенциальных внешних шоков, целесообразно проводить исключительно в национальной валюте, чтобы исключить курсовые риски для федерального бюджета. При этом срок новых выпусков должен составлять не менее двух лет, чтобы исключить давление на расходы федерального бюджета в 2021–2022 гг., когда придется финансировать основную часть отложенных расходов в рамках реализации национальных проектов.

Нам представляется целесообразным активизировать заимствования именно во II–III кварталах 2020 г. Во-первых, как мы писали, именно в это время из-за более низких цен на нефть важно привлечение средств нерезидентов на российский валютный рынок, а ожидание роста курса рубля при повышении во втором полугодии и в последующие годы цен на нефть относительно исключительно низких текущих уровней снизит аппетиты инвесторов в отношении доходности. Во-вторых, пока не реализовались риски дополнительных внешних шоков, снижается вероятность повышения ключевой ставки Банком России для защиты внутреннего финансового и валютного рынков. В-третьих, в ситуации потенциального возникновения проблем с обслуживанием кредитов, российские

банки заинтересованы в увеличении портфеля облигаций федерального займа, которые они могут потом использовать для доступа к ликвидности от Банка России, когда качество их кредитных портфелей ухудшится. В-четвертых, финансирование пакета стабилизационных мер необходимо прямо сейчас, тогда как поступления налоговых и неналоговых доходов федерального бюджета падают вследствие предоставления отсрочек по налогам и снижения экономической активности.

В 2021 г., согласно нашим бюджетным сценариям, объем государственных заимствований с учетом рефинансирования погашаемых в этом году ранее выпущенных ценных бумаг составит от 5 до 7 трлн руб.¹ (4,5–6,5% ВВП). Эти объемы, по нашему мнению, также соответствуют потенциальной емкости российского долгового рынка при участии нерезидентов. При прогнозируемой нами инфляции в 4% годовых и ключевой ставке Банка России на уровне 5% стоимость заимствований в 2021 г. составит от 5–6,75% годовых в сценарии 1а до 6–9,25% в сценарии 2. Таким образом, в сценарии 2 снова возникают риски нарушения критериев устойчивости государственного долга, поскольку реальная стоимость заимствований достигает 5 п.п., что, очевидно, выше ожидаемых темпов роста экономики Российской Федерации в среднесрочной перспективе.

Банковский сектор. По состоянию на I квартал 2020 г. российский банковский сектор, в отличие от ситуации 2008 г. или 2014 г., значительно менее подвержен негативному влиянию падения цен на нефть и девальвации рубля. Если по состоянию на 1 октября 2008 г. внешняя задолженность банковского сектора составляла 197,9 млрд долл., а на 1 октября 2014 г. – 192,25 млрд долл., то на 1 января 2020 г. эта сумма не превышала 77 млрд долл. Принимая во внимание наши прогнозы относительно масштабов снижения курса рубля к иностранным валютам (не более 20% за год в худших сценариях), мы считаем, что угрозы стабильности банковского сектора в 2020–2021 гг. отсутствуют.

Финансовый и банковский сектор напрямую не затронуты введенными ограничениями, поэтому эффект от влияния пандемии на него является отложенным. Основными каналами влияния на банковский сектор Российской Федерации является рост доли «плохих» кредитов на балансе кредитных организаций по мере ухудшения финансового положения компаний и населения вследствие ограничений на ведение бизнеса, падения объема продаж, потери работы и т.д. Поскольку существуют лаги между прекращением обслуживания кредита и признанием его просроченным, либо кредит оказывается просроченным, когда заемщик не выплачивает основную сумму долга согласно изначальному графику, реализация данных рисков для банковского сектора ожидается не ранее II квартала 2020 г., а основная доля «плохих» кредитов в активах банков выявится в III–IV кварталах 2020 г.

По нашим оценкам, в сценарии 1 с учетом вероятности приостановки деятельности компаниями по отраслям экономики, которую мы применяли при оценке «стоимости» карантина для ВВП Российской Федерации, доля кредитов нефинансовым организациям, выданным компаниями из этих отраслей, составляет примерно 42,5% от общего объема кредитов некредитных финансовых организаций (НФО). Если предположить, что доля просроченных кредитов достигнет 25%, что является крайне высоким показателем, то по отношению к общему объему кредитного портфеля банковского сектора доля плохих кредитов составит около 10,5%. Принимая во внимание тот факт, что по состоянию на 1 марта 2020 г. доля просрочки по кредитам НФО составляла 7,6%, рост данного показателя потребует увеличения резервов банков на возможные потери до 850 млрд руб.¹

В сценарии 2 охват отраслей, понесших финансовые потери от карантинных мер и ограничений на ведение бизнеса, будет большим, поэтому в этом сценарии доля просроченных кредитов может достигнуть примерно 16,0%, т.е. прирост «плохих» кредитов к концу года может достигнуть 1,6 трлн руб. В отношении кредитов физическим лицам мы предполагаем, что в случае падения реальных доходов населения на 3,5–6,5% по итогам 2020 г. во втором полугодии уровень просроченной задолженности приблизительно составит по потребительским кредитам физлицам – 8–12% (на 1 февраля 2020 г. – 46,5%), в том числе по ипотечным жилищным кредитам – 2,5–4% (на 1 февраля 2020 г. – 1,2%). Таким образом, прирост стоимости просроченных кредитов физическим лицам может достигнуть на 1 января 2021 г. 0,6–1,3 трлн руб. в зависимости от сценария.

В целом объем новых просроченных кредитов НФО и населению к концу 2020 г. по отношению к началу марта 2020 г. составит до 1,45–2,9 трлн руб. В то же время, исходя из данных о совокупности достаточности капитала (норматив Н1.0), которая составляла на 1 марта 2020 г. 12,4%, банковская система может списать дополнительно из совокупного капитала в резервы под возможные потери не более 1 трлн руб. (с 1 января 2020 г. норматив Н1.0 для системно значимых кредитных организаций составляет 11,5%, а для других кредитных организаций – 10,5%). Иными словами, для поддержания достаточного уровня капитала банковской системы во втором полугодии 2020 г. может понадобиться поддержка со стороны Банка России или таких институтов, как АСВ или ФКБС, в размере от 0,5 трлн руб. (в сценарии 1а) до 1,9 трлн руб. (сценарий 2, эквивалентно 2,0% ВВП)¹. В качестве инструментов поддержки могут выступать стабилизационные долгосрочные беззалоговые кредиты банковскому сектору, рекапитализация банков за счет субординированных займов, вход в капитал проблемных организаций.

В 2021 г. по мере роста экономики России, улучшения финансового положения компаний и роста реальных доходов населения мы ожидаем снижение доли просроченных

кредитов НФО до 8,5–11%, по кредитам физических лиц – до 6,0–7,5% (при росте совокупного кредитного портфеля банков на 5–7%). Соответственно, в этом году не будет необходимости в дополнительной финансовой поддержке сектора со стороны Банка России. В то же время после отмены введенных в отношении банковского сектора регуляторных послаблений в 2021 г. можно ожидать увеличения числа отозванных банковских лицензий у тех кредитных организаций, ухудшение финансового положения которых в 2020–2021 гг. является критическим, и расширения числа банков-клиентов Агентства по страхованию вкладов (АСВ) или Фонда консолидации банковского сектора (УК ФКБС).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Порядок и сроки разработки Основных направлений на период 2016–2018 годов, а также на период 2019–2021 годов соответствуют требованиям действующего законодательства Российской Федерации.

Действующим законодательством не определены понятия «финансовый рынок», «развитие и обеспечение стабильности функционирования финансового рынка», а также цели и инструментарий политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации и требования к Основным направлениям. Банк России самостоятельно определял цели и содержание своей работы по выполнению возложенных на него функций в данной сфере. Представляется целесообразным регламентировать данные вопросы в действующем законодательстве, как это реализовано в отношении денежнокредитной политики.

Цели Основных направлений на период 2016–2018 годов и на период 2019–2021 годов идентичны и носят общий характер. Из трех целей указанных документов две направлены на увеличение вклада финансового сектора в решение общенациональных социально-экономических задач (повышение уровня и качества жизни граждан, обеспечение экономического роста) и лишь третья (создание условий для роста финансовой индустрии) связана с развитием собственно финансового сектора. В связи с этим следует отметить, что регуляторы финансовых рынков развитых зарубежных стран (в частности, США, Германии, Великобритании) ставят в своих документах задачи более прикладного характера, непосредственно относящиеся к их компетенции.

План мероприятий на период 2016–2018 годов выполнен на 97,8 %, то есть практически полностью. Несмотря на это, не достигнуты целевые значения по 8 из 13 КПЭ, установленных Основными направлениями на период 2016–2018 годов, а также по 5 из 7 значений показателей развития финансового рынка, ожидаемых в случае успешной реализации мероприятий Основных направлений на период 2016–2018 годов. Это свидетельствует о недостаточности предусмотренных мер для достижения поставленных целей.

Ряд КПЭ, установленных Основными направлениями на период 2016–2018 годов и на период 2019–2021 годов, напрямую не связаны с поставленными в них целями и не характеризуют их достижение. Часть показателей носит субъективный характер, что затрудняет объективное измерение и оценку достигнутых результатов. Количественные параметры развития финансового рынка по итогам реализации Основных направлений на

период 2019–2021 годов не определены даже в качестве ожидаемых, как это было сделано в предшествующем аналогичном документе.

Представляется необходимым совершенствование системы показателей, характеризующих реализацию Основных направлений: обеспечение их большей увязки с достижением целей развития финансового рынка, более полного охвата поставленных задач, а также использование объективных измеримых показателей. При этом целесообразно учитывать опыт международных финансовых организаций по разработке системы показателей, характеризующих состояние и развитие финансовых рынков (в том числе Индекс финансового развития МВФ и материалы Всемирного банка по бенчмаркингу финансовых систем).

За исследуемый период, несмотря на повышение в целом позиций России в Индексе глобальной конкурентоспособности (с 45 до 43 места), по развитию финансового рынка Российская Федерация не улучшила свои позиции (заняв 95 место как в 2015–2016 годах, так и в 2019 году). За 2015–2018 годы из 8 компонентов фактора «Развитие финансового рынка» относительное место России ухудшилось по 7 компонентам, улучшилось по 1 компоненту. По данным Банка России, в исследуемом периоде совокупный объем крупнейших секторов финансового рынка России по отношению к ВВП снизился со 110 % ВВП в 2016 году до 103 % ВВП в 2018 году и оставался существенно ниже максимального значения, достигнутого в 2007 году (141 % ВВП). Низкие позиции России по показателям развития и масштабу финансового рынка говорят о его несопоставимости с масштабом экономики страны и ее потребностями в финансовых ресурсах, прежде всего, в инвестициях.

Состояние основных секторов российского финансового рынка в проверяемом периоде характеризуется следующими данными.

В течение исследуемого периода количество институтов финансового рынка значительно сократилось, в отдельных секторах до 1,5–2 раза. Это свидетельствует о сложности выхода на финансовый рынок новых участников, которые бы поддерживали уровень конкуренции на нем.

На развитии финансового рынка сказывались низкие темпы роста в его крупнейшем секторе – банковской сфере. По данным Всемирного банка, в России внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором, составлял в 2015 году 57,8 % ВВП и относительно сократился в 2018 году до 53,9 % ВВП. В мире данный показатель увеличился со 132,8 % ВВП в 2015 году до 142,5 % ВВП в 2018 году. За 2016–2018 годы имел место рост кредитования физических лиц, но кредиты нефинансовым организациям сократились в реальном выражении и по отношению к ВВП.

Такая динамика говорит о неблагоприятных условиях для кредитования реального сектора экономики, сложившихся в исследуемом периоде.

Быстрый рост объемов размещения облигаций, в том числе корпоративных, сделал данный сектор российского фондового рынка одним из важнейших источников привлечения финансовых ресурсов в реальный сектор экономики. Чистый прирост задолженности нефинансовых организаций по облигациям за исследуемый период в 42 раза превысил аналогичный показатель банковского кредитования. В то же время данная форма привлечения финансовых ресурсов доступна не всем эмитентам.

В исследуемом периоде привлечение бизнесом нового капитала через размещение акций было незначительным по сравнению с привлечением банковских и облигационных займов. Повышение капитализации российского рынка акций в основном было связано со вторичным оборотом ценных бумаг. Публичные размещения акций носили эпизодический характер и проводились в небольших объемах (2,9 % прироста капитализации рынка акций за 2016–2018 годы). Количество эмитентов на рынке акций сократилось. Это говорит о низкой привлекательности рынка акций как источника финансовых ресурсов.

Несмотря на значительный рост показателей развития страхового сектора в исследуемом периоде, состояние страховой отрасли в России по ряду показателей не соответствует уровню экономического развития нашей страны. По основным показателям страхования Россия значительно уступает не только ведущим экономикам мира, но и большинству развивающихся стран, включая страны БРИКС.

Анализ ситуации в основных секторах финансового рынка в исследуемом периоде показывает, что с учетом их масштаба и динамики показателей наиболее значимые резервы ускорения его развития, увеличения его вклада в обеспечение экономического роста связаны с:

- расширением банковского кредитования экономики, прежде всего, нефинансовых организаций;
- созданием условий и стимулов для более широкого привлечения бизнесом капитала через механизм публичного размещения акций;
- развитием страхового сектора, повышением показателей проникновения и плотности страхования до уровня, близкого к зарубежным странам, сопоставимым с Россией по своему экономическому развитию;
- развитием конкуренции на финансовом рынке, уровень которой в исследуемом периоде существенно понизился в связи со значительным сокращением количества институтов финансового рынка во всех его секторах.

Основные направления не являются документом стратегического планирования и не встроены в систему стратегического планирования. Это не обеспечивает учет их положений в деятельности федеральных органов исполнительной власти, их полное соответствие документам стратегического планирования, а также соблюдение Банком России принципов и требований, установленных Федеральным законом № 172-ФЗ (прежде всего, принципов реалистичности, результативности и эффективности, измеряемости целей, соответствия показателей целям, ответственности участников стратегического планирования). В настоящее время в Основных направлениях и в работе Банка России по их реализации обеспечивается не в полной мере. Кроме того, Банк России – единственный участник стратегического планирования на федеральном уровне, за которым не закреплены никакие конкретные функции и задачи в этой области. Для решения этих проблем представляется необходимым совершенствование законодательства о стратегическом планировании.

Для развития финансового рынка помимо возможностей предоставления (и получения) услуг, востребованных его участниками, требуется также наличие у них мотивации для работы именно на российском финансовом рынке, для инвестиций в экономику России, а не других стран, предлагающих аналогичный спектр финансовых услуг. Возможности Банка России по созданию стимулов для инвестиций ограничены. В значительной степени решение этих задач требует структурных реформ, проведение которых относится к компетенции Правительства Российской Федерации. В связи с этим достаточность целей и мер, предусмотренных Основными направлениями, в определяющей степени зависит от эффективной организации взаимодействия между Банком России и Правительства Российской Федерации.

Несмотря на нормы Федерального закона № 86-ФЗ о разработке и проведении политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации Банком России во взаимодействии с Правительством Российской Федерации, в настоящее время порядок и формы указанного взаимодействия не определены. На законодательном уровне не определен порядок участия федеральных органов исполнительной власти в реализации Основных направлений и участия Банка России в реализации документов стратегического планирования, включая Госпрограмму. Планы мероприятий по реализации Основных направлений с участием Банка России, федеральных органов исполнительной власти и иных организаций утверждались на основе разовых решений, ответственность исполнителей за выполнение предусмотренных ими мероприятий не установлена, что не обеспечивает их надлежащее выполнение, а также принятие в будущем аналогичных документов.

Отсутствие законодательной регламентации взаимодействия между Банком России с Правительством Российской Федерации по разработке и реализации политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансовых рынков создает риски несогласованности их действий и недостижения целей, установленных документами стратегического планирования в этой сфере, что требует совершенствования действующего законодательства по данным вопросам.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Sims, C. (2003). Comments on Smets and Wouters. Working paper, Princeton University. Available at <http://sims.princeton.edu/yftp/Ottawa/SWcommentSlides.pdf>.
2. Faust, J. and J. H. Wright (2013). Forecasting inflation. In G. Elliott and A. Timmermann (Eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Volume 2A, 2–56. Amsterdam: Elsevier.
3. Faust, J. (2012). DSGE models: I smell a rat (and it smells good). *International Journal of Central Banking* 8 (1), 53–64
4. Faust, J. and A. Gupta (2012). Posterior predictive analysis for evaluating DSGE models. Working Paper 17906, National Bureau of Economic Research.
5. Granger, C. W. J. and M. J. Machina (2006). Forecasting and decision theory. In G. Elliott, C. W. J. Granger
6. Carriero, A. and R. Giacomini (2011). How useful are no-arbitrage restrictions for forecasting the term structure of interest rates? *Journal of Econometrics* 164, 21–34.
7. Pagan, A. (2003). Report on modelling and forecasting at the Bank of England. *Bank of England Quarterly Bulletin* 43, 1–29.
8. Edge, R. M., M. T. Kiley and J. P. Laforge (2008). Natural rate measures in an estimated DSGE model of the US economy. *Journal of Economic Dynamics and Control* 32, 2512–35.
9. Del Negro, M. and F. Schorfheide (2012). DSGE model-based forecasting. Staff report 554, Federal Reserve Bank of New York.
10. Guřkaynak, R., B. Kısacıkog˘lu and B. Rossi (2013). Do DSGE models forecast more accurately out-of sample than VAR models? *Advances in Econometrics* 32, 27–79.
11. Inoue, A. and L. Kilian (2005). In-sample or out-of-sample tests of predictability: which one should we use? *Econometric Reviews* 23, 371–402.
12. Hansen, P. R. and A. Timmermann (2013). Equivalence between out-of-sample forecast comparisons and Wald statistics. CREATES Working paper 2012-45, School of Economics and Management, University of Aarhus.
13. Giacomini, R. and H. White (2006). Tests of conditional predictive ability. *Econometrica* 74, 1545–78.
14. Clark, T. and M. McCracken (2001). Tests of equal forecast accuracy and encompassing for nested models. *Journal of Econometrics* 105, 85–110.
15. Guřkaynak, R., B. Kısacıkog˘lu and B. Rossi (2013). Do DSGE models forecast more accurately out-of sample than VAR models? *Advances in Econometrics* 32, 27–79.

16. Sims, C. (2003). Comments on Smets and Wouters. Working paper, Princeton University. Available at <http://sims.princeton.edu/yftp/Ottawa/SWcommentSlides.pdf>.
17. Giacomini, R. and B. Rossi (2010). Forecast comparisons in unstable environments. *Journal of Applied Econometrics* 25, 595–620.
18. Giacomini, R. and B. Rossi (2015). Model comparisons in unstable environments. CWP 13/12, Centre for Microdata Methods and Practice, Institute for Fiscal Studies and University College London.
19. Adolfson, M., J. Linde and M. Villani (2007). Forecasting performance of an open economy Dynamic Stochastic General Equilibrium model. *Econometric Reviews* 26, 289–328.
20. Edge, R. M. and R. S. Guřkaynak (2010). How useful are estimated DSGE model forecasts for central bankers? *Brookings Papers on Economic Activity* 41, 209–59.
21. Edge, R.M., M. T. Kiley and J. P. Laforte (2010). A comparison of forecast performance between federal reserve staff forecasts, simple reduced-form models, and a DSGE model. *Journal of Applied Econometrics* 25, 720–54.
22. Burmeister, Edwin; Wall, Kent D. (1986). "The arbitrage pricing theory and macroeconomic factor measures". *Financial Review*. 21 (1): 1–20.
23. Agmon, Tamir; Findlay, M. Chapman (Nov–Dec 1982). "Domestic Political Risk and Stock Valuation". *Financial Analysts Journal*. 38 (6): 74–77.
24. Chen, Nai-Fu; Roll, Richard; Ross, Stephen (1986). "Economic Forces and the Stock Market" (PDF). *Journal of Business*. 59(3): 383–403.
25. Chong, James; Halcoussis, Dennis; Phillips, G. Michael (2011). "Does market volatility impact presidential approval?". *Journal of Public Affairs*. 11 (4): 387–394.
26. Aretz, Kevin; Bartram, Söhnke M.; Pope, Peter F. (June 2010). "Macroeconomic Risks and Characteristic-Based Factor Models". *Journal of Banking and Finance*. 34 (6): 1383–1399.
27. Del Negro, M., F. Schorfheide, F. Smets and R. Wouters (2007). On the fit of new Keynesian models. *Journal of Business and Economic Statistics* 25, 143–62.
28. Caldara, D., R. Harrison and A. Lipinska (2012). Practical tools for policy analysis in DSGE models with missing channels. Finance and Economics Discussion Series 2012-72, Board of Governors of the Federal Reserve System.
29. Canova, F. (2009). How much structure in empirical models? In T. Mills and K. Patterson (Eds.), *Handbook of Applied Econometrics*, Volume 2, 68–97. London: Palgrave Macmillan.
30. Canova, F. and F. Ferroni (2011). Multiple filtering devices for the estimation of cyclical DSGE models. *Quantitative Economics* 2, 73–98.

31. Moretti, G. and G. Nicoletti (2010). Estimating DSGE models with unknown data persistence. Working paper 750, Bank of Italy.
32. Pesaran, M. H. and R. P. Smith (2011). Beyond the DSGE straitjacket. Discussion Paper 5661, Institute for the Study of Labor (IZA).
33. Faust, J. and J. H. Wright (2013). Forecasting inflation. In G. Elliott and A. Timmermann (Eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Volume 2A, 2–56. Amsterdam: Elsevier.
34. Groen, J. J. J., G. Kapetanios and S. Price (2009). A real time evaluation of Bank of England forecasts of inflation and growth. *International Journal of Forecasting* 25, 74–80.
35. Meese, R. A. and K. S. Rogoff (1983). Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample? *Journal of International Economics* 14, 3–24.
36. Rossi, B. (2013a). Exchange rate predictability. *Journal of Economic Literature*, 51, 1063–119.
37. De Mol, C., D. Giannone and L. Reichlin (2008). Forecasting using a large number of predictors: is Bayesian shrinkage a valid alternative to principal components? *Journal of Econometrics* 146, 318–28.
38. Rossi, B. (2013b). Advances in forecasting under instability. In G. Elliott and A. Timmermann (Eds.).
39. Rossi, B. (2013b). Advances in forecasting under instability. In G. Elliott and A. Timmermann (Eds.).
40. Clements, M. P. and D. F. Hendry (1995). Forecasting in cointegrated systems. *Journal of Applied Econometrics* 10, 127–46.
41. Boivin, J. and M. Giannoni (2006). DSGE models in a data-rich environment. Working Paper 12772, National Bureau of Economic Research.
42. Faust, J. and J. H. Wright (2013). Forecasting inflation. In G. Elliott and A. Timmermann (Eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Volume 2A, 2–56. Amsterdam: Elsevier.
43. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. No 2043-р; Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 22 июля 2013 г. No 1293-р; Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 декабря 2012 г. No 2524-р.

44. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 г. No 1662-р.

45. Утверждена постановлением Правительства Российской Федерации от 15 апреля 2014 г. No 320 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков». В редакции постановления Правительства Российской Федерации от 29 марта 2019 г. No 370 «О внесении изменений в государственную программу Российской Федерации «Управление государственными финансами и регулирование финансовых рынков» состав подпрограмм изменен; указанная подпрограмма 7 «Эффективное функционирование финансовых рынков, банковской, страховой деятельности, схем инвестирования и защиты пенсионных накоплений» исключена, включена подпрограмма 5 «Развитие законодательства Российской Федерации в сфере финансовых рынков, валютного регулирования и валютного контроля, отрасли драгоценных металлов и драгоценных камней».

46. https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16726/wps_14.pdf

47. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydzenka K., Yousefi S. R. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. IMF Staff Discussion Note, SDN/15/08.

48. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2012). Benchmarking financial systems around the world. World Bank Policy Research Working Paper, No. 6175.

49. Индексы MSCI рассчитываются агентством Morgan Stanley Capital International на основе цен акций эмитентов стран с формирующимися и развитыми рынками, в том числе России.