

Научно-
практический
журнал

Э Д У

Эффективное антикризисное управление

**Антикризисные
стратегии**

регионов
и муниципалитетов.

Переход
к устойчивому
развитию

редакционный совет

ББК 65.01
65.051
УДК 338
351/354

Председатель редакционного совета:

Порфирьев Б. Н. — заместитель директора Института народнохозяйственного прогнозирования РАН, завлабораторией анализа и прогнозирования природных и техногенных рисков экономики, член-корреспондент РАН, д. э. н., профессор

Заместитель председателя:

Эскиндаров М. А. — ректор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, д. э. н., профессор

Члены редакционного совета:

Буксман А. Э. — первый заместитель Генерального прокурора Российской Федерации

Свириденко О. М. — заместитель председателя Верховного суда РФ

Голубев С. А. — член совета директоров Азиатско-Тихоокеанского банка, д. ю. н., профессор

Карлик А. Е. — проректор по научной работе Санкт-Петербургского университета экономики и финансов, д. э. н., профессор

Никитин Г. С. — первый заместитель министра промышленности и торговли Российской Федерации, к. э. н.

Ряховская А. Н. — заведующая кафедрой «Стратегический и антикризисный менеджмент» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, д. э. н., профессор

Трачук А. В. — генеральный директор АО «Гознак», д. э. н., профессор кафедры «Стратегический и антикризисный менеджмент» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

Цветков В. А. — директор Института проблем рынка РАН, член-корреспондент РАН, проректор по научной работе Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, д. э. н., профессор

Цариковский А. Ю. — статс-секретарь – заместитель руководителя Федеральной антимонопольной службы, профессор ГУ ВШЭ, завкафедрой «Управление государственными и муниципальными заказами»

Федотова М. А. — заместитель проректора по научной работе Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, д. э. н., профессор

Редколлегия:

Трачук А. В. — главный редактор, д. э. н., профессор кафедры «Стратегический и антикризисный менеджмент» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации

Авдийский В. И. — декан факультета «Анализ рисков и экономическая безопасность» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, д. ю. н., профессор

Крюкова О. Г. — профессор кафедры «Стратегический и антикризисный менеджмент» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, к. э. н.

Ипатов Н. В. — шеф-редактор

Новости антикризисного управления

- место встречи** ● **Финансовая отрасль: новые вызовы, прорывы и планы**
- дискуссия** ● **Инновации: условия сверху, развитие изнутри и помощь со стороны**
- дискуссия** ● **Долги нуждаются в общей координации**
- дискуссия** ● **Экономические рычаги удобнее стреляющих ракет**
- место встречи** ● **На одном языке с бизнесом**
- экономический обзор** ● **Снижение инфляции создает новые факторы риска**
- **Литература**
- **Ресурсы**

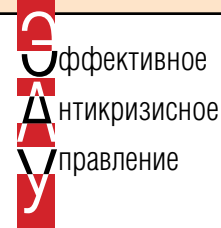
С октября 2010 г. журнал «Эффективное Антикризисное Управление» включен в Перечень российских рецензируемых научных журналов, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук. Данный перечень опубликован на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки РФ.



Наука

Противостояние кризисам

- А. Н. Ряховская** ● **Модернизация российских моногородов: стратегические ориентиры институционального реформирования**
- А. Г. Полякова** ●
- М. К. Черняков** ● **Стратегия сохранения инвестиционной привлекательности города в условиях санкций**
- М. М. Чернякова** ●
- Н. В. Левицкая** ● **Анализ методик оценки эффективности реализации государственных программ отдельных субъектов Российской Федерации**
- И. И. Савельев** ●
- А. А. Прохорова** ● **Развитие антикризисных программ Правительства Российской Федерации с 2009 года**



6
14
20
26
30
36
42
48

Учредители

Журнал «Эффективное Антикризисное Управление» зарегистрирован 16.10.2000 г. Перерегистрация состоялась в 2013 г. Свидетельство о регистрации СМИ ПИ № ФС77-53580 от 04.04.2013 г. выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» (Финуниверситет)

Общество с ограниченной ответственностью «Издательский дом «Реальная экономика»

Издатель – ООО «Издательский дом «Реальная экономика»

Главный редактор – Аркадий ТРАЧУК

Литературный редактор – Ольга КАППОЛЬ
Дизайн – Ирина ЧУДИ
Верстка – Николай КВАРТНИКОВ
Корректор – Симма ПОШИВАЛОВА

Генеральный директор – Валерий ПРЕСНЯКОВ
Партнерские проекты по конференциям и семинарам – Александр ПРИВАЛОВ
(pr@e-c-m.ru)

Подписка и распространение – Ирина КУЖИМ
(podpiska@e-c-m.ru)

Редакция

Адрес редакции:
ООО «Издательский дом «Реальная экономика»
107078, Москва, ул. Новая Басманная, 10, строение 1, подъезд 6
Тел. (495) 632-2322

190020, Санкт-Петербург,
Старо-Петергофский пр., 43–45, лит. Б, оф. 4н
Тел.: (812) 495-4302, 346-5015, 346-5016
Факс: (812) 325-2099
www.e-c-m.ru, e-mail: info@e-c-m.ru

ООО «Типография Литас+»:
190020, Санкт-Петербург,
Лифляндская ул., 3

При использовании материалов ссылка на «Эффективное Антикризисное Управление» обязательна

Периодичность 6 раз в год
Свободная цена

Тираж 1900 экз.

54
66
72
78

Science

Modernization of Russian mono-production towns: strategic goals of institutional reforms

A.N. RIAKHOVSKAYA Doctor of Economics, professor, head of department «Strategic and Anti-Crisis Management» in FSFEI of HPE (Federal State-Funded Educational Institution of Higher Professional Education) «Financial University under the Government of the Russian Federation», rector of Institute of Economics and Anti-Crisis Management, a member of subcommittee on anti-crisis management and distressed debts of business security committee of CCI RF (Chamber of Commerce and Industry of the Russian Federation), honored economist of the Russian Federation, a member of Russian Academy of Engineering. Research interests: Anti-Crisis Management.

E-mail: Rectorat_ieay@mail.ru

Economic and social working arrangement in Russia is determined by spatial nonuniformity and underpopulation. The existing mono-towns are quite different and yet there isn't single methodological foundation or practical way of development their territories. Taking in view their considerable mass and conglomeration of population in them, finding a source of Russian mono-towns modernization is becoming a major factor of macroeconomic dynamics.

cluster, development model, modernization, mono-town, monoprofile municipal unit, spatial economics, strategy

A.G. POLIAKOVA Doctor of Economics, professor of department «Strategic and anti-crisis management» in FSFEI of HPE «Financial University under the Government of the Russian Federation», rector of Institute of Economics and anti-crisis management, a member of subcommittee on anti-crisis management and distressed debts of business security committee of CCI RF. Research interests: Regional and Spatial Economics.

E-mail: agpolyakova@mail.ru

Maintaining strategy of investment attractiveness of the city in conditions of sanctions

M. K. CHERNIAKOV Doctor of Economics, professor, head of department "Management", PEI of HE (Private Educational Institution of Higher Education) «Siberian University of Consumer Cooperation». Research interests: Budget and Investments Management.

E-mail: ch_meneg@sibupk.nsk.su

Factors of investment attractiveness of the city of Novosibirsk under the conditions of sanctions have been studied, modern anti-crisis mechanisms of its maintenance and stable development have been provided. In the crisis conditions, the main problems, having a negative impact on the image of the city, are demographic problems, poverty and threat of deepening social inequality due to ineffective management of labor market. Anti-crisis measures are offered, which should be realized with due consideration of the main priorities of social and economic growth of the city.

investment attractiveness, investment climate, image, investment potential, investment risk, strategy

M. M. CHERNIAKOVA Ph. D. in Economics, assistant professor of department "Theoretical Economics", Siberian Institute of Management – a branch of FSFEI of HE «Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation». Research interests: Budget and Investments Management.

E-mail: maria@mail.ru

Антон
СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
Sberbank
Investment Research



Снижение инфляции создает новые факторы риска

Замедление инфляции должно сопровождаться и изменениями в поведении экономических агентов: населения, компаний и банков

Макроэкономические результаты за второй квартал 2016 года и за июль – август были неоднозначными. С одной стороны, ВВП во втором квартале нынешнего года сократился лишь на 0,6% по сравнению с аналогичным периодом года прошлого, и это лучше результата за первый квартал 2016-го, когда годовой спад составил 1,2%. За первое полугодие этого года ВВП уменьшился на 0,9%. Сделанный ранее в этом году консенсус-прогноз, согласно которому ВВП в 2016 году уменьшится на 1,6%, оказался слишком пессимистичным. С другой стороны, данные с поправкой на фактор сезонности указывают на то, что в апреле–июне 2016 года ВВП сократился относительно предыдущего квартала и достиг минимального значения со второго квартала 2011 года. Поквартальная динамика инвестиций и оборота розничной торговли (скорректированная с учетом сезонности) в первые два квартала 2016 года также продолжала снижаться. Помесячная динамика свидетельствовала о некоторой стабилизации строительства и розничной торговли летом этого года. Как ранее отмечалось, увеличение экспорта и аккумуляция складских запасов стали главными причинами, по которым динамика ВВП оказалась лучше динамики внутреннего потребления и инвестиционного спроса. Судя по данным о ВВП за второй квартал 2016 года и показателям за июль, экономическая активность, похоже, опять снизилась после стабилизации во втором полугодии 2015-го и первом квартале 2016-го. С этой точки зрения, результаты за второй квартал 2016 года и за июль можно рассматривать как разочаровывающие.

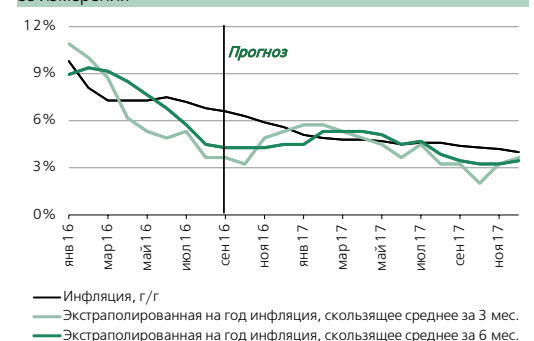
Между тем инфляция в 2016 году резко замедлилась. В начале 2016 года месячная инфляция, экстраполированная на год, была выше 10%, а во втором квартале – упала до 6–7%. Месячная инфляция в июле была низкой – 0,5%: это очень хороший результат, учитывая повышение административно регулируемых тарифов в начале месяца, вклад которого в окончательный показатель за месяц составил как минимум 0,3 п. п. В августе месячная инфляция была нулевой. Принимая во внимание эти данные, мы теперь ожидаем годовую инфляцию в конце 2016 года на уровне 5,6% и полагаем, что цель Банка России в 4% достижима в 2017 году.

Всегда сохраняется важный методологический вопрос о том, как именно следует измерять инфляцию. Помесячный результат – самый ясный и понятный индикатор, но на него влияют сезонные факторы (такие, как быстрый рост

цен на фрукты и овощи зимой и их падение летом, а также повышение регулируемых тарифов в июле). Кроме того, аналитики часто используют данные по инфляции относительно аналогичного периода предыдущего года: это самый простой способ измерить годовую инфляцию, который также позволяет отследить момент, когда рост цен начинает ускоряться.

Этот индикатор вполне приемлем в условиях стабильной инфляции. Однако следует помнить, что на него влияет эффект базы сравнения. Это значит, что инфляция относительно уровня го-

График 1
Инфляция продолжает замедляться, несмотря на способ ее измерения



Источники: Росстат, Sberbank CIB Investment Research

личной давности может долго оставаться повышенной уже после того, как ежемесячный рост цен начинает замедляться.

Экстраполяция средней инфляции за более короткие периоды (за шесть или даже три месяца) на весь год, на наш взгляд, позволяет составить лучшее представление о текущем росте цен. На графике 1 показан традиционный годовой показатель инфляции наряду с двумя экстраполированными на год индикаторами с использованием фактических данных за январь –

август 2016 года и ожидаемых данных за сентябрь – декабрь 2016 года и за 2017 год. Все три инфляционных показателя сближаются к концу 2016 года и колеблются вблизи одного уровня в 2017 году.

Неважно, какой способ измерения используется: годовая инфляция явно опустилась до уровня 4–6%. И если для развитой страны

такая годовая инфляция была бы очень высокой, то для России это весьма низкий уровень. За весь период наблюдений инфляции в России по итогам года самый медленный рост цен наблюдался в 2011–2013 годах, когда инфляция колебалась в пределах 6,1–6,5%. Отметим, что годовая инфляция ненадолго опускалась до 3,7% в апреле – мае 2012 года, но быстро вернулась на уровень, превышающий 6%. Судя по всему, в конце 2016 года и в 2017 году Россия должна показать даже еще более низкую инфляцию.

Однако замедление инфляции несет с собой новые риски и вызовы для экономики и экономической политики. Есть впечатление, что некоторые из этих факторов уже сказываются – это может объяснить слабые результаты за второй квартал 2016 года и за июль. Проблема в том, что когда номинальные процентные ставки снижаются медленнее инфляции, реальные процентные ставки растут, усугубляя риски для заемщиков. Если эта ситуация сохраняется долго, то возрастают риски для банковской системы, и повышающиеся реальные процентные

ставки начинают оказывать давление на экономическую активность.

Мы уже обнаруживаем признаки появления этих рисков в России. Как видно на графике 2, номинальные процентные ставки по депозитам и кредитам снижались с 2015-го.

На графике 3 показаны реальные процентные ставки по кредитам и депозитам (исходя из шестимесячной скользящей средней месячной инфляции, экстраполированной на 12 месяцев). Поскольку замедление инфляции происходило быстрее, чем снижение номинальных ставок, реальные процентные ставки с начала текущего года шли вверх.

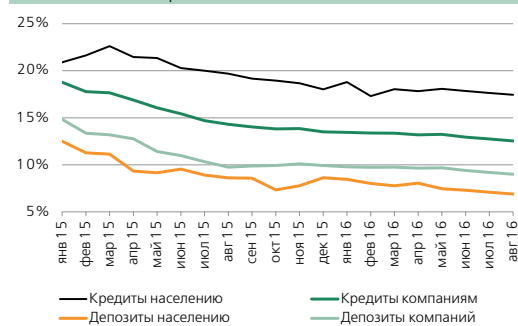
Реальные процентные ставки по депозитам вернулись в положительную зону, что стимулировало формирование сбережений, аккумулирование депозитов и рост денежного агрегата М2. Однако рост реальных процентных ставок по депозитам сопровождался сопоставимым повышением реальных ставок по кредитам.

Реальные процентные ставки по займам для физлиц (при расчете инфляции была использована шестимесячная скользящая средняя месячная инфляция, экстраполированная на год) в июне достигли почти 11%, тогда как ставки для юрлиц равнялись примерно 6%. Однако экстраполированная на год инфляция в июле и августе продолжала снижаться – с 6,8% в конце июня до 4,5% в конце августа. ЦБ РФ еще не опубликовал данные по процентным ставкам за последние два месяца, но очевидно, что номинальные ставки не снизились так же сильно, как инфляция. Недавние тренды указывают на то, что средние номинальные ставки ежемесячно опускались на 0,2 п. п. Как следствие, реальные ставки по кредитам летом продолжали расти. По нашим оценкам, на данный момент средние реальные ставки для физлиц составляют почти 13%, для корпоративного сектора – 8%.

Данные по кредитным ставкам учитывают займы как для крупных, так и для малых и средних предприятий. Как показано на графике 4, реальные процентные ставки для малых и средних предприятий сейчас превышают 10%, тогда как для крупных юрлиц они существенно ниже – 7–8%.

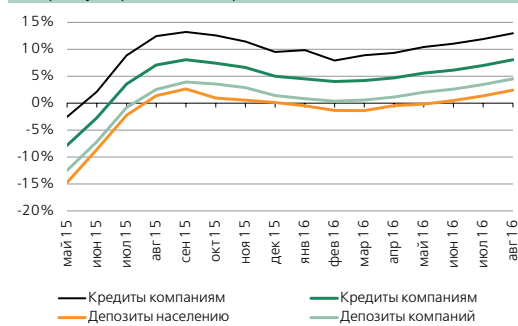
Как и следовало ожидать, малые и средние предприятия осуществляют заимствования осторожно. В итоге их доля в совокупном объеме кредитования корпоративного сектора уменьшилась с 18,6% в январе 2015 года до 14,8% в июне 2016-го. Однако реальные ставки слишком высоки даже для крупного бизнеса. Экономика продолжает стагнировать или, возможно, даже снижаться, и в этих условиях чрезвычайно трудно

График 2
Ставки по кредитам и депозитам падают в номинальном выражении...



Источники: ЦБ РФ, Sberbank CIB Investment Research

График 3
... но растут в реальном выражении



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

найти виды деятельности, сулящие рост на 7–8% в реальном выражении. Реальные доходы также не поспевают за реальными ставками по кредитам, так что риски для заемщиков высоки. Судя по всему, заемщики вполне это осознают. Как видно на графике 6, в реальном выражении (т. е. с поправкой на инфляцию) сегмент кредитования бизнеса стагнирует, а сегмент кредитования физлиц даже сокращается.

Реальная динамика кредитования контрастирует с ростом реальной денежной массы (агрегат M2), который привязан к росту сбережений и депозитов. На данный момент банки замещают обязательства перед ЦБ (и в некоторой степени внешние обязательства) депозитами физлиц и юрлиц. Таким образом, рост денежного агрегата M2 опережал рост пассивов (и, следовательно, активов) банковской системы. Это оказало любопытное воздействие на данные о денежных агрегатах: так, агрегат M2 (который включает банковские обязательства) рос быстрее объемов кредитования (банковских активов). Это объясняет, почему почти двузначный годовой темп роста агрегата M2 сопровождался замедлением инфляции: рост кредитования был более умеренным.

Одна из причин, почему ставки по кредитам так высоки, заключается в высокой ключевой ставке (сейчас она равна 10,5%). Поскольку коридор ставок денежного рынка (сейчас составляющий 9,5–11,5%) продиктован именно ключевой ставкой, у номинальных кредитных ставок нет особой возможности снижаться в том случае, если текущая ключевая ставка и коридор ставок денежного рынка остаются без изменений. И хотя некоторые высококачественные заемщики могут привлекать кредиты по ставкам, близким к ключевой, это лишь исключение из правил.

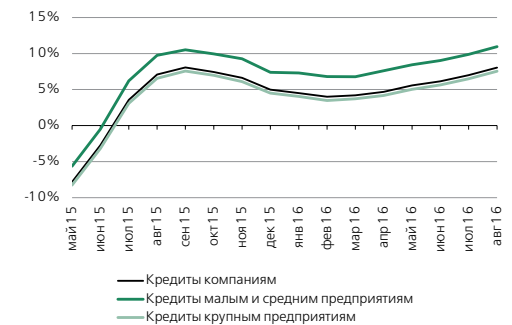
Ключевая ставка ЦБ РФ в реальном выражении очень высока. Как видно на графике 7, в зависимости от того, какой уровень инфляции используется, реальная ключевая ставка находится в диапазоне от 3,6% (при годовой инфляции в 6,9%) до 6,0% (при шестимесячной скользящей средней инфляции, экстраполированной на год, в 4,5%). Как бы то ни было, денежно-кредитная политика в России представляется весьма жесткой. ЦБ РФ заявил, что намерен придерживаться умеренно жесткой денежно-кредитной политики, однако, как следует из графика, «умеренно жесткой» политике скорее соответствует реальная ставка ниже 3%. Чрезмерно быстрое замедление инфляции привело к росту реальной ключевой ставки России и ставок по кредитам, а также, похоже, уже начало ока-

зывать давление на экономическую активность.

29 июля ЦБ РФ заявил, что инфляционная динамика соответствует его базовому сценарию. Регулятор объяснил свое решение оставить ключевую ставку без изменений «повышением инфляционных ожиданий», что может повлиять на инфляцию в 2017 году и, как заметил ЦБ, сделать целевой уровень в 4% недостижимым. Отметим, впрочем, что измерять инфляционные ожидания очень непросто. Хотя для оценок ожиданий используются одни и те же опросы, разные методологические подходы дают разные результаты.

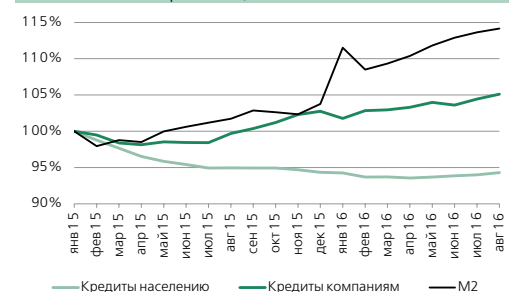
Опрос, который ЦБ использует для измерения инфляционных ожиданий на год вперед, проводит фонд «Общественное мнение» (ФОМ). Фонд также предоставляет медианную оценку, или уровень, на котором инфляция, по мнению половины опрошенных, будет выше, а по мнению второй половины, – ниже. Простое медианное значение не представляется надежным индикатором: она неизменно превышает 10% и за последние два года существенно не изменилась. ЦБ рассчитывает собственные оценки инфляционных ожиданий, исходя из данных опросов ФОМ. Проблема в том, что существуют различные методы подобных расчетов. В итоге ЦБ, используя итоги одних и тех же опросов, получает разные показатели инфляционных ожиданий. Например, в июльском отчете «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения» отмечалось, что на ближайший год ожидается инфляция на уровне 6,9%, тогда как в бюллетене «О чем говорят

График 4
Реальные процентные ставки для малого и среднего бизнеса выше, чем для крупного



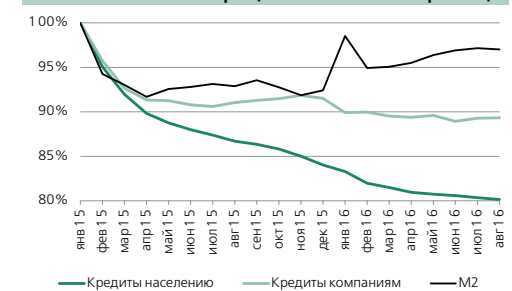
Источники: ЦБ РФ, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

График 5
Кредитование предприятий и населения начало расти в номинальном выражении,...



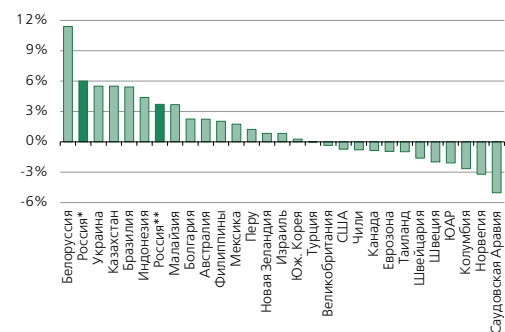
Источники: ЦБ РФ, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

График 6
... однако в реальном выражении оно стагнирует в сегменте бизнеса и сокращается – в сегменте физлиц



Источники: ЦБ РФ, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

График 7
Реальные ставки в различных странах; ставка в России – одна из самых высоких



* исходя из шестимесячной скользящей средней помесечной инфляции, экстраполированной на год
** исходя из годовой инфляции
Примечание: расчеты для Белоруссии и Украины основаны на прогнозах инфляции на 2016 год; для других стран использована годовая инфляция.
Источники: ЦБ РФ, Росстат, Sberbank CIB Investment Research

чески завышаются, и этот подход дает иной результат. Мы не беремся судить, какая методоло-

График 8
Различные индикаторы инфляционных ожиданий

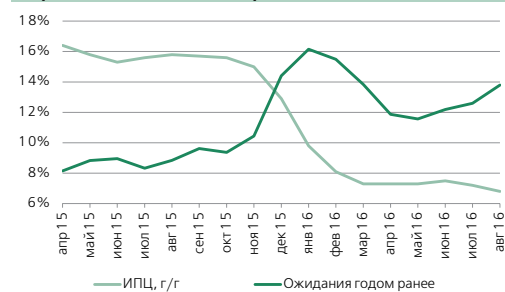


* согласно отчету "Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения"
** согласно бюллетеню "О чем говорят тренды"
Источник: ЦБ РФ

факторов, таких, как инфляционные ожидания, потенциальный выпуск и уровень безработицы, не ускоряющий инфляцию (или NAIRU).

Следующий важный вопрос в этом контексте – как инфляционные ожидания могут повлиять на саму инфляцию. Для того чтобы на него ответить, мы взяли самый продолжительный и непрерывный временной ряд, рассчитываемый ЦБ на ежемесечной основе, который был опубликован в отчете «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения» (непрерывный ряд начинается в апреле 2014 года). На графике 9 показана фактическая инфляция, а также то, как россияне оценивали будущую инфляцию в ходе опросов, проведенных го-

График 9
Инфляционные ожидания редко сбываются



Источники: ЦБ РФ, Росстат

тренды» была дана оценка в 8,4%.

Есть несколько технических деталей, которые следует упомянуть. В отчете «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения» используются допущения, основанные на нормальном или равномерном распределении ответов (оба типа допущений дали практически один и тот же результат). В бюллетене «О чем говорят тренды» ожидания корректируются в связи с тем, что они систематически завышаются, и этот подход дает иной результат. Мы не беремся судить, какая методоло-

гия хуже, а какая – лучше. Скорее, мы хотим указать на то, что если расчеты, сделанные с использованием одного и того же набора данных, могут давать столь разные результаты, вероятно, будет разумным относиться к этим результатам очень осторожно и с некоторым сомнением. Эта типичная проблема для не поддающихся прямым наблюдениям экономических переменных

факторов, таких, как инфляционные ожидания, потенциальный выпуск и уровень безработицы, не ускоряющий инфляцию (или NAIRU). Следующий важный вопрос в этом контексте – как инфляционные ожидания могут повлиять на саму инфляцию. Для того чтобы на него ответить, мы взяли самый продолжительный и непрерывный временной ряд, рассчитываемый ЦБ на ежемесечной основе, который был опубликован в отчете «Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения» (непрерывный ряд начинается в апреле 2014 года). На графике 9 показана фактическая инфляция, а также то, как россияне оценивали будущую инфляцию в ходе опросов, проведенных го-

дом ранее. Иными словами, на графике видно, насколько точными оказались прогнозы населения. Как видно, практически нет корреляции между ожиданиями и реальным положением дел. Респонденты не смогли предсказать даже изменений в общих инфляционных трендах. Например, в 2014 году россияне ожидали, что инфляция в 2015 году будет намного ниже, тогда как в 2015 году прогноз на 2016 год оказался значительно завышен.

На графике 10 показана тесная корреляция между текущей годовой инфляцией и тем, какая инфляция ожидается в следующем году. Люди, как правило, проецируют инфляционные тренды предыдущего года на следующий год, и это вполне логично. В этом смысле усиление инфляционных ожиданий в июне было на самом деле связано с ускорением годовой инфляции. Однако, как мы обсуждали ранее, помесечная инфляция в июне была на совершенно нормальном (для России) уровне в 0,4%, тогда как годом ранее показатель аномально низким – 0,2%. Усиление инфляционных ожиданий в июле можно объяснить повышением административно регулируемых тарифов, в результате которого помесечная инфляция достигла 0,5%. Хотя годовая инфляция в июле 2016 года замедлилась, население вряд ли следит за такими деталями. ЦБ РФ недавно сообщил о снижении инфляционных ожиданий на год вперед с 6,9% в июле до 6,4% в августе. Примечательно, что оно сопровождалось снижением годовой инфляции в августе.

Вопрос о том, какое значение ожидания имеют для фактической инфляции, очень важен. Однако ЦБ только начал собирать и оценивать данные по инфляционным ожиданиям, так что на этом этапе многое остается на уровне гипотез. Вот почему ЦБ, принимая решения по столь важным вопросам, как ключевая ставка, должен полагаться скорее на переменные, поддающиеся наблюдениям, такие, как инфляция, экономический рост и уровень занятости в числе прочих. Мы ожидаем нисходящей динамики реальной ключевой ставки, что предполагает дальнейшее снижение номинальной ставки.

Замедление инфляции должно сопровождаться и изменениями в поведении экономических агентов: населения, компаний и банков. Как было отмечено выше, население и компании уже отреагировали на повышение реальных ставок по кредитам и депозитам. Отчасти сокращение реальных объемов заимствований физлиц и стагнацию реального кредитования бизнеса можно оценивать позитивно как проявление здравого смысла и оправданной осмотрительности со стороны потенциальных заемщиков.

Между тем банки продолжают аккумулировать депозиты, а конкурентная борьба за заемщиков усиливается. Банки сейчас смягчают кредитные требования и при этом оставляют без изменений разницу между ставками по кредитам и депозитам. Однако, как показывает международный опыт, замедление инфляции и понижение ключевой ставки, как правило, приводят к сокращению разрыва. Это неизбежно будет происходить и в России, хотя и достаточно медленно.

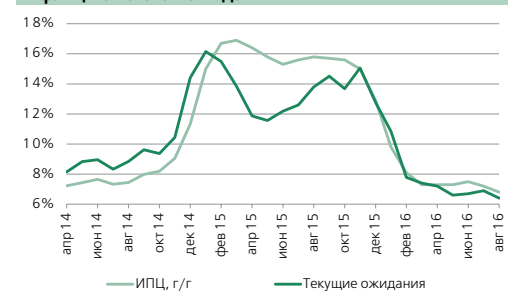
В целом результаты за восемь месяцев 2016 года дали основания для некоторого пересмотра наших макроэкономических прогнозов на этот год. Мы по-прежнему ожидаем, что средняя цена на нефть сорта Брент в 2016 году будет равна примерно \$45/барр. Однако, поскольку инфляция за восемь месяцев составила лишь 3,9%, ожидаемое возвращение недельной инфляции в сентябре – ноябре к отметке 0,1% и ее незначительное сезонное ускорение в декабре приведут к росту цен по итогам года лишь на 5,6%. Вместе с тем ЦБ придерживается консервативной позиции в части понижения ключевой ставки, в силу чего реальные ставки по кредитам остаются высокими. Мы считаем это одной из важных причин продолжающегося спада инвестиционной активности и потребления. Уже отмечалось, что резкий спад инвестиционной активности среди малых и средних предприятий стал главной причиной сокращения совокупных инвестиций. Реальные ставки по кредитам для этого сегмента в этом году выросли, что снижает шансы на восстановление во втором полугодии 2016 года.

Частное потребление также продолжает уменьшаться, несмотря на стабилизацию реальных зарплат (которые оставались неизменными в январе – июле 2016 года). Норма сбережения населения, похоже, повысилась. Так, тот факт, что реальные ставки по депозитам стали положительными, способствовал аккумулированию депозитов в банковской системе. Между тем ана-

логичное повышение реальных ставок по кредитам заставило россиян продолжать гасить потребительские займы, объем которых сокращается даже в номинальном выражении. Рост в сегменте ипотечного кредитования (который компенсирует спад в потребительских кредитах) также ограничивает потребление, т.к. население тратит деньги на покупку недвижимости и уплату процентов. Как следствие, потребление продолжало сокращаться. Мы по-прежнему ожидаем стабилизации потребления в конечном счете на фоне восстановления кредитования, но сохранение высоких процентных ставок в данный момент тормозит этот процесс. Результатом будет более слабая макроэкономическая динамика во втором полугодии 2016 года, чем мы ожидали ранее.

Теперь мы ожидаем снижения ВВП в 2016 году на 0,3%. В таблице 1 в зеленой колонке представлены наши прогнозы ключевых макроэкономических индикаторов, заложенные в наш базовый сценарий (при цене на нефть Брент в \$45/барр.), а также при других ценах на нефть. Из таблицы следует, что влияние нефтяных цен на экономическую динамику весьма ограничено и актуализируется, главным образом, через обменный курс и баланс бюджета. Например, снижение цены на нефть может привести к ослаблению рубля и увеличению бюджетного дефицита. Это усилит инфляционное давление, но несильно, а также вынудит ЦБ поддерживать ключевую ставку на высоком уровне, что неблагоприятно для экономики. Естественно, в случае роста цен на нефть ситуация будет складываться диаметрально противоположным образом.

График 10
Население, как правило, проецирует текущую годовую инфляцию на свои ожидания



Источники: ЦБ РФ, Росстат

Ключевые макроэкономические индикаторы при разных ценах на нефть, 2016 год

Средняя цена Брент в 2016 году, Брент, \$/барр.	38	40	42	43	45	47	48
Средняя цена Брент в сентябре – декабре 2016 года, \$/барр.	30	35	40	45	50	55	60
Средний курс USD/RUB в 2016 году	71,2	69,8	68,2	67,7	67,5	67,0	66,8
Средний курс USD/RUB в сентябре – декабре 2016 года	76,0	72,0	67,0	65,7	65,0	63,5	62,8
Рост ВВП, %	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Инфляция, г/г, %	6,4	6,1	5,8	5,7	5,6	5,5	5,4
Баланс счета текущих операций, \$ млрд.	15,0	17,0	19,0	22,0	25,0	29,0	33,0
Баланс бюджета, трлн. руб.	-3,8	-3,6	-3,4	-3,1	-2,9	-2,7	-2,4
Баланс бюджета, % ВВП	-4,6	-4,3	-4,1	-3,8	-3,5	-3,2	-2,9

Примечание: наш базовый сценарий предполагает среднюю цену на нефть Брент в 2016 году на уровне \$45/барр.

Источник: Sberbank CIB Investment Research