

## **Макроэкономический прогноз на 2017–2018 гг.: ставка на слабый рубль себя не оправдывает**

*Сокращение масштабов спада ВВП в 2015–2016 гг. после пересмотра данных Росстатом повлекло за собой возникновение «эффекта базы» в отношении прогнозов на 2017–2018 гг.: масштабы восстановительного роста также стали скромнее. В базовом сценарии мы ожидаем рост экономики в 2017–2018 гг. на 1,2–1,8% и инфляцию к концу 2018 г. ниже целевого значения в 4%. Предлагаемая рядом экспертов политика более слабого номинального курса рубля, как показывают наши расчеты, в аналогичных внешних условиях приведет лишь к кратковременному положительному эффекту для темпов экономического роста, так же как и к немедленному снижению доверия к российской национальной валюте и потере ее покупательной способности. В ближайшие два года реализуемый ЦБ РФ режим инфляционного таргетирования и свободного плавания курса рубля позволяет достичь лучших макроэкономических показателей.*

Публикация Росстатом второй оценки ВВП за 2016 г. и актуализированных данных за три его квартала, а также первой оценки ВВП за IV квартал 2016 г. серьезно изменили представление об экономической динамике в России в 2016 г. Темп падения ВВП составил всего 0,2% в 2016 г. по сравнению с 2015 г., а в IV квартале 2016 г., впервые за два года, физический объем ВВП увеличился по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года (на 0,3%). Изменение в лучшую сторону (хотя и при сохранении негативной динамики) продемонстрировали и некоторые другие базовые макроэкономические показатели.

Такое изменение рядов основных макроэкономических переменных, с учетом недавнего пересмотра «вверх» и результатов за 2015 г., может сказаться на качестве разрабатываемых прогнозов. К сожалению, Росстат не обновляет ряды данных «назад» больше, чем на 1–2 года, и единые ряды основных показателей социально-экономического развития России хотя бы за последние 15 лет отсутствуют. Восстановление в единой методологии исторических рядов макроэкономических данных является крайне важной задачей и для проведения анализа текущей ситуации, и для разработки обоснованных прогнозов экономического развития РФ.

При построении базового сценария прогноза экономического развития на ближайшие два года мы исходили из предположения, что среднегодовая цена на нефть составит 50 долл./барр. в 2017 г. (факт I квартала – 53 долл./барр.) и поднимется до 60 долл./барр. в 2018 г. Это предположение совпадает с тем, которое мы делали в нашем

предыдущем прогнозе<sup>1</sup>, и означает, что условия внешней торговли для российской экономики в ближайшие два года будут более благоприятными, чем в 2016 г.

В базовом варианте мы оценивали динамику курса рубля, исходя из заданных внешнеэкономических условий и сохранения политики свободного плавания при минимальном участии Минфина России на валютном рынке. В этом случае, согласно нашим расчетам, среднегодовой обменный курс рубля к доллару составит 59,2 руб./долл. в 2017 г. и 57,7 руб./долл. – в 2018 г. Реальный эффективный курс вырастет на 6,6 и 5,3% соответственно.

В ряде разрабатываемых в настоящее время программ экономического развития России предлагается проводить политику ослабления рубля, чтобы обеспечить конкурентоспособность российских производителей, стимулировать импортозамещение и запустить механизм экономического роста на первом этапе, пока не начали в полную силу работать эффекты от осуществляемых капиталовложений, повышения производительности труда и снижения административного давления на бизнес<sup>2</sup>. Для оценки последствий выбора такого варианта экономической политики мы построили альтернативный сценарий, предполагающий проведение в ближайшие два года политики ослабления национальной валюты и снижения номинального обменного курса рубля к доллару до 64,8 руб./долл. в 2017 г. и 70 руб./долл. в 2018 г.

В этом сценарии национальная валюта будет ослабевать не только в номинальном, но и в реальном выражении. Падение реального эффективного курса рубля в 2017 г. составит 2,5%. Однако уже в 2018 г., несмотря на номинальное падение, реальный эффективный курс вырастет на 3,5% вследствие более высокого уровня инфляции в РФ. Внешнеэкономические условия мы полагаем неизменными для обоих вариантов прогноза.

В обоих сценариях прогнозируется увеличение реального объема выпуска в экономике в 2017–2018 гг. В базовом сценарии в 2017 г. рост реального ВВП прогнозируется на уровне 1,2%, а в 2018 г. – на 1,8%. Отметим, что по сравнению с

---

<sup>1</sup>Аверкиев В., Дробышевский С., Турунцева М., Хромов М. Макроэкономический прогноз на 2017–2018 гг. // Экономическое развитие России. №1. 2017. С. 3–9.

<sup>2</sup>См., например, Институт экономики роста им. П.А. Столыпина (2017) Среднесрочная программа социально-экономического развития страны до 2025 года «Стратегия Роста» // URL: <http://институтроста.рф/upload/iblock/aff/strategiya-rosta-28.02.2017.pdf>; ИНИ РАН (2016) «Восстановление экономического роста в России». Доклад URL: <http://ecfor.ru/publication/vosstanovlenie-ekonomicheskogo-rosta-v-rossii-doklad/>; Эскиндаров М., Абрамова М., Масленников В., Гончаренко Л., Звонова Е., Красавина Л., Лаврушин О., Ларионова И., Рубцов Б., Соляникова С., Федотова М. (2016) Устойчивое развитие российской экономики: совершенствование денежно-кредитной, валютной и бюджетно-налоговой политики // Вестник финансового университета, Т.20 №6(96), с. 6–18; Глазьев С. (2015) «О неотложных мерах по укреплению экономической безопасности России и выводу российской экономики на траекторию опережающего развития». URL: <http://www.glazev.ru/upload/iblock/797/79731df31c8d8e5ca59f491ec43d5191.pdf>.

январским прогнозом темпы роста реального ВВП снижены на 0,2–0,4 п.п., что объясняется, в первую очередь, «эффектом базы», связанным с переоценкой в лучшую сторону данных за 2015–2016 гг. и соответственно меньшим по масштабам восстановлением экономики при выходе из рецессии. В то же время различие между прогнозами лежит в пределах точности используемых методов и, в любом случае, можно говорить о росте экономики в 2017–2018 гг. в пределах от одного до двух процентов.

В сценарии с низким курсом рубля реальный ВВП вырастет в 2017 г. на 1,4% (т.е. выше, чем в базовом), однако в 2018 г. темп роста реального ВВП составит всего 1,5%, что ниже, чем в базовом сценарии. Иными словами, использование низкого курса рубля не позволяет, во-первых, добиться заметного последовательного ускорения темпов экономического роста от года к году, и, во-вторых, уже начиная со второго года такой политики негативные сопутствующие эффекты замедлят темпы роста экономики в сравнении с политикой свободного плавания.

К числу таких негативных эффектов мы относим в первую очередь невозможность одновременно обеспечить более низкий уровень номинального курса рубля, уровень инфляции в пределах 4% в год, доверие населения к национальной валюте (проявляющееся в том числе в отказе от сберегательной модели поведения с приоритетом вложений в валюту в пользу расширения потребительской активности) и низкий уровень ключевой ставки (ставка должна быть в этом случае выше, чтобы исключить выгодность спекулятивных операций на валютном рынке на заемные у ЦБ РФ рубли).

По большинству других прогнозируемых макроэкономических переменных ситуация по сценариям аналогичная. В базовом сценарии наблюдается положительная динамика от года к году, однако по сравнению с январским прогнозом абсолютные цифры прироста несколько снижаются. В сценарии с низким курсом рубля – в 2017 г. макроэкономические показатели демонстрируют лучшую динамику, чем в базовом сценарии, однако в 2018 г. они замедляются и оказываются ниже значений базового.

Прогноз индекса потребительских цен по базовому сценарию составит 4,1 и 3,7% в 2017 и 2018 гг. соответственно. В сценарии с низким курсом рубля – 6,1 и 5,7%. Таким образом, в сценарии с низким курсом рубля мы предполагаем, что Банк России будет вынужден отказаться от достижения таргета инфляции в 4%, как, впрочем, и от инфляционного таргетирования в целом – таргетироваться должен курс.

С нашей точки зрения, смена режима денежно-кредитной политики при наблюдаемом приближении к выполнению принятых на себя обязательств (инфляция в начале апреля 2017 г. уже практически достигла 4%), несет серьезные репутационные

риски как для Банка России, так и для все экономической политики в стране. Прогнозируемые нами относительно низкие темпы инфляции в сценарии с низким курсом (не выше 6,5%) возможны в этой ситуации только при сохранении жесткой процентной политики – ключевая ставка ЦБ РФ должна находиться на уровне не ниже 12% годовых. В противном случае риски атаки на курс рубля и переноса изменения курса в цены сильно возрастают, и сохранить курс в целевом диапазоне 65–70 руб./долл. не удастся. Последствиями этого являются также сохранение высоких процентных ставок для конечных заемщиков и слабая инвестиционная активность.

В рамках базового сценария процентные ставки по кредитам для нефинансового сектора будут снижаться до 9,9% в 2017 г. и 8,3% в 2018 г., тогда как в сценарии с низким курсом они останутся на уровне 11,9 и 12,8%, соответственно. При этом реальные ставки по кредитам, несмотря на более высокую во втором сценарии инфляцию, также будут выше реальных ставок в базовом сценарии на 1–2 п.п.

Согласно обоим сценариям, в 2017 г. будет наблюдаться рост экспорта и импорта по отношению к 2016 г. Экспорт в базовом сценарии вырастет до 313,7 млрд долл. в 2017 г. и 358,4 млрд долл. в 2018 г. В сценарии с низким курсом в 2017 г. экспорт вырастет до 313,5 млрд долл., а в 2018 г. – до 357,8 млрд долл., т.е. мы не увидим расширения несырьевого экспорта в этом сценарии по сравнению с базовым. Импорт в 2017 г. вырастет до 222,1 млрд долл. в рамках базового сценария и до 214,7 млрд долл. в рамках сценария с низким курсом. В 2018 г. прогнозируемый объем импорта вырастет до 241,6 млрд долл. в базовом сценарии и снизится до 209,6 млрд долл. во втором сценарии.

Очевидно, что достижение низкого номинального обменного курса рубля при положительном сальдо счета текущих операций во втором сценарии подразумевает более высокий отток капитала из страны, в том числе, в форме долларизации активов внутри страны.

Таким образом, сценарий с низким обменным курсом рубля может дать лишь кратковременное, в пределах одного года, ускорение темпов экономической активности, хотя уже и в этот период вероятны снижение доверия к рублю и возобновление долларизации экономики, рост инфляции, сохранение высоких ставок (как номинальных, так и реальных) по кредитам нефинансовому сектору. Уже начиная со второго года, динамика всех макроэкономических показателей в таком сценарии становится хуже, чем в сценарии с плавающим курсом рубля и политикой инфляционного таргетирования.





Базовый сценарий	2016 г.					2017 г.					2018 г.
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	год
	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>
<b>Цена на нефть сорта Urals, долл./барр.</b>	32,6	44,4	46,1	48,9	43,0	53,0	47,0	50,0	50,0	50,0	60,0
средний номинальный за период	74,6	65,9	64,6	63,1	67,0	59,2	58,4	59,3	59,9	59,2	57,7
<b>Реальный эффективный курс рубля</b>											
Конец периода в % к концу предшествующего периода	-8,3	11,3	3,4	5,8	11,7	7,1	-0,2	-0,3	0,0	6,6	5,3
<b>Денежная база</b>											
трлн руб.	11,0	10,8	11,5	11,9	11,9	11,6	11,7	12,0	12,9	12,9	13,9
<b>Денежная масса (M2)</b>											
На конец периода, трлн руб.	34,7	35,9	36,1	38,4	38,4	38,3	38,5	39,9	41,4	41,4	44,0
прирост, % к предшествующему периоду	-1,4	3,4	0,8	6,3	9,2	-0,3	0,4	3,8	3,7	7,8	6,2
<b>ИПП</b>											
% к соответствующему периоду предшествующего года	101,1	101,5	101,0	101,7	101,3	100,6	101,2	101,9	102,2	101,5	102,0
<b>Безработица</b>											
% экономически активного населения	5,9	5,7	5,3	5,4	5,5	5,6	5,3	4,8	4,9	5,1	4,7





Сценарий с низким курсом	2016					2017					2018
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	год
	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>Факт</i>	<i>Факт</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>
<b>Цена на нефть сорта Urals, долл./барр.</b>	32,6	44,4	46,1	48,9	43,0	53,0	47,0	50,0	50,0	50,0	60,0
% к соответствующему периоду предшествующего года	95,8	93,7	93,5	94,0	94,1	98,6	98,2	98,0	97,9	98,2	99,3
<b>Экспорт</b>											
млрд долл.	70,7	80,5	84,9	93,1	329,2	86,5	88,6	89,8	94,6	359,5	404,8
<i>В том числе</i>											
товаров	60,3	67,8	71,1	80,0	279,2	76,1	77,0	77,5	82,9	313,5	357,8
<i>Нефтегазовый экспорт</i>	32,2	36,8	38,0	43,8	150,8	45,1	41,0	40,1	42,2	168,4	201,9
<i>Прочий экспорт</i>	28,1	31,0	33,1	36,2	128,4	31,1	36,0	37,4	40,6	145,1	155,9
Экспорт услуг	10,4	12,7	13,8	13,1	50,0	10,4	11,5	12,3	11,8	45,9	47,1
<b>Импорт</b>											
млрд долл.	53,4	64,4	73,7	74,3	265,8	62,4	69,2	78,6	78,5	288,6	281,7
<i>В том числе</i>											
товаров	38,1	45,7	52,6	55,1	191,5	46,5	51,1	58,1	59,0	214,7	209,6
Импорт услуг	15,3	18,7	21,1	19,2	74,3	15,8	18,1	20,5	19,5	74,0	72,1
<b>ИПЦ</b>											
% к предыдущему периоду	102,1	101,2	100,7	101,3	105,4	101,1	101,7	101,3	101,7	106,1	105,7

Сценарий с низким курсом	2016					2017					2018
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	год
	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>Факт</i>	<i>Факт</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогно з</i>	<i>прогно з</i>
<b>Цена на нефть сорта Urals, долл./барр.</b>	32,6	44,4	46,1	48,9	43,0	53,0	47,0	50,0	50,0	50,0	60,0
<b>Ставка по кредитам в рублях в среднем за период, % годовых</b>											
реальная	5,7	5,1	5,5	6,1	5,6	5,9	6,2	6,6	6,6	6,3	6,7
номинальная	13,3	12,9	12,2	11,9	12,6	10,6	11,5	12,6	13,0	11,9	12,8
<b>Обменный курс доллара к рублю</b>											
средний номинальный за период	74,6	65,9	64,6	63,1	67,0	59,2	65,0	65,0	70,0	64,8	70,0
<b>Реальный эффективный курс рубля</b>											
Конец периода в % к концу пред.периода	-8,3	11,3	3,4	5,8	11,7	7,1	-6,4	0,9	-3,6	-2,5	3,6
<b>Денежная база</b>											
трлн руб.	11,0	10,8	11,5	11,9	11,9	11,6	11,7	12,0	12,9	12,9	13,9
<b>Денежная масса (M2)</b>											
На конец периода, трлн руб.	34,7	35,9	36,1	38,4	38,4	38,3	38,5	40,1	41,7	41,7	44,8
прирост, % к предшествующему периоду	-1,4	3,4	0,8	6,3	9,2	-0,3	0,5	4,0	4,2	8,6	7,3
<b>ИПП</b>											
% к соответствующему	101,1	101,5	101,0	101,7	101,3	100,6	101,3	103,6	101,5	101,8	101,7

Сценарий с низким курсом	2016					2017					2018
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	год	год
	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>факт</i>	<i>Факт</i>	<i>Факт</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогноз</i>	<i>прогно з</i>	<i>прогно з</i>
<b>Цена на нефть сорта Urals, долл./барр.</b>	32,6	44,4	46,1	48,9	43,0	53,0	47,0	50,0	50,0	50,0	60,0
периоду предшествующего года											
<b>Безработица</b>											
% экономически активного населения	5,9	5,7	5,3	5,4	5,5	5,6	5,2	4,7	4,6	5,0	5,0