

Прогноз развития российской экономики и потенциал стимулирующих мер экономической политики

В случае стабилизации нефтяных цен на уровне около 40 долл./барр. и сохранения ограниченного доступа к мировым рынкам капитала российскую экономику ждут низкие, почти стагнационные темпы роста. В этих условиях в 2018 году ВВП превысит уровень 2015 года менее, чем на 2%. При повышении цен на нефть в 2017-2018 годах до 52 и 55 долл./барр. восстановительный рост ускорится, однако он будет недостаточным, чтобы вернуть экономику к докризисным или дошоковым максимумам. После спада на 1,4-1,9% в 2016 году ВВП может вырасти в 2017 году на 1,4% и на 2,3% в 2018 году.

Динамика основных макроэкономических показателей российской экономики (базовый сценарий)

При такой траектории восстановления в 2018 году объем ВВП не достигнет уровня 2012 года, а от максимального уровня 2014 года будет отставать на 2%. Инвестиции в основной капитал в 2018 году будут почти на 10% ниже, чем в 2012 году. Реальные располагаемые доходы, зарплаты и потребительский спрос также будут уступать уровню 2012 года. Если учитывать кризис 2008-2009 годов, то российская экономика может вступить в почти десятилетний период стагнации.

Основной фактор отставания показателей 2018 года от предкризисных показателей связан с доходами от экспорта, которые в 2018 году на 180 млрд. долл. США будут ниже, чем в 2012 году или на 34%. Этот фактор снизит стоимость рубля и соответственно покупательную способность доходов населения. Падение бюджетных доходов приведет к существенному сокращению в реальном выражении заработных плат в бюджетном секторе и обвалу государственных капитальных вложений. Кроме того, инвестиции в основной капитал будут сокращаться в результате бегства капитала и снижения склонности бизнеса к инвестированию. За этим стоит низкая мобильность капитала, его дороговизна и острый дефицит средств в инвестиционно-ориентированных средне- и высокотехнологичных отраслях экономики, а также инфраструктурном комплексе.

Тем не менее российская экономика даже в неблагоприятных внешних условиях имеет существенный потенциал ускорения и возврата к темпам роста, сопоставимым с динамикой мировой экономики. Уровень загрузки промышленных мощностей оценивается в 64%, норма сбережений составляет около 24-25% ВВП и превышает норму накопления. Фактический ВВП отстает от потенциального ВВП более чем на 5 проц.

пунктов, что указывает на значимый эффект политики стимулирования спроса. Низкий курс рубля и невысокие заработные платы создают неплохие возможности для экспорта и импортозамещения. При всей важности институциональных и управленческих преобразований ускорение экономического роста невозможно без смягчения денежной и бюджетной политики. Кроме того повышение цен на нефть в среднесрочном периоде может поставить перед экономикой новые вызовы, связанные с укреплением обменного курса. Чрезмерное укрепление рубля по мере увеличения экспортных доходов может снизить конкурентоспособность российских производителей на внутреннем рынке, уменьшить покупательную способность экспортеров и ограничить возможности для увеличения доходов бюджета.

Макроэкономическая динамика: итоги десятилетия при консервативном варианте развития

Макропоказатели	2008 г.=100, если не указано иное	2012 г.	2014 г.	2018 г.
%				
ВВП	100	104,0	106,1	103,9
Промышленное производство	100	104,0	106,3	105,0
Инвестиции в основной капитал	100	108,8	108,0	98,2
Розничный товарооборот	100	115,0	122,7	111,7
Реальная заработная плата	100	113,1	119,9	107,3
бюджетного сектора	100	160,9	181,4	143,8
корпоративного сектора	100	102,6	106,2	99,0
Коэффициент замещения, %	24,0	33,9	33,2	35,0
Реальные располагаемые доходы населения	100	114,7	118,5	114,1
Экспорт, млрд. долларов США	466	527	498	347
Импорт, млрд. долларов США	289	336	308	210
Индекс реального эффективного курса рубля	100	110,9	102,9	95,1

Монетарное стимулирование. Сценарий стабильного реального курса.

В базовом сценарии российская экономика столкнётся с ситуацией существенного укрепления номинального обменного курса рубля (более чем на 10% в 2017 году). При этом реальный эффективный курс вырастет ещё сильнее (более чем на 15%).

Для смягчения этих эффектов политика Банка России может быть частично переориентирована с цели снижения инфляции до 4%, в сторону сдерживания укрепления рубля за счет наращивания объемов валютных резервов.

Если, несмотря на повышение нефтяных цен и валютных доходов, реальный курс рубля поддерживается стабильным с начала 2017 года до конца 2018 года, то вместо номинального укрепления рубля (с 66,7 рублей до 63,2 рублей за доллар) сложится тенденция к его умеренному ослаблению (до 70,2 рублей к концу 2017 года и до 72,2 рублей к концу 2018 году). Это позволит дополнительно повысить уровень валютных резервов за два года на 27 млрд долл. США.

Бенефициарами ослабления номинального курса рубля выступят бюджет, для которого возникнут возможности по сокращению размера дефицита, и предприятия, чья прибыль окажется выше вследствие возможности повышения цен и положительной курсовой переоценки их сбережений. Это означает больший потенциальный ресурс для инвестиций. Основной проигравшей стороной здесь окажутся домохозяйства, чья реальная заработная плата будет расти медленнее из-за более высокой инфляции.

Ослабление обменного курса рубля обеспечит дополнительные доходы федерального бюджета в 2017-2018 годах на 0,4-0,7% ВВП по сравнению с базовым сценарием. Увеличение расходов потребуется только в 2018 году из-за необходимости дополнительной индексации пенсий и заработных плат федеральных государственных служащих вследствие более высокой инфляции по сравнению с базовым вариантом. Результатом такой политики будет сокращение дефицита федерального бюджета в 2017-2018 годах на 0,6 и 1,0% ВВП соответственно.

Риски данного сценария связаны с угрозой ускорения инфляции и разбалансированностью денежного и валютного рынков. Валютные интервенции со стороны Банка России на фоне финансирования дефицита федерального бюджета на первом этапе за счёт средств Резервного фонда (в 2018 году дефицит бюджета может практически исчезнуть) может привести к режиму структурного профицита ликвидности. Такой режим характеризуется ослаблением роли процентной политики регулятора в части предоставления ликвидности, а единственным действенным инструментом у Банка России останется ставка по абсорбированию ликвидности. Наличие избыточной ликвидности может в конце концов стать источником нестабильности на валютном рынке. При

снижении привлекательности рублёвых активов экономика может столкнуться с усилением процессов долларизации и ростом оттока капитала. Если Банк России будет препятствовать долларизации путем повышения процентной ставки по абсорбированию ликвидности, то это может дестимулировать банки к кредитованию предприятий.

Сравнительная динамика макроиндикаторов в сценарии стабильного реального курса (1)

Показатель	2016	2017		2018	
		1	базовый	1	базовый
Индекс реального эффективного обменного курса рубля, % к предыдущему году	-7,7	9,8	16,2	0,0	3,1
Курс доллара среднегодовой, рублей за доллар США	73,2	69,0	64,6	71,3	63,4
Индекс потребительских цен, в среднем за год	8,4	7,5	6,6	5,7	4,9
Реальные располагаемые доходы населения, %	-3,4	0,3	0,6	3,1	3,2
Потребление домашних хозяйств, %	-4,2	1,9	2,5	3,2	3,4
Инвестиции в основной капитал, %	-9,3	5,9	5,3	4,2	3,8
Денежная база, темп роста	10,1	25,3	16,2	22,2	19,9
Денежная масса, темп роста	14,3	14,9	14,6	13,7	12,6
Изменение валютных резервов ('+' - снижение, '-' - рост), млрд. долл. США	-6	-40	-30	-47	-30
Доходы бюджета, трл. руб.	11,6	14,8	14,2	16,2	15,1
Расходы бюджета, трл. руб.	15,4	16,0	16,0	16,2	16,1
Дефицит бюджета, % ВВП	4,7	1,3	1,9	0,0	1,1
Экспорт, млрд. долл. США	259	325	324	350	347
Импорт, млрд. долл. США	167	188	193	202	210
Валовой внутренний продукт, трл. рублей	80,6	,8	90,0	100,0	97,2
темп роста ВВП, %	-1,9	1,9	1,4	2,6	2,3

Показатель	2016	2017		2018	
Вариант		1	базовый	1	базовый
дефлятор ВВП	101,7	111,2	110,2	106,7	105,5

Тем не менее, несмотря на увеличение валютных и инфляционных рисков, замедление роста потребительского спроса будет перекрываться усилением инвестиционного, и в целом темп роста ВВП повысится по сравнению с базовым консервативным вариантом.

Активная политика доходов. Сценарий дополнительной индексации пенсий и заработной платы бюджетников

За 2014-2016 годы реальные доходы населения упадут на 7,9%, а реальная заработная плата на 13,2%. В отличие от предыдущего кризиса существенно сокращаются социальные расходы не только частного, но и государственного сектора. Хотя пониженная заработная плата облегчает борьбу с инфляцией и поддерживает конкурентоспособность отечественной продукции, нынешний кризис фактически породил значительный социальный долг, особенно в бюджетной сфере, который придется возвращать несколько лет. К тому же медленный рост потребительского спроса сдерживает общие темпы экономического развития.

Реализация активной политики доходов в бюджетном секторе и дополнительное повышение пенсий может позволить за два года почти преодолеть провал в доходах 2015-2016 годов. В условиях спада рост доходов низкодоходных групп населения может иметь достаточно сильный мультипликативный эффект, а инфляционный эффект может быть минимальным.

Базовый вариант прогноза Внешэкономбанка предполагает, что заработные платы бюджетников начнут индексироваться только осенью 2017 года. Индексация пенсий в 2017 году компенсирует только уровень инфляции предыдущего года.

Сценарий дополнительных индексаций предусматривает индексацию заработных плат бюджетников не с 1 октября как в базовом сценарии, а с 1 апреля на уровень инфляции прошлого года. Кроме того, в этом сценарии предполагается относительное повышение заработных плат целевых групп работников бюджетного сектора. Подобные изменения позволят увеличить рост реальной заработной платы в 2017 году на 1,5 п.п. по сравнению с базовым сценарием. Однако в 2018 году за счет более высокой базы рост реальной заработной платы будет ниже, чем в базовом варианте на 0,8 п.п.

Предполагается, что индексация пенсий в 2017 году будет осуществляться не только в феврале (на уровень ИПЦ), но и дополнительно в апреле на 2%. В 2018 году дополнительная индексация в апреле составит 2,2% против 0,8% по базовому сценарию в результате более высоких доходов пенсионного фонда в предыдущем году.

Реализация дополнительной индексации заработной платы бюджетников и пенсий позволит повысить темпы роста располагаемых доходов населения на 0,7 п.п. в 2017 году.

Сравнительная динамика макроиндикаторов в сценарии дополнительной индексации пенсий и заработной платы (2)

Показатель	2016	2017		2018	
		вариант	2	базовый	2
Индексация пенсий					
с какого числа	1 февраля	1 февраля	1 февраля	1 февраля	1 февраля
%	4,0	8,1	8,1	5,1	5,1
с какого числа		1 апреля	1 апреля	1 апреля	1 апреля
%		2,0	-	2,2	0,8
Индексация зарплат					
с какого числа	1 октября	1 апреля	1 октября	1 апреля	1 октября
%	-	8,1	8,1	5,1	5,1
Реальные располагаемые доходы населения, %	-3,4	1,3	0,6	3,2	3,2
Реальная заработная плата, %	-5,4	2,3	0,8	2,7	3,5
Потребление домашних хозяйств, %	-4,2	3,2	2,5	3,5	3,4
ВВП, %	-1,9	1,8	1,4	2,4	2,3
Доходы бюджета, млрд. руб.	11,6	14,3	14,2	15,1	15,1
Расходы бюджета, млрд. руб.	-	-	-	-	-
Дефицит бюджета, % ВВП	15,4	16,1	16,0	16,3	16,1
Денежная база, темп роста	4,7	1,9	1,9	1,2	1,1
Денежная масса, темп роста	10,1	11,7	16,2	18,7	19,9
	14,3	14,4	14,6	12,8	12,6

Более высокий рост реальных доходов в сценарии индексаций окажет положительный эффект на потребительский спрос домашних хозяйств, будет

стимулировать ускорение роста розничных продаж и платных услуг. Темпы роста потребительского спроса в 2017 –2018 годах составят в этом сценарии 3,2-3,5% против 2,5-3,4% в базовом сценарии. Рост потребительского спроса будет также благоприятствовать росту инвестиций. ВВП в этом сценарии в 2017 году может увеличиться на 1,8%, а в 2018 году на 2,4% против 1,4-2,3% в базовом сценарии.

Дополнительный рост потребительского спроса в условиях низкой загрузки мощностей и сохранения некоторой напряженности на рынке труда не будет иметь сильного инфляционного эффекта. Дополнительный рост ИПЦ в рассмотренном сценарии не превысит 0,1-0,2 п.п. в год.

Условия сценария будут требовать некоторого смягчения бюджетной политики. Проведение дополнительных индексаций в 2017-2018 годах повысит расходы федерального бюджета в 2017 году на 104 млрд рублей, а в 2018 году – на 240 млрд рублей. Из них дополнительный трансферт Пенсионному фонду в 2017 году составит 37 млрд рублей, в 2018 году – 197 млрд рублей. Соответственно в 2017 году дефицит бюджета сохранится на том же уровне - 1,9% ВВП, а в 2018 году увеличится на 0,1 п.п. - до 1,3% ВВП. В части повышения заработных плат работников бюджетной сферы повысится нагрузка и на региональные бюджеты – дополнительные расходы в 2017 году составят 139 млрд рублей и 95 млрд рублей – в 2018 году. Это может потребовать дополнительной поддержки региональных бюджетов. В целом реализация данных мероприятий обойдется бюджету расширенного правительства в 239 млрд рублей (0,3% ВВП) – в 2017 г. и 335 млрд рублей (0,3% ВВП) – в 2018 г.

Сценарий дополнительных бюджетных и кредитных стимулов инвестиций и экспорта

Ключевой болевой точкой российской экономики в 2015-2016 годах стал инвестиционный кризис при значительном уровне сбережений, не используемых на инвестиционные цели. Сокращение инвестиций за период 2014-2016 годов, по оценке Внешэкономбанка, существенно превышает сокращение других макропоказателей и составляет почти 20%. При этом госинвестиции в указанный период снизятся гораздо сильнее.

Сценарий дополнительных инвестиций предполагает меры, направленные на стимулирование инвестиционного спроса как через канал федерального бюджета (и Фонда национального благосостояния), так и дополнительного фондирования инвестиционных кредитов банков и институтов развития через эмиссионный механизм ЦБ. В отличие от политики доходов, стимулирование спроса посредством поддержки инвестиций более эффективно, поскольку оно дает импульс не только для краткосрочного роста, но и является основой для долгосрочного развития. В сценарии предполагается достаточно умеренный дополнительный объем государственных капвложений в объеме около 400 млрд. рублей в 2017 году и 500 млрд. рублей – в 2018 году, что фактически восстанавливает докризисный уровень федеральной адресной инвестиционной программы. От 50 млрд. рублей в 2017 году до 100 млрд. рублей в 2018 году предполагается дополнительно направить на поддержку несырьевого экспорта. Дополнительное эмиссионное фондирование Банком России инвестиционного процесса оценивается в 300 млрд. руб. в 2017 году и 600 млрд. руб. в 2018 году, что также является крайне ограниченной мерой, добавляющей к ожидаемой эмиссии около 10 проц. пункта за два года.

Тем не менее, предлагаемые ограниченные меры могут обеспечить двузначный всплеск физических объемов инвестиций в основной капитал в 2017 году (с 5,3% до 10,9%) и полуторное увеличение прироста в 2018 году (с 3,8% в базовом варианте до 6,2% в стимулирующем). Ускорение инвестиций может оказать замещающее влияние на потребление, перераспределив в пользу бизнеса доходы населения. С другой стороны, ускорение экономического роста генерирует и дополнительные заработки населению, что может дать не более низкий, а, напротив, повышенный прирост потребления. Предполагается, что ускорение роста потребления может составить 0,4-0,3 п. пункта. В результате, прирост ВВП в 2017-2018 гг. ожидается выше, чем в базовом сценарии, примерно на 1,0-0,4 п. пункта.

В инвестиционно-ориентированном сценарии дефицит федерального бюджета может увеличиться до 2,2% в 2017 году и до 1,3% ВВП в 2018 году, или всего на 0,2-0,3 проц. пункта ВВП по сравнению с базовым вариантом. Даже такая

ограниченно стимулирующая политика может в нынешних условиях дать значительный эффект оживления экономики.

Сравнительные макроэкономические индикаторы сценария дополнительных инвестиций (3)

Показатель	2016	2017		2018	
		3	базовый	3	базовый
Дополнительные инвестиции и экспортные субсидии федерального бюджета, млрд. руб.		400		500	
Дополнительные инвестиции и экспортные кредиты через банки и институты развития, млрд. руб.		300		600	
Инвестиции в основной капитал, %	-9,3	10,9	5,3	6,2	3,8
Потребление домашних хозяйств, %	-4,2	2,9	2,5	3,7	3,4
ВВП, %	-1,9	2,4	1,4	2,7	2,3
Экспорт, млрд. долл. США	259	325	324	350	347
Импорт, млрд. долл. США	167	199	193	221	210
Денежная база, темп роста	10,1	19,9	16,2	25,0	19,9
Денежная масса, темп роста	14,3	16,1	14,6	13,4	12,6
Доходы бюджета, млрд. руб.	11,6-	14,4 -	14,2 -	15,3	15,1
Расходы бюджета, млрд. руб.	15,4	16,4	16,0	16,6	16,1
Дефицит бюджета, % ВВП	4,7	2,2	1,9	1,3	1,1

Сравнение разных путей стимулирования российской экономики

Каждый из вариантов стимулирования экономического роста имеет свои сильные и слабые стороны.

Вариант сдерживания укрепления курса рубля (или стабилизации его в реальном выражении) дает значимый эффект для ускорения роста экспорта и ВВП, но оказывает серьезный инфляционный эффект, при этом позволяет существенно уменьшить дефицит бюджета и в 2018 году приблизится к нулевому дефициту.

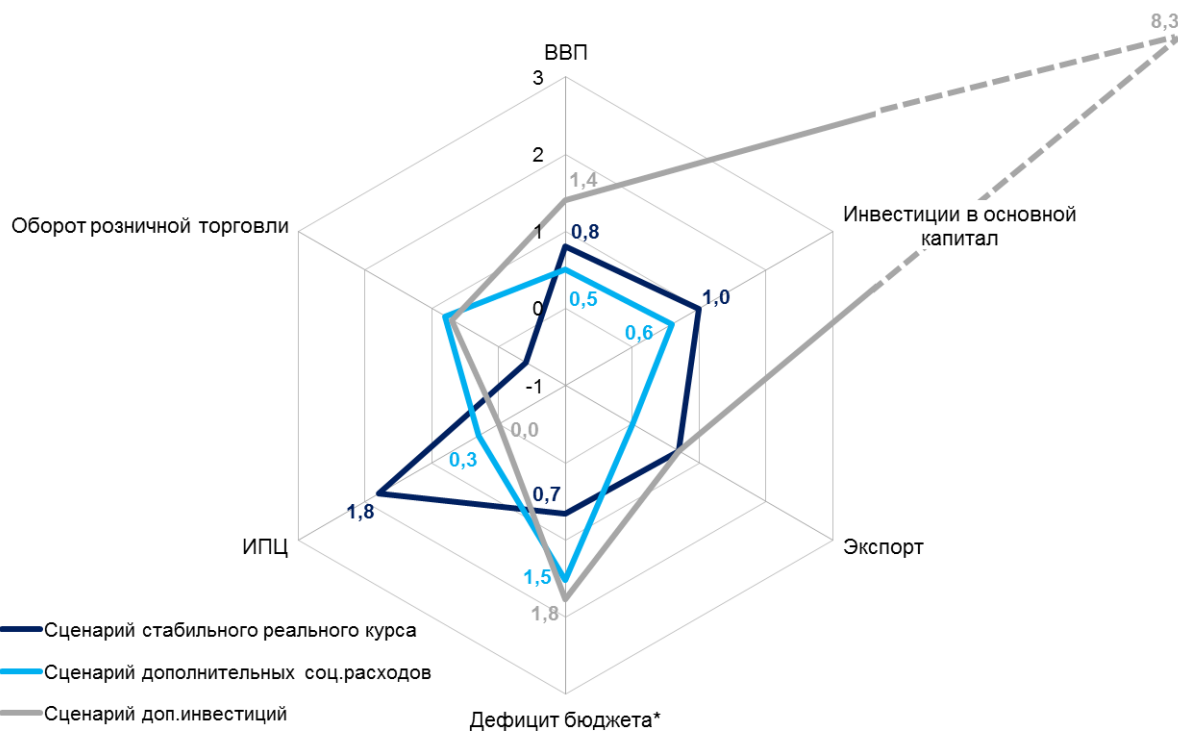
Вариант дополнительной индексации заработной платы бюджетников и пенсий позволяет почти компенсировать большую часть кризисного падения

реальных доходов и несколько ускорить рост экономики, хотя и слабее чем в сценарии заниженного курса.

Вариант активной бюджетной и кредитной поддержки инвестиций и экспорта дает наибольшее ускорение темпов роста ВВП, однако отличается повышенным дефицитом бюджета.

Формирование целевого или наступательного, а не адаптационного варианта экономического развития предполагает поиск баланса между разными стимулирующими мерами: монетарными факторами (заниженный курс и процентные ставки), бюджетными инвестиционными и социальными стимулами. Диапазоны оценок вкладов разных стимулирующих мер в экономический рост могут варьироваться в зависимости от многих допущений. Однако сам позитивный эффект этих мер и необходимость изменения подходов к сложившейся денежной и бюджетной политике не вызывает сомнения, как и возможность удержать бюджетный дефицит в управляемых ограниченных рамках.

**Динамика ключевых показателей по сценариям
(прирост к базовому сценарию Внешэкономбанка за 2017-2018 годы, п.п.)**



* % ВВП, в среднем за 2017-2018 гг.