

Прогнозы российских регуляторов не в полной мере учитывают некоторые важные факторы

В статье анализируется полнота учета ряда важных макроэкономических факторов в прогнозах российских регуляторов.

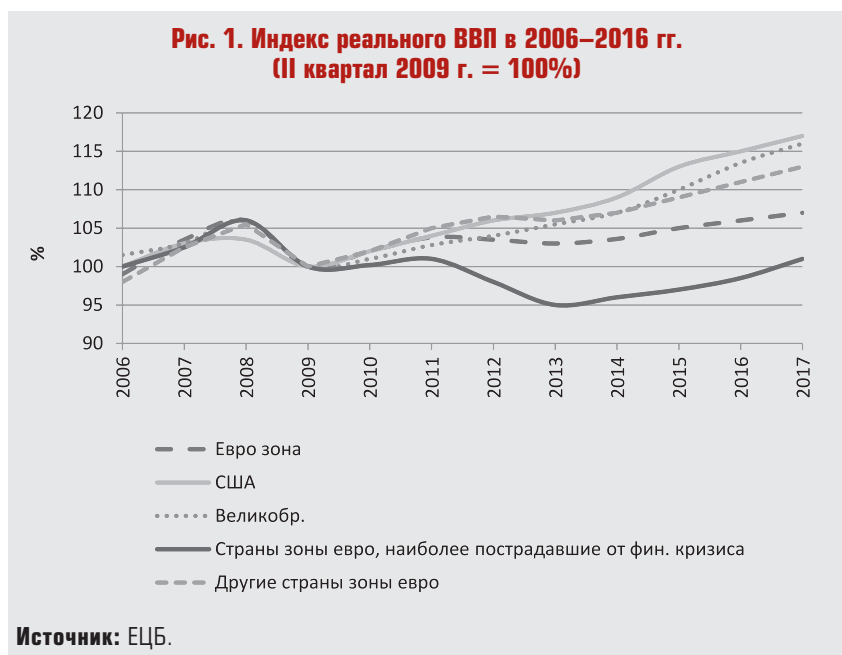
М. В. ЕРШОВ, д. э. н., руководитель проекта – главный директор по финансовым исследованиям Института энергетики и финансов, профессор департамента мировой экономики и мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ;
А. С. ТАНАСОВА, к. э. н., заместитель руководителя департамента финансового анализа Института энергетики и финансов;
В. Ю. ТАТУЗОВ, д. э. (PhD) Сорбонны, старший аналитик департамента финансового анализа Института энергетики и финансов;
В. К. ПОСПЕЛОВ, д. э. н., профессор, профессор департамента мировой экономики и мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ

Закончился ли начавшийся в 2008 г. мировой экономический кризис? Очевидно, что причины, вызвавшие столь фундаментальные кризисные явления, не могут быть быстро устранены, и в этой связи мировая экономика уже примерно десять лет характеризуется очень высокой неустойчивостью. Несмотря на это, постепенно в мировой экономике начинают проявляться индикаторы ее адаптации (рис. 1), а также появляются признаки оживления. «Глобальный рост укрепляется, способствуя повышению доверия» [6, р. 3], – подчеркивает Всемирный Банк, отмечая при этом, что восстановление мировой экономики пока является «хрупким» [6, р. 2].

«Представляется, что происходит экономический подъем, которого мы уже некоторое время ожидали», – отмечает МВФ [8]. Этот экономический подъем в целом создает некоторое повышательное давление на

нефтяные цены в 2016–2017 гг. (рис. 2). Хотя МВФ подчеркивает, что многим странам по-прежнему приходится приспосабливаться к снизившимся в последние годы ценам на

сырьевые товары, эти цены, по его прогнозам, будут достаточно высокими. При реализации этих прогнозов возможны позитивные эффекты для экономики и финансовой сферы России.



Экономика РФ, ее участники и регуляторы должны быть готовы использовать в новых условиях все предоставляющиеся шансы для ускорения экономического роста и успешного развития после выхода из рецессии.

Глобальные финансы: некоторые благоприятные процессы

Международные организации подчеркивают глобальные положительные эффекты в связи с предполагаемым смягчением налогово-бюджетной политики в США и повышением уверенности в американской экономике. При этом в экономиках ряда других стран и регионов также отмечаются позитивные тренды, хотя они пока недостаточно устойчивы. По оценкам Всемирного банка, «в начале 2017 г. в мировой экономике отмечались благоприятные условия финансирования» [3, с. 3].

Регуляторы ведущих стран также отмечают положительные тенденции в финансовой сфере. С учетом этих тенденций ФРС США приступает к сокращению программы количественного смягчения, т. е. планирует снижение активов на балансе, уровень которых после реализации стимулирующих программ достиг 4,5 трлн долл. При этом, если ФРС на заседании в мае 2017 г. оставила базовую ставку на прежнем уровне (0,75–1%), то в июне приняла решение ее повысить на 0,25 п. п. (до 1–1,25%) (рис. 3). Данное решение совпало с ожиданиями большинства экспертов и участников рынка. В июне ФРС также подчеркнула, что в экономике США наблюдаются благоприятные тенденции, и повысила прогноз по росту ВВП США в 2017 г. до 2,2% (по



Источник: Bloomberg.



Источник: ФРС США.

сравнению с ожидавшимся в марте 2,1%).

С учетом благоприятных тенденций в экономике США, ФРС, согласно июньскому заявлению, будет сокращать объемы реинвестирования казначейских долговых бумаг и ипотечных бумаг федеральных агентств. Уменьшение объемов реинвестируемых казначейских госбумаг составит 6 млрд долл. в месяц и продлится до тех пор, пока эти объемы не достигнут 30 млрд долл. в месяц. По ипотечным бумагам снижение объема реин-

вестирования составит 4 млрд долл. в месяц (пока объем реинвестирования не достигнет 20 млрд долл. в месяц).

ЕЦБ в настоящее время позитивно оценивает показатели европейской банковской системы, достигнутые вследствие реализации регулятором в последние годы значительного числа мер в области денежно-кредитной политики, надзора и регулирования. В частности, европейские банки улучшили свои показатели по капиталу (капитал первого уровня с 2013 г. повы-

Abstract. The article analyzes the completeness of accounting for a number of important macroeconomic factors in the forecasts of Russian regulators.

Ключевые слова. Регуляторы, прогноз, инфляция, валютный курс рубля цена на нефть.

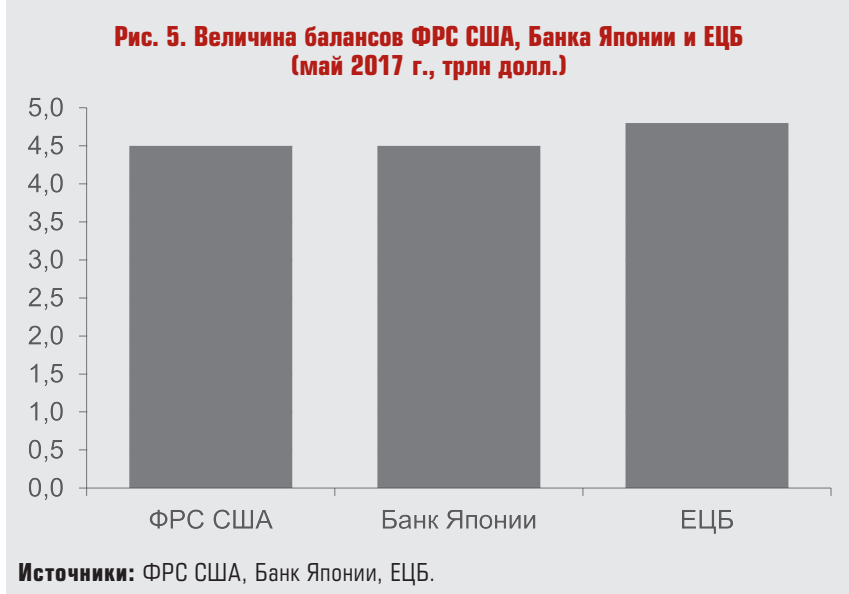
Keywords. Regulators, forecast, inflation, the exchange rate of the ruble, the price of oil.

сился на 2 п. п., до 15,1%); сократилась доля «плохих» кредитов (NPL) с 6,7% в 2015 г. до 5,1% к концу 2016 г.; банки избавляются от непрофильных активов; снизился уровень рыночных рисков, принимаемых банками; в целом банки стали ориентироваться на более традиционные операции. Улучшающиеся показатели развития европейской экономики определяют и позитивные перспективы банковской системы. «Оживает банковское кредитование нефинансового сектора в еврозоне», – подчеркивает ЕЦБ [5, р. 40].

Благоприятные экономические тенденции в Европе, однако, пока еще недостаточно устойчивы. При этом сохраняются риски переоценки обязательств в связи с возможным ростом процентных ставок и политической неопределенностью в ряде стран. Многие другие риски также сохраняются. Так, уровень за кредитованности частного сектора в странах зоны евро остается на высоком уровне с 2010 г., причем не только по историческим меркам, но и по сравнению с другими странами (рис. 4).

По оценкам ЕЦБ, также возросли риски финансовой стабильности со стороны небанковского финансового сектора [5]. В частности, в последние годы расширился сектор инвестиционных фондов, у которых доля долговых инструментов в активах достигает почти 40%. При этом ЕЦБ не ожидает роста рисков для финансовой стабильности в связи с выходом Великобритании из ЕС.

В июне Банк Японии сохранил параметры монетарной политики на предыдущем уровне (в т. ч. ключевую ставку на уровне минус 0,10%). Также банк будет продолжать выкупать японские государственные ценные бумаги прежними темпами (приблизительно на 80 трлн иен в годовом выражении). В дополнение Банк Японии прежними темпами (на 90 млрд иен



в год) продолжит приобретать японские ETF (exchange-traded funds) и J-REIT (Japan real estate investment trusts). Сохраняются годовые ориентиры по выкупу ряда других бумаг. При этом в последние месяцы баланс банка Японии, также как и Европейского центрального банка, впервые превысил показатель ФРС США (рис. 5). «Экономика Японии, вероятно, продолжит рост и сохранит темпы выше потенциала до конца 2018 финансового года на фоне высоких стимулирующих финансовых условий и влияния крупномасштабных стимулирующих мер правительства, а также умеренного ускорения экономического роста в других странах», – отмечал еще в апреле японский регулятор [7].

Основные мировые фондовые индексы в мае продолжили рост, несмотря на их падение в середине месяца под воздействием ряда политических факторов (рис. 6). В дальнейшем ситуация стабилизировалась. При этом в целом по итогам мая отмечалось сохранение прежней повышательной тенденции.

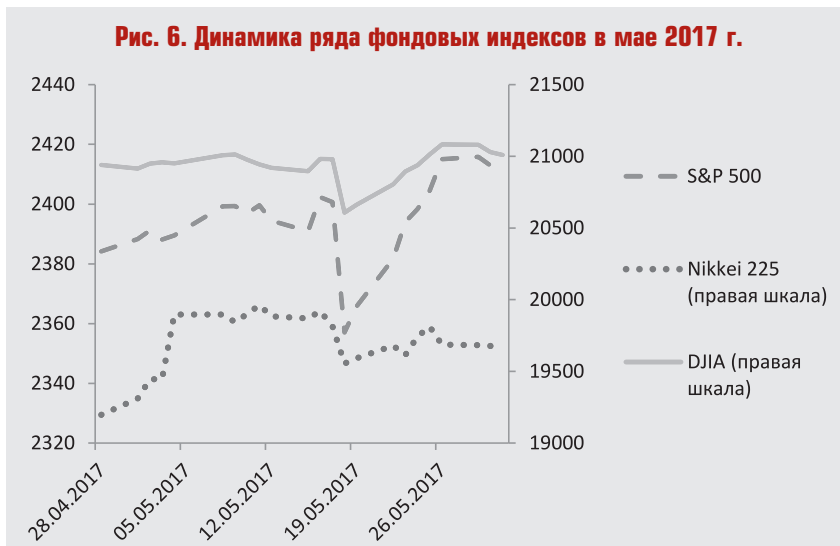
Ситуация в США и других ведущих государствах все больше принимается во внимание при прогнозировании финансовых показателей многих стран (в том числе и России). Так, прогнозы российских экономических и финансовых показателей, подготовленные ЦБ РФ и МЭР РФ, исходят из ожидаемого существенного среднесрочного роста ставки ФРС США (рис. 7).

«ФРС США заявляет о намерении придерживаться курса на постепенную нормализацию денежно-кредитной политики. Это объясняется в том числе близостью темпов роста экономики к потенциальному уровню и ускорением инфляции. Дополнительным фактором, способствующим постепенному повышению ставок ФРС США, является увеличение инфляционных ожиданий в связи с сохранением неопределенности относительно мер фискальной политики администрации Д. Трампа», – отмечает Банк России [1, с. 24].

Таким образом, ситуация в США характеризуется «близостью темпов роста экономики к потенциальному уровню», экономика Японии сохраняет «темпы выше потенциала», постепенно стабилизируется финансовая ситуация в ряде европейских стран. При этом, конечно, сохраняются многие риски и экономический рост носит недостаточно устойчивый характер.

Финансовые показатели РФ: ряд прогнозов

В 2017 г. были опубликованы показатели нового среднесрочного прогноза МЭР и прогнозных сценариев ЦБ РФ. Согласно информации, опубликованной на сайте министерства, прогнозируемые в базовом сценарии МЭР (апрель 2017 г.) реальные темпы прироста ВВП (2% в 2017 г. и по 1,5% в 2018 и 2019 гг.) предполагается достигнуть при



Источник: Bloomberg.



Источник: базовый прогноз МЭР (апрель 2017 г.).

ценах на нефть марки «Юралс» 46 долл./барр. в 2017 г., 41 долл./барр. в 2018 г., 42 долл./барр. в 2019 г. Также в базовый прогноз закладывается бюджетное правило при цене на нефть 40 долл./барр. Несмотря на то, что

официально новое бюджетное правило пока не принято и все его инструменты пока не определены, очевидно, что прогноз МЭР по ослаблению рубля до 71–73 руб./долл. к 2019–2020 гг. (табл. 1) предполагает, что

Таблица 1

Прогноз МЭР по ряду финансовых показателей РФ

	2017	2018	2019	2020
Нефть «Юралс», долл./барр.	45,6	40,8	41,6	42,4
Курс доллара к рублю, руб./долл. (средний за год)	64,2	69,8	71,2	72,7
Счет текущих операций (% к ВВП)	1,8	0,8	0,4	0,4
Изменение валютных резервов, млрд. долл. («+» – снижение, «-» – рост)	-20	0	0	0

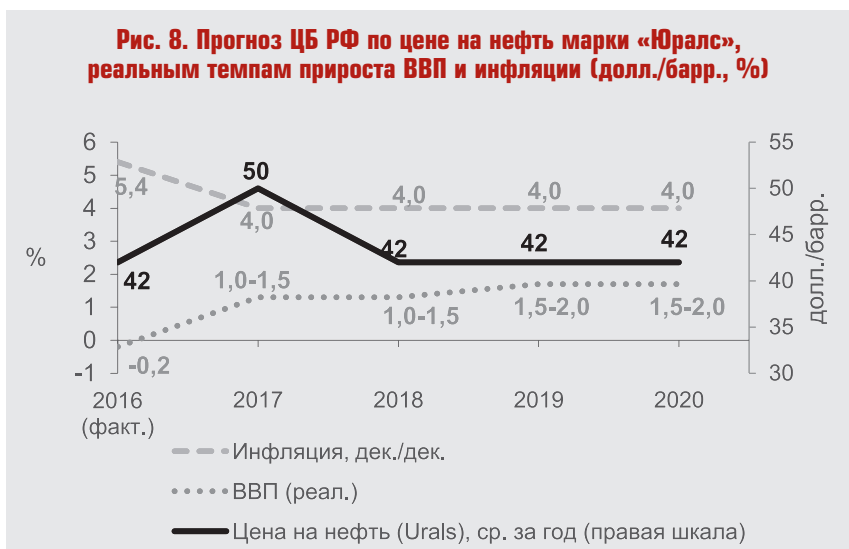
Источник: базовый прогноз МЭР (апр. 2017 г.).

новое бюджетное правило будет действовать и что в его рамках на покупку валюты на внутреннем рынке будут направляться немалые суммы в рублях. По оценкам агентства АКРА, переход к указанному правилу потребует снижения до 2020 г. федеральных расходов на 4,5–5% в реальном выражении [9].

«Банк России сохраняет консервативный подход и закладывает нисходящую траекторию цены на нефть марки Urals в 2017 г. Предполагается ее сохранение на текущем уровне в ближайшие месяцы и снижение до уровня, близкого к 40 долл./барр., к концу 2017 г.», – отмечал в апреле 2017 г. Банк России [1, с. 5–6]. В июне 2017 г. Банк России по базовому сценарию прогнозировал, что в 2018–2020 гг. цена на нефть останется стабильной и составит всего 42 долл./барр. [2, с. 35] (рис. 8).

Успешный рост экономики РФ после кризиса будет во многом зависеть от динамики мировых цен на нефть. При сохранении нынешних подходов регуляторов (в т. ч. умеренно жесткой денежно-кредитной политики) экономика РФ останется уязвимой к внешним шокам.

Тем не менее даже при отсутствии оптимальной политики регуляторов можно ожидать ряда объективных благоприятных эффектов. Так, международные организации сейчас прогнозируют ощутимо более высокие цены на нефть, чем это заложено в базовом прогнозе МЭР и ЦБ РФ. В этом случае возможно фактическое превышение ряда официальных базовых прогнозных ориентиров (в т. ч. по платежному балансу РФ). Например, в действительности ЗВР РФ в ближайшие годы могут ощутимо повыситься, хотя по базовому прогнозу ЦБ РФ (рис. 9) ожидается, что ЗВР РФ лишь немного вырастут в 2018 г., оставшись стабильными в 2019–2020 гг. (По базовому прогнозу МЭР, ЗВР останутся стабильными в



Источник: базовый прогноз ЦБ РФ (июнь 2017 г.).



Источник: базовый прогноз ЦБ РФ (июнь 2017 г.).

2018–2019 гг.). Официальные российские ориентиры в целом могут оказаться избыточно пессимистичными по целому ряду показателей.

Несмотря на уменьшение остроты ряда внешних и внутренних угроз, многие риски в экономике РФ, конечно, сохраняются. Например, прогнозируемое дальнейшее повышение ставки ФРС США может вызвать новый отток капиталов из стран с развивающимися рынками (в т. ч. из России). К тому же санкции США против России на текущем этапе остаются в силе. Об этом руководители США, в частности, заявили в июне, комментируя

новые ограничительные меры в отношении России [11].

Однако согласно апрельскому прогнозу МВФ цена на нефть и в 2017 г, и в 2018 г. составит 55 долл./барр. [8, р. 3]. По июньскому прогнозу Всемирного банка, эта цена достигнет 53 долл./барр. в 2017 г., 56 долл./барр. в 2018 г. и 59 долл./барр. в 2019 г. [6, р. 3]. Таким образом, цена на нефть прогнозируется международными экспертами достаточно высокой (в т. ч. с учетом спроса на нефть в связи с «укреплением» роста мировой экономики). При реализации этих прогнозов высокая цена на нефть может позитивно отразиться на многих

финансовых показателей, включая госбюджет РФ.

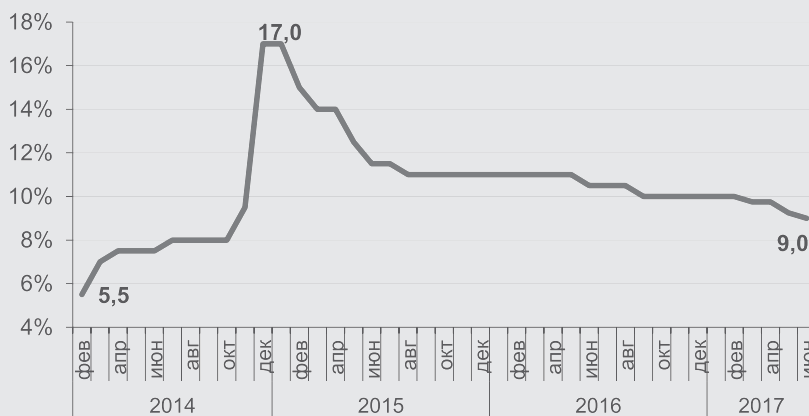
Напомним, что принятый в декабре 2016 г. Федеральный бюджет РФ на 2017–2019 гг. был подготовлен исходя из среднегодовой цены на нефть марки «Юралс» на уровне 40 долл./барр. и инфляции не выше 4% на весь плановый период. Предполагалось, что средний курс доллара в 2017 г. составит 67,5 руб., в 2018 г. – 68,7 руб., в 2019 г. – 71,1 руб. Нынешние базовые прогнозы МЭР и ЦБ РФ, таким образом, во многом сохраняют преемственность по отношению к сформулированным ранее консервативным прогнозам регуляторов.

В то же время текущие тенденции не дают оснований для настолько консервативных подходов. Так, средняя цена на нефть марки «Юралс» в I кв. 2017 г. составила 52 долл./барр., увеличившись на 60% (г./г.).

Улучшается ряд показателей банковского сектора РФ. Так, его прибыль уже за первые 4 месяца 2017 г. составила 553 млрд руб., т. е. достигла 60% от прибыли 2016 г. По прогнозам агентства АКРА, достаточно высокие показатели чистой прибыли банковского сектора РФ сохранятся в ближайшие годы, однако «основной вклад в показатели прибыльности и генерации капитала по-прежнему будут вносить крупнейшие банки (традиционно сильные показатели Сбербанка, высоковероятное восстановление прибыльности ряда иных банков с государственным участием в капитале и крупных частных игроков (в том числе с иностранным владением) с высоким уровнем кредитоспособности)» [10].

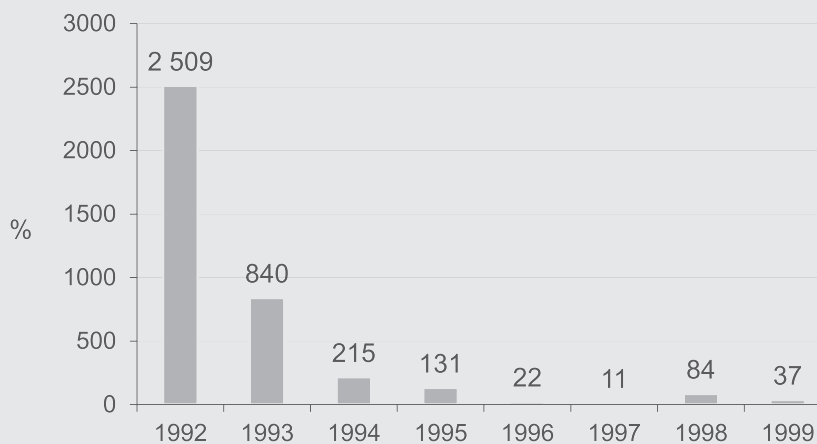
Увеличению кредитования и благоприятным тенденциям в экономике РФ в целом также будет способствовать уменьшение ключевой ставки ЦБ РФ. 28 апреля Банк России на заседании совета директоров понизил ключевую ставку с 9,75% до 9,25%. 16 июня ставка была

Рис. 10. Ключевая ставка Банка России (%)



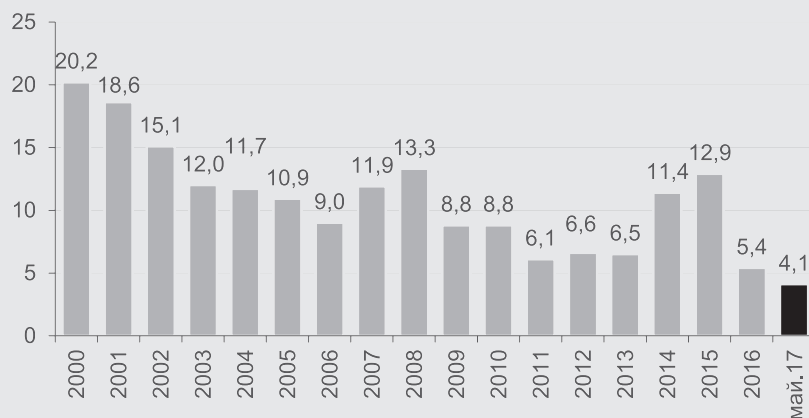
Источник: ЦБ РФ.

Рис. 11. Инфляция в 1992–1999 г. (ИПЦ, %, г./г., данные на конец периода)



Источник: Росстат.

Рис. 12. Инфляция в 2000–2017 г. (ИПЦ, %, г./г., данные на конец периода)



Источник: Росстат.

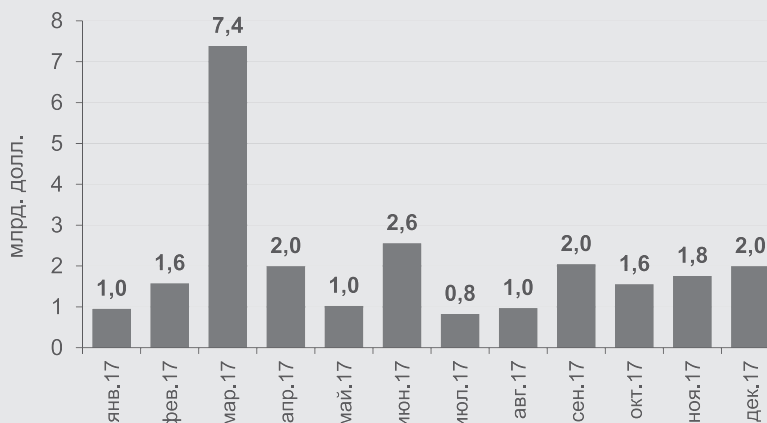
понижена еще на 0,25 п. п. – до 9,0% (рис. 10).

Текущие экономические условия дают регулятору все основания продолжить смягчение денежно-кредитной политики. «Наблюдается улучшение основных экономических и финансовых тенденций», – подчеркивает Всемирный банк по поводу ситуации в экономике РФ [3, с. 4]. Цена на нефть в первые месяцы 2017 г. нередко достигала достаточно высокого уровня (50 долл./барр. и выше). Инфляция сейчас самая низкая за всю историю нашей страны (рис. 11, 12), т. е. находится около среднесрочного ориентира ЦБ РФ (4%). Для сравнения в первые месяцы 2016 г. мировая цена на нефть марки «Юралс» опускалась ниже 30 долл./барр., инфляция достигала двузначных значений, создавая повышенные инфляционные ожидания. Волатильность валютного курса и неопределенность в области бюджетной политики тогда были очень высокими. Это затрудняло переход к восстановлению экономического роста.

Хотя инфляция остается и сейчас важной проблемой, острота и значимость ее для участников рынков снизились. Инфляционные ожидания также уменьшились (благодаря существенному замедлению текущих темпов роста потребительских цен). Укажем, однако, что издержки отмечаемых сейчас благоприятных факторов, в т. ч. низкой инфляции и умеренных инфляционных ожиданий, весьма велики (например, к ним относится сжатие внутреннего спроса).

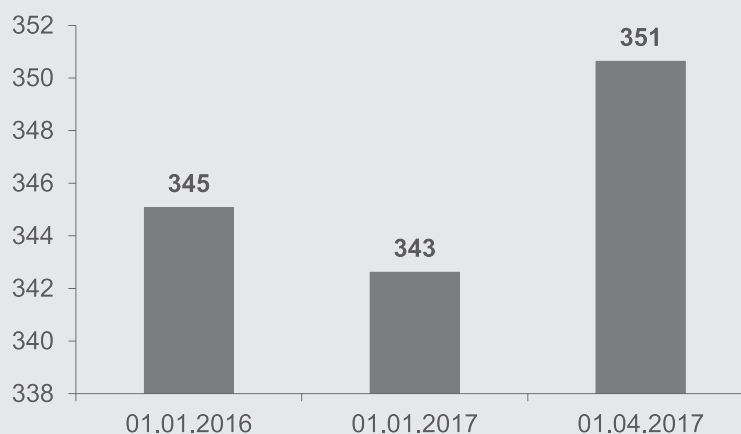
Уменьшаются не только инфляционные риски, но и ряд других рисков. В частности, снизились угрозы, связанные с необходимостью массовых выплат российских компаний за рубежом по внешнему долгу. Так, прогнозируются неизменными до конца 2017 г. выплаты по внешнему долгу РФ (рис. 13).

Рис. 13. График помесечных платежей по внешнему долгу крупнейших российских компаний-заемщиков на зарубежных рынках капитала в 2017 г., (млрд долл.)



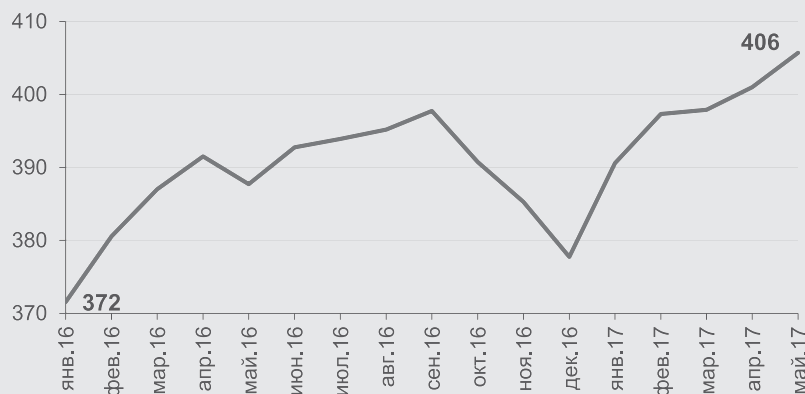
Источник: ЦБ РФ.

Рис. 14. Внешний долг компаний небанковского сектора РФ (млрд долл.)



Источник: ЦБ РФ.

Рис. 15. Международные резервы РФ с 1.01.2016 по 1.06.2017 (млрд долл.)



Источник: ЦБ РФ.

По оценкам ЦБ РФ, выплаты останутся невысокими до конца текущего года в связи с наблюдаемой стабилизацией российского внешнего долга компаний небанковского сектора (рис. 14).

Повышению финансовой устойчивости способствовало поддержание достаточно высокого уровня международных резервов РФ, которые в последнее время растут, превысив 400 млрд долл. в начале мая 2017 г. (рис. 15). Возможно, тенденция к ощутимому росту ЗВР сохранится в 2018–2020 гг., что не учитывается в базовых прогнозах регуляторов, и поэтому имидея картина, в которой запас прочности выглядит менее достаточным, чем это может оказаться в действительности.

Если сейчас официальные прогнозы могут оказаться недостаточно оптимистичными, то ранее официальные прогнозы, наоборот, нередко характеризовались избыточным оптимизмом. Это во многом приводило к недооценке внешних и внутренних рисков для экономики РФ. Так, осенью 2014 г. регуляторы оказались неготовыми к резкому ухудшению экономической ситуации. В частности, по базовому варианту прогноза ЦБ РФ (ноябрь 2014 г.) прогнозировалось, что мировая цена на нефть марки «Юралс» составит 92–95 долл./барр. в 2015–2017 гг. и, как следствие, в этот период годовые реальные темпы прироста российского ВВП будут позитивными [4]. В действительности же падение

цен на нефть тогда оказалось столь глубоким, что экономика РФ столкнулась с затяжной рецессией.

Нынешний период длительного мирового экономического неблагополучия в известном смысле напоминает ситуацию 30-х и 70-х годов XX в. В то же время на текущем этапе мировая экономика существенно отличается как от экономики времен Великой депрессии, так и от периода 70-х годов. Сегодня уровень глобализации характеризуется тем, что кризисные явления, возникающие в одних странах, способны провоцировать особенно глубокие деструктивные процессы в других частях мирового хозяйства. В то же время начинающие формироваться сейчас благоприятные тенденции в экономике ведущих стран также могут вызвать их положительное влияние на многие страны (в т. ч. на Россию). Россия должна быть заблаговременно готова к этим новым позитивным процессам и успешно использовать свои шансы. Укажем, что в любом случае необходимым условием реализации оптимистичных прогнозов и успешного экономического роста после выхода из рецессии 2015–2016 гг. является адекватная политика регуляторов.

■ ВЫВОДЫ

В целом базовые прогнозы российских регуляторов по цене на нефть представляются заниженными по сравнению с

прогнозами международных организаций. Если в ближайшие годы цена на нефть будет ощутимо более высокой, чем по базовым прогнозам российских регуляторов, то это, в сочетании с постепенным выходом экономики РФ из кризиса 2015–2016 гг., может оказывать дополнительное повышательное давление на курс рубля. В этих условиях прогнозируемое регуляторами ослабление рубля до уровня –73 руб./долл. потребует либо подключения значительных финансовых ресурсов регуляторов, либо использования ими иных субъективных форм вмешательства в объективные рыночные процессы. К тому же такой заниженный курс рубля приведет к высокой инфляции (что мы наблюдали в 2015–2016 гг.). В этой связи при значительном обесценении рубля представляется затруднительным прогнозируемое в базовых сценариях как МЭР, так и Банка России удержание инфляции на уровне не выше 4%.

Некоторые благоприятные тенденции развития мировой экономики, отмеченные международными организациями, позволяют надеяться на возможное улучшение ряда внешних факторов для экономики РФ. Это может способствовать ее росту, однако лишь при условии проведения соответствующей денежно-кредитной, валютной, налогово-бюджетной, структурной, банковской политики регуляторов.

Список литературы

1. Доклад о денежно-кредитной политике. – ЦБ РФ, 2017, № 1.
2. Доклад о денежно-кредитной политике. – ЦБ РФ, 2017, № 2.
3. Доклад об экономике России. – Группа Всемирного банка, 2017, № 37.
4. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. – ЦБ РФ, 2014, ноябрь.
5. Financial Stability Review. – ECB, May 2017.
6. Global Economic Prospects. – World Bank, June 2017.
7. Outlook for Economic Activity and Prices. – Bank of Japan, April 2017.
8. World Economic Outlook. – IMF, April 2017.
9. <https://www.acra-ratings.ru/research/230>.
10. <https://www.acra-ratings.ru/research/251>.
11. <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/5949732f9a7947058b>.