

ПРОКЛАДЫВАЯ КУРС

**ДМИТРИЙ КУЛИКОВ**

Директор, группа суверенных
и региональных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 122
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169
svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

Таблица 1. Базовый сценарий макроэкономического прогноза на период с 2024 по 2026 год

ПОКАЗАТЕЛИ	ЕД. ИЗМ.	ФАКТ		ОЦЕНКА от 21.11.2023	ПРОГНОЗ			
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Ключевые показатели внешней среды	Экспортная цена российской нефти (среднегодовая)	долл./барр.	69,0	79,6	63,0–67,0	71,3–76,3	68,2–73,6	66,0–72,8
	Мировой ВВП ¹	% г/г	6,0	3,1	1,8–2,1	0,8–1,6	1,0–2,0	0,9–2,1
	ВВП США	% г/г	5,9	2,1	1,9–2,4	0,8–1,6	1,0–2,0	0,9–2,1
	ВВП Китая	% г/г	8,4	3,0	4,9–5,3	3,9–4,7	3,7–4,7	3,5–4,7
	ВВП Евросоюза	% г/г	5,5	3,5	0,7–1,2	0,1–0,9	0,5–1,5	0,6–1,8
Показатели производства	ВВП в рыночных ценах	трлн руб.	135,3	153,4	165,0–168,1	180,5–184,1	188,3–194,0	194,5–204,5
	ВВП в фиксированных ценах	% г/г	5,6	-2,1	3,0–3,2	0,5–1,3	1,0–2,0	0,6–1,8
	Инвестиции в основной капитал в фиксированных ценах	% г/г	8,6	4,6	4,6–6,1	2,5–3,7	0,3–1,5	0,3–1,5
	Индекс промпроизводства	% г/г	6,3	0,6	3,0–3,5	1,2–2,0	1,4–2,4	1,1–2,3
	Розничный товарооборот	трлн руб.	39,5	42,5	47,1–48,9	51,4–52,5	55,5–57,2	58,4–61,3
Показатели платежного баланса	Экспорт товаров и услуг	млрд долл.	544	640	472–485	494–514	496–526	500–537
	Импорт товаров и услуг	млрд долл.	378	347	380–391	375–390	393–417	400–429
	Курс рубля к доллару (среднегодовой)	руб./долл.	73,7	68,5	84,8–85,5	86,5–91,9	87,7–94,7	88,4–97,4
	Курс рубля к евро (среднегодовой)	руб./евро	79,8	72,5	91,7–92,5	94,2–100,2	96,5–104,2	98,1–108,1
Доходы и рынок труда	Средняя заработная плата	руб./месяц	57,3	65,3	72,0–73,3	79,1–81,5	85,6–89,5	91,3–97
	Реальные располагаемые доходы населения	% г/г	3,3	-1,01	4,0–4,5	1,2–2,1	1,5–2,5	1,1–2,3
	Уровень безработицы (среднегодовой)	% от ЭАН ²	4,8	4,0	3,1–3,2	2,8–3,2	2,7–3,3	2,6–3,4
Цены и показатели финансового рынка	Инфляция (ИПЦ)	% дек./дек.	8,4	11,9	7,0–7,5	5,2–5,8	4,0–4,5	3,6–4,4
	Ключевая ставка (на конец года)	%	8,5	7,5	15,0–16,0	10,5–11,5	7,0–8,0	6,5–7,7
	Ключевая ставка (среднегодовая)	%	5,7	10,5	9,9	12,8–13,2	7,7–8,3	6,6–7,4
	Ставка пятилетней бескупонной ОФЗ (на конец года)	%	8,4	9,4	12,0–12,5	9,9–10,7	7,8–8,8	7,6–8,8
	Ставка пятилетней бескупонной ОФЗ (среднегодовая)	%	7,0	9,7	10,6	11–11,8	8,7–9,7	7,6–8,8
Бюджет	Баланс федерального бюджета	% ВВП	0,4	-2,1	-1,7 – -1,2	-1,7 – -1,2	-1,0 – -0,4	-1,2 – -0,4

Источник: АКРА

¹ Методология Всемирного банка, реальный прирост.² Экономически активное население.

В табл. 1 приведены диапазоны будущих значений макроэкономических показателей. Следует воспринимать их как наиболее вероятные в рамках неизменных предпосылок базового сценария.

Уровни недоиспользования мощностей и рабочей силы рассчитываются как разница между оцененными АКРА «естественными» уровнями их использования и наблюдаемыми в реальности уровнями.

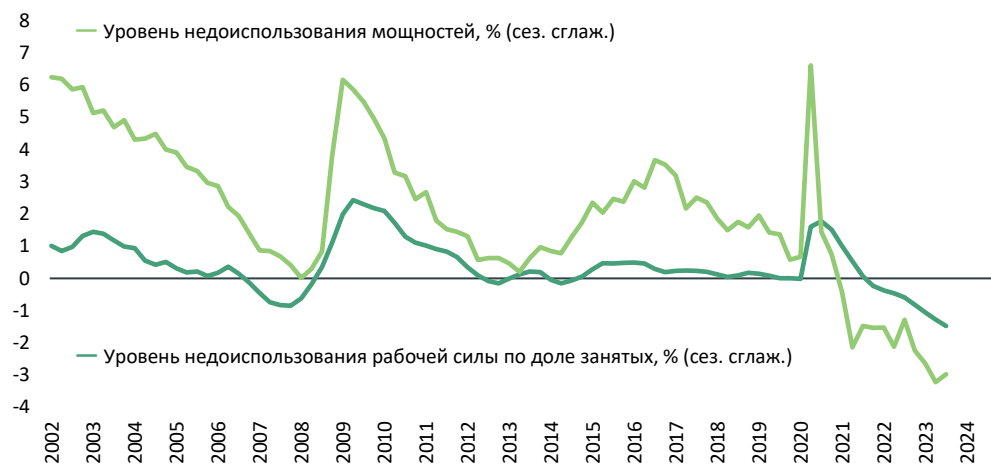
РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА НА ТРЕХЛЕТНЕМ ГОРИЗОНТЕ

Обновляя макроэкономический прогноз на 2024–2026 годы, АКРА по-прежнему ожидает, что экономический рост в прогнозном периоде будет положительным, а процесс структурной трансформации экономики в течение ближайших лет будет сопряжен с повышенными процентными ставками, растущими в реальном выражении затратами на труд и бюджетными дефицитами.

На фоне указанных структурных тенденций для экономики будут характерны и другие важные процессы, описанные ниже.

- 1. Высокая загрузка существующих мощностей и трудовых ресурсов сохранится.** В результате комбинации постпандемийной конъюнктуры в 2021 году и роста спроса со стороны государства в 2022–2023 годах к настоящему моменту загрузка мощностей и трудовых ресурсов достигла исторически очень высоких уровней (см. рис. 1). Это означает, что рост экономики будет ограничен со стороны предложения, в результате чего темпы годового прироста ВВП снизятся с примерно 3% в 2023-м до более близких к потенциальным 1–2% на горизонте прогноза (в 2024-м составят около 1%). На уровне экономики в целом производительность труда, человеческий капитал и межотраслевая эффективность использования факторов производства являются единственными реальными источниками устойчивого роста. Как и в других странах с постиндустриальной демографией, миграционные тренды, вероятно, будут все сильнее влиять на экономическую политику.

Рисунок 1. Загрузка факторов производства в российской экономике высока и останется высокой в течение прогнозного периода

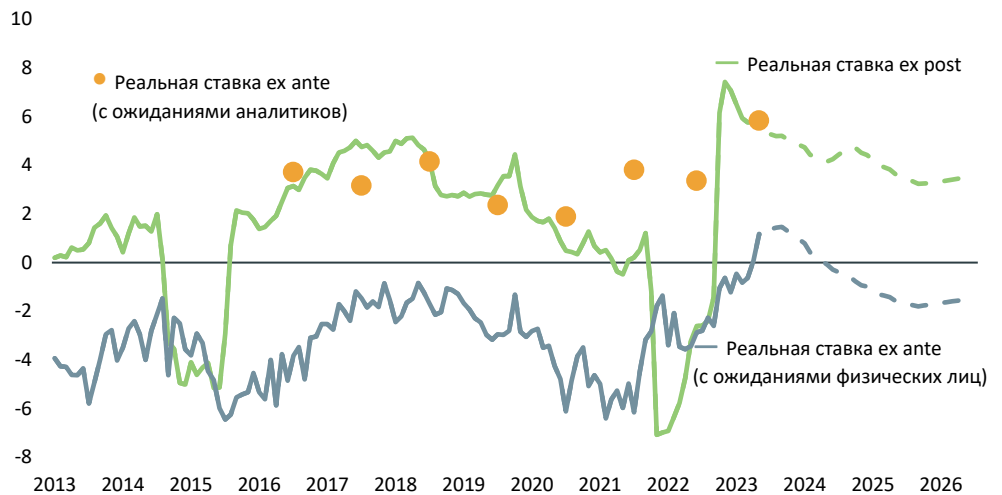


Источник: Росстат, Банк России, расчеты АКРА

- 2. Краткосрочные процентные ставки будут снижаться с 15–16% до уровня порядка 7%,** который можно считать нейтральным в среднесрочной перспективе. Это произойдет на горизонте двух или двух с половиной лет при отсутствии новых шоков и сохранении планов по консолидации бюджетов. Более длинные ставки сократятся за тот же период примерно на 4 п. п. (по пятилетним ОФЗ — с 12 до 8–8,5%). В реальном выражении это будет означать возврат к уровням 2017–2018 годов (см. рис. 2). Шоки бюджетной политики и внешней торговли могут ощутимо повлиять на эту динамику: в случае увеличения бюджетных дефицитов относительно опубликованных планов или падения объемов экспорта снижение процентных ставок будет происходить медленнее.

Реальные процентные ставки — разница между номинальными процентными ставками и либо инфляционными ожиданиями (ex ante), либо инфляцией за прошедший год (ex post).

Рисунок 2. Реальные процентные ставки (пятилетние бескупонные ОФЗ)



Источник: Банк России, расчеты АКРА

Результатом последнего в 2023 году планового заседания Банка России по ключевой ставке может стать либо ее повышение (вероятно, финальное в нынешнем цикле), либо сохранение на текущем уровне. Общий инфляционный фон во второй половине года продолжал разогреваться: два из трех процентных пунктов увеличения годовых темпов прироста цен во втором полугодии были связаны с опережающим ростом совокупного спроса; лишь один процентный пункт можно объяснить эффектом волатильности прошлогодней базы.

3. **Потребление домохозяйств в реальном выражении в 2024 году не изменится или немного снизится.** На фоне более медленного роста реальных располагаемых доходов в следующем году по сравнению с 2023-м, вероятнее всего, произойдет и увеличение нормы сбережения, что станет реакцией на высокие краткосрочные процентные ставки и макропруденциальные меры, ужесточающие подходы к кредитованию домохозяйств.

Рисунок 3. Норма сбережения домохозяйств вновь временно вырастет

Норма сбережения — доля дохода, которая не направляется на покупку товаров и услуг в том же периоде, когда данный доход был получен (месяц, квартал, год).

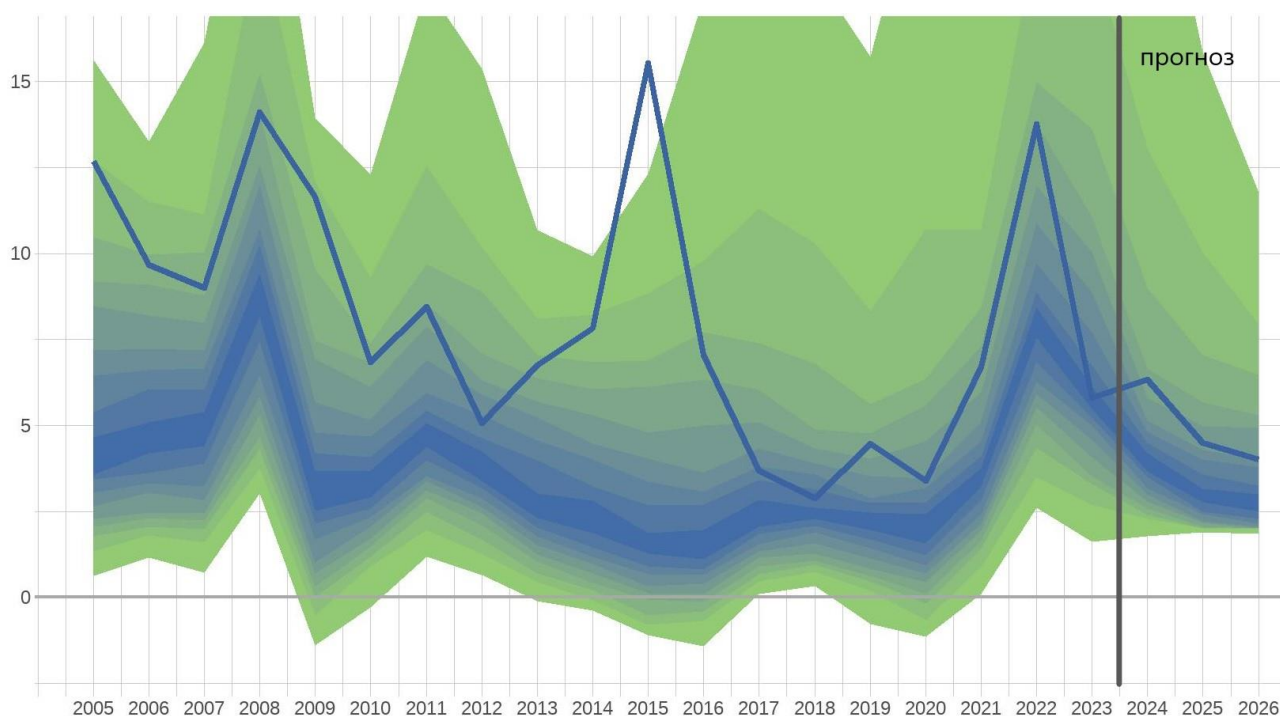


Источник: Росстат, расчеты АКРА

На рис. 4 линией показаны уровни среднегодовой инфляции в России. Цветные области — распределение инфляции по странам мира. Самая темная область — центральные 10% распределения вокруг медианы, каждый слой — 5% распределения. Суммарно цветом показаны центральные 90% распределения.

4. **Валютный курс в краткосрочной перспективе останется примерно на текущем уровне, а в долгосрочном периоде будет тренд на его ослабление.** Действие требования по обязательной продаже валютной выручки крупнейшими экспортерами, приостановка закупки валюты Банком России, а также повышения ключевой ставки, которые дестимулируют потребительский импорт, в совокупности приводят к тому, что в конце 2023-го и в первой половине 2024 года курс может достигать отметки в 85 руб. за долл. США (11,6 руб. за юань). При этом в средне- и долгосрочном периоде, как полагает АКРА, сохранятся условия для относительно быстрых курсовых колебаний на внутреннем валютном рынке (на 5–10%). Будут актуальны и долгосрочные факторы, работающие на ослабление рубля в номинальном выражении. Помимо прочего, к ним относятся, во-первых, рост внутреннего спроса и, как следствие, спроса на импортные товары и услуги, который опережает увеличение экспортного потенциала (в том числе из-за снижения темпов роста мировой экономики и торговли); во-вторых, устойчивая разница средних уровней инфляции внутри страны и в странах — торговых партнерах.

Рисунок 4. Соотношение инфляции в России и других странах мира (среднегодовой ИПЦ, % год к году)



Источник: МВФ, Росстат, расчеты АКРА

ОБЯЗАТЕЛЬНАЯ ПРОДАЖА ВАЛЮТНОЙ ВЫРУЧКИ ЭКСПОРТЕРАМИ. КОНТЕКСТ

11 октября 2023 года в России был принят указ об обязательной репатриации и продаже валютной выручки крупными экспортерами. Одним из поводов для использования этой меры стал тот факт, что со второй половины 2022 года по середину 2023-го доля продаваемой на внутреннем рынке валютной выручки экспортеров сократилась ³ с 85–88 до 67–70%, что по времени совпало с ослаблением рубля. Однако были и другие значимые факторы, приведшие к возникновению дисбаланса на внутреннем валютном рынке. В результате принятой меры ситуация с ликвидностью на внутреннем валютном рынке улучшилась, но сама по себе эта мера в средне- и долгосрочной перспективе будет способствовать скорее снижению волатильности курса рубля, нежели его укреплению. Требование по продаже валютной выручки, с одной стороны, помогает увеличить предложение иностранной валюты, а с другой — одновременно стимулирует спрос, как минимум со стороны продающих валюту экспортеров. Долгосрочный эффект на уровень курса теоретически мог бы возникнуть при использовании комплекса мер, усложняющих отток капитала.

Значительные колебания доли фактически продаваемой валютной выручки нельзя априори назвать негативным событием — это часть режима плавающего валютного курса. Более того, их можно наблюдать и в странах с другими валютными режимами. Например, в Китае доля выручки, продаваемой экспортерами в обмен на юань, в период с 2010 по 2016 год сократилась с 70–75 до 60% ⁴ (масштаб спада, сопоставимый в относительном выражении с тем, что был в России). На этом фоне, а также ввиду других факторов ослабления юаня, имевших место в 2015–2016 годах, китайские регуляторы ужесточали некоторые нормы контроля за трансграничными потоками капитала и применяли макропруденциальные меры, чтобы ограничить риски банковского сектора, связанные с валютной переоценкой. При этом доля продаваемой выручки оставалась пониженной как минимум до 2018 года.

За последние 15 лет те или иные ограничения на валютные операции экспортеров накладывали около 90 стран с различными валютными режимами. Из них 50–60 сочетали требование по репатриации с требованием по продаже выручки (в России подобный режим существовал до 2006 года и в начале 2022 года, в Казахстане — в 2020–2021 годах) ⁵. Около 30 стран не требовали продажи при условии, что осуществляется репатриация валютной выручки. И наконец только две-три страны использовали требование по продаже, не требуя при этом репатриации. Наиболее типичные средние уровни обязательной продажи — 50 и 85–100% (преобладает) от получаемой экспортной выручки. В России в настоящий момент применяется 72%-ная доля: репатриации подлежат 80% валютной выручки, 90% от которой экспортеры должны продать на внутреннем рынке.

Примерно в половине случаев требования по продаже валюты дифференцированы по отрасли (как правило, в зависимости от доли в суммарном экспорте) либо сектору (государственные, квазигосударственные, частные), что контрастирует с параметрами отбора, формально применяющимися сейчас в России (размер и доля экспорта в выручке).

³ В ноябре доля продаваемой экспортерами выручки вновь возросла, но ее точное значение еще предстоит определить.

⁴ Sonali Das. China's Evolving Exchange Rate Regime / Sonali Das. // IMF Working Paper WP/19/50, March 2019.

⁵ The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER), IMF.

Как показывает статистика, подобные требования практически никогда не вводятся на краткосрочную перспективу и в отрыве от других мер контроля за движением капитала. Напротив, являясь инструментом валютной политики, они чаще сохраняются на протяжении многих лет, так как режимы валютного курса, как правило, меняются медленно.

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Большой Гнездицкий пер., д. 1, стр. 2
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.