

Тринадцать тезисов об экономике¹

1) Сегодня российская экономика находится «в точке перелома»: экономический подъем почти выдохся, но еще остаются последние шансы на его возобновление. Эти шансы легко могут быть упущены при сохранении нынешней процентной политики Банка России.

Дело даже не в том, что в третьем квартале экономика балансовала между стагнацией и спадом – сокращение ВВП составило 0.2% к уровню второго квартала, сезонность устранена (см. рисунок 1), что похоронило надежду на двухпроцентный рост в текущем году. Гораздо серьезнее, что негативные изменения произошли и в инвестиционной сфере, и в сфере формирования доходов и потребления населения.

Если подобные изменения закрепятся, российскую экономику может ожидать новый виток спада – причем, в условиях достаточно благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры.

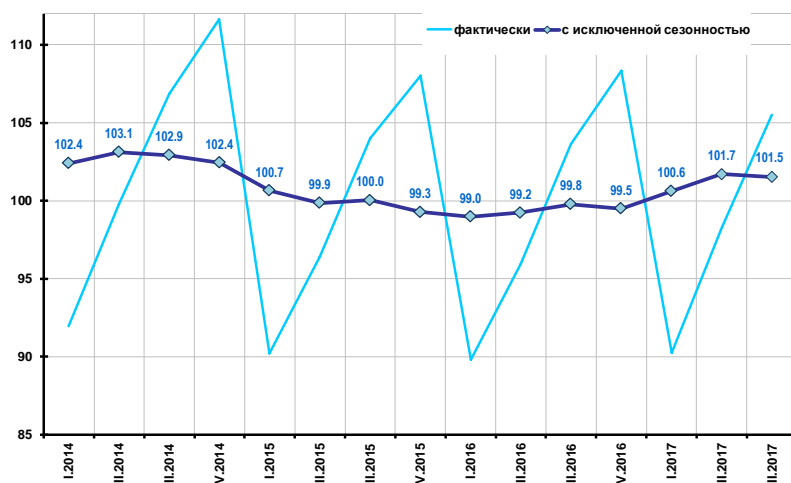


Рисунок 1 - Динамика ВВП (% к среднеквартальному значению 2012 г.)

¹ Материал подготовлен в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2017 г. ТЗ-14.

2) Важнейшим фактором, обусловившим торможение экономического роста, стало падение инвестиционной активности частного бизнеса: вклад накопления основного капитала в прирост ВВП снизился по сравнению со вторым кварталом вдвое, с 1.2 проц. п. до 0.6 проц. пунктов (см. рисунок 2).

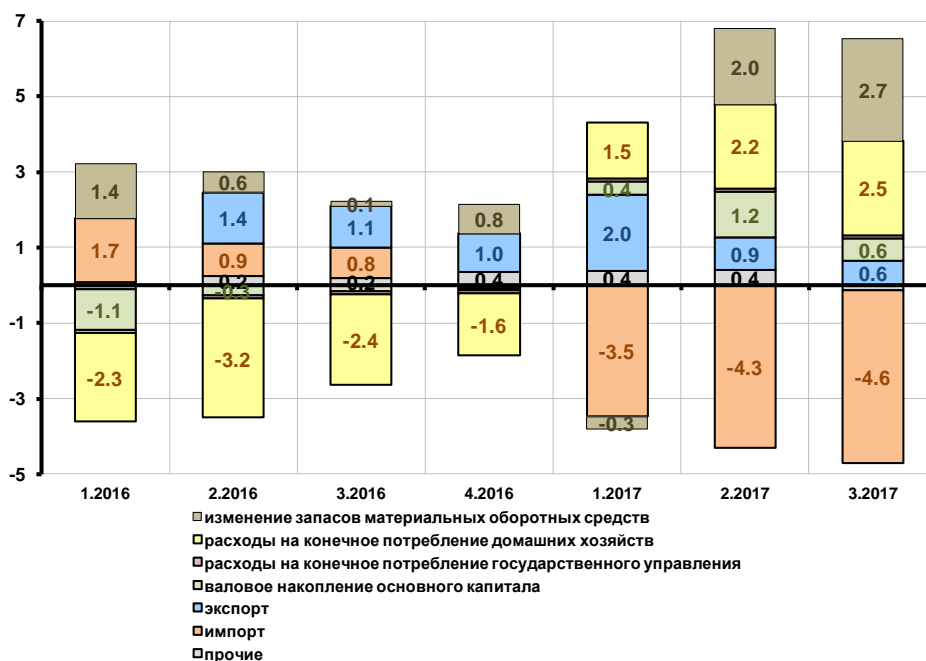


Рисунок 2 - Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соот. кварталу предшествующего года, проц. п. прироста ВВП)

Кроме того, исчерпаны возможности «дешевого импортозамещения», когда-то возникшего на волне кризисной коррекции рубля и «войны санкций»: все, что можно было выжать из расчистки российского рынка от конкурирующего импорта – выжато; дальнейшее импортозамещение связано с улучшением потребительских свойств отечественной продукции, что, в свою очередь, требует инвестиций. Пока же в третьем квартале расширение импорта отняло из экономического роста 4.6 проц. п. – на 0.3 проц. п. больше, чем во втором квартале.

Стабилизация экспорта, отчасти связанная с добровольными ограничениями, взятыми на себя Россией в рамках договоренности с ОПЕК, отчасти – со снижением мирового спроса на металлы из-за сокращения инвестиций в Китае, привела к минимальному его вкладу в экономический рост – всего 0.6 проц. п. в годовом выражении (во втором квартале – 0.9 проц. п.).

Ситуация могла бы быть еще хуже, если бы не наращивание компаниями запасов². Это обеспечило, при прочих равных условиях, 2.7 проц. п. прироста ВВП (второй квартал – 2.0 проц. п.). В принципе, такая ситуация хорошо коррелирует с умеренно-благоприятными оценками ситуации менеджментом компаний (см. ниже); но смогут ли эти оценки сохраниться в условиях кризиса на конечных рынка – это уже вопрос отдельный.

Впрочем, шанс спасти экономический рост остается.

3) Ожидания бизнеса уже полгода остаются на умеренно-оптимистическом уровне. Индекс PMI³ менеджеров по закупкам компаний обрабатывающих отраслей промышленности уже полгода находится на умеренно-оптимистичном уровне – 51-52⁴ (см. рисунок 3). Как показывала предшествующая практика, на этом уровне еще возможно улучшение деловой и инвестиционной активности. Однако упустить эти возможности достаточно легко.

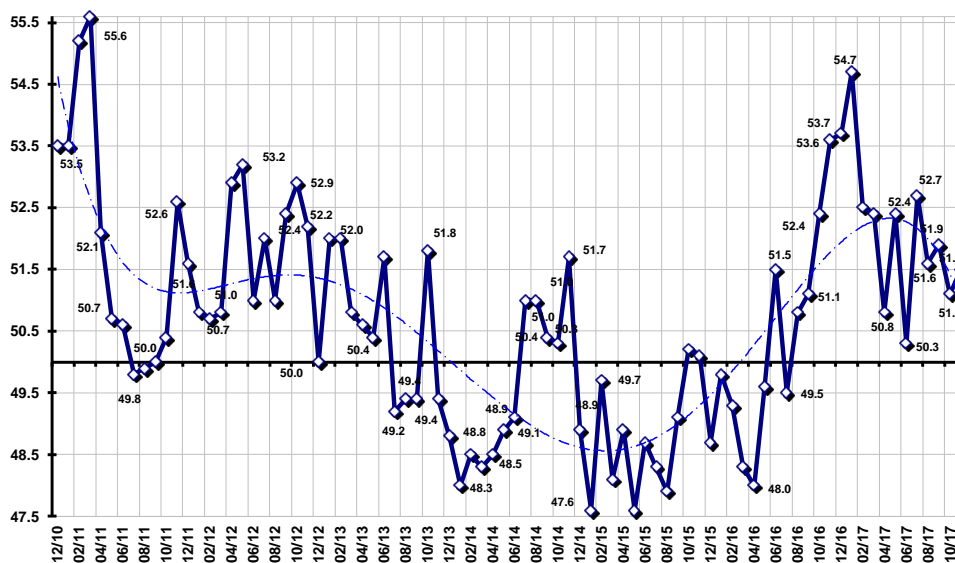


Рисунок 3 - Индекс PMI менеджеров предприятий обрабатывающих отраслей по закупкам компании Markit (%)

² Если, конечно, это наращивание – не статистический миф, обусловленный нестыковкой между общими итогами экономического развития и динамикой отдельных компонентов спроса

³ Индекс Markit PMI® обрабатывающих отраслей России PMI (индекс разрабатывается исследовательской компанией IHS Markit Ltd).

⁴ Уровень в 50%, в силу самой структуры индекса, означает границу между улучшением и ухудшением ситуации

5) В наибольшей мере кризис проявился в инвестиционной сфере. Уровень инвестиций в основной капитал в третьем квартале⁵ снизился на 0.9% (см. рисунок 6, сезонность устранена).

Главный фактор здесь – высокий уровень процентных ставок, никак не соответствующий доходности активов большинства компаний, кроме очень небольшого слоя получателей природной ренты (см. рисунок 6). С одной стороны этот уровень обуславливает снижение доступности кредитных ресурсов для компаний (и, косвенно, через повышение рисков невозвратов, дестимулирует корпоративное кредитование для банков). С другой стороны, такой уровень доходности финансовых инструментов ломает логику самих инвестиционных проектов: с учетом высокой неопределенности и рисков развития в перспективе, для компаний разумнее держать средства на корпоративных депозитах (уровень которых, действительно, растет, см. ниже), чем инвестировать в проекты развития⁶.

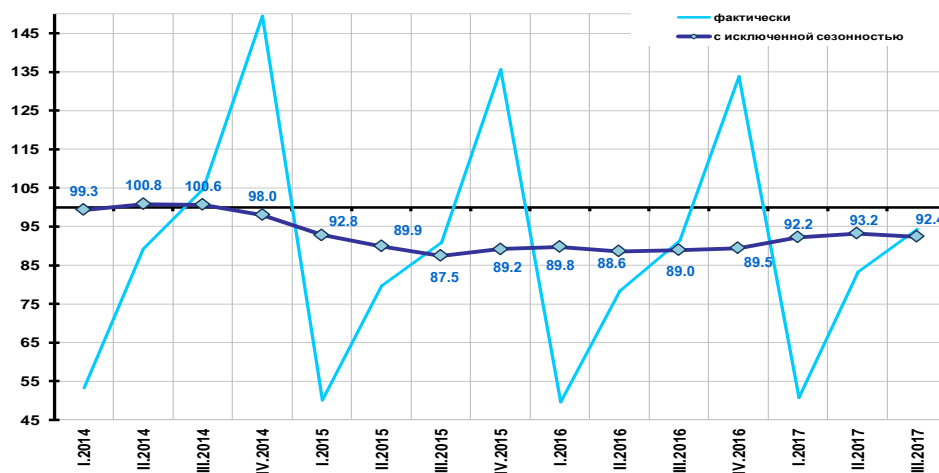


Рисунок 6 - Инвестиции в основной капитал (% к среднеквартальному значению 2012 г.)

⁵ Более высокочастотная, чем поквартальная, информация по инвестициям в основной капитал Росстатом не собираются. Но, судя по косвенной информации о производстве и выпуске инвестиционных товаров, в последние месяцы инвестиционная активность, в лучшем случае, стагнирует. В строительстве (по данным с устраненной сезонностью) наблюдается отчетливый спад, уже два месяца подряд.

⁶ Кроме того, дополнительным фактором, видимо, стало постепенное завершение части строек, осуществлявшихся за счет государства и госкомпаний (подготовка к ЧМ-2018 по футболу и др.).

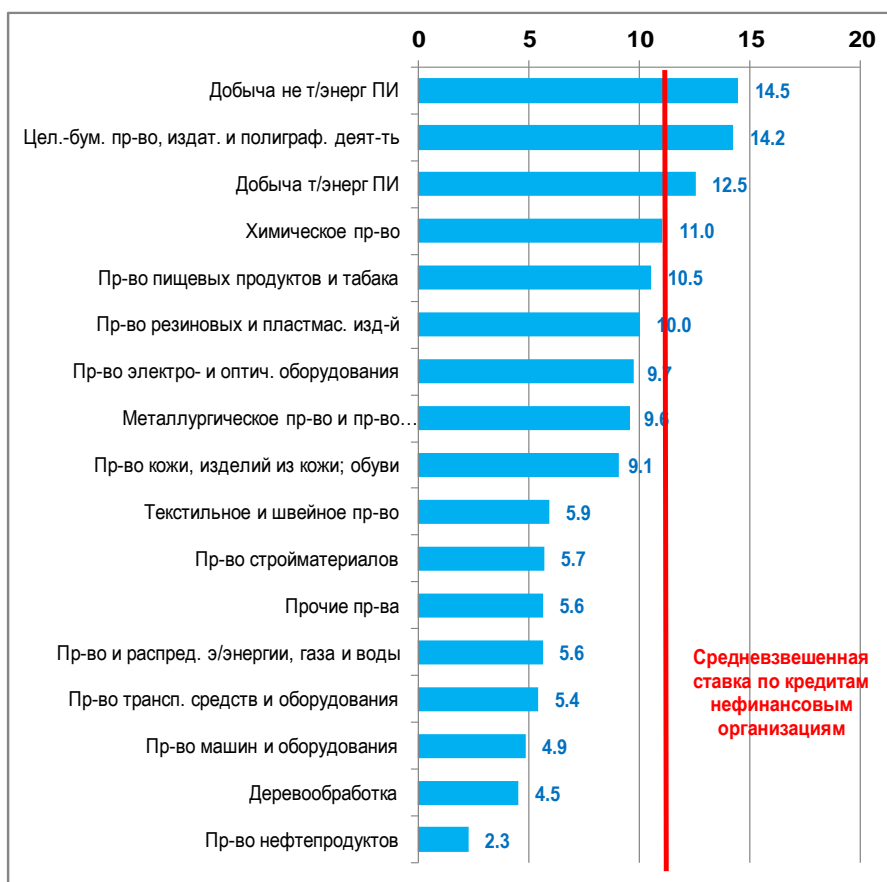


Рисунок 7 - Рентабельность за 2017 г.

(прибыль минус убыток от продаж к активам всего), %

б) Еще одним, и возможно, решающим негативным фактором в настоящее время становится наметившееся ухудшение ситуации с доходами и потреблением населения.

В условиях ухудшения финансового положения (см. ниже) компании начинают экономить на заработной плате. Ее среднемесячный прирост в первом квартале составлял еще 0.6%, во втором - 0.3%, в третьем - всего 0.1%, а в октябре реальная заработная плата уже снизилась на 0.3% (сезонность устранена). С реальными располагаемыми доходами, где следующие по значимости компоненты - пенсии и пособия - расширяются медленно из-за жестких ограничений на наращивание бюджетных расходов, положение еще хуже. Во втором квартале они, в среднем, не увеличивались, в третьем началось их сокращение на 0.2% в месяц, в октябре – снижение составило 1.0% (см. рисунок 7, сезонность устранена).

В этой ситуации (да еще в условиях высоких процентных ставок), дестимулирующей потребление за счет роста нормы сбережения и сдерживания потребительского кредитования, оборот торговли, разумеется, «споткнулся». Его снижение в октябре составило 0.8% (см. рисунок 8, сезонность устранена). Замедление, видимо, имеет системный характер, и коснулось как рынков продовольствия, так и непродовольственных товаров.

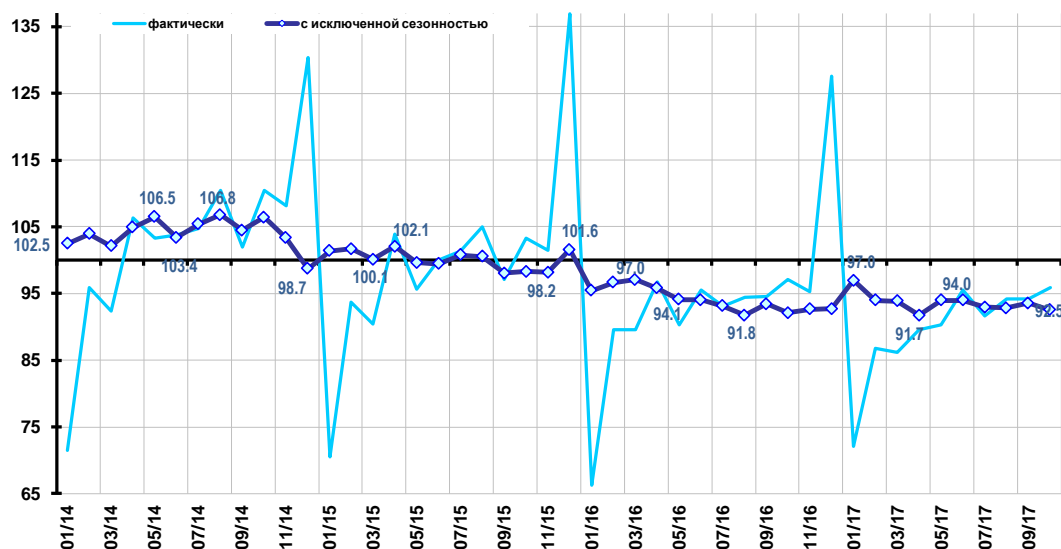


Рисунок 8 - Реальные располагаемые доходы населения
(% к среднемесячному значению 2012 г.)

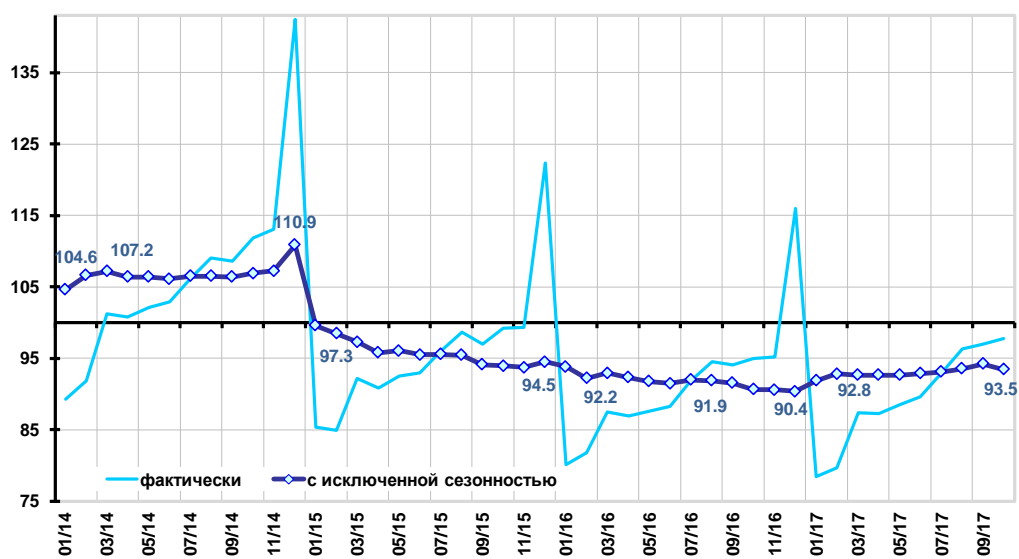


Рисунок 9 - Оборот розничной торговли
(% к среднемесячному значению 2012 г.)

7) Уровень инфляции в последние месяцы ничтожен: в октябре и ноябре по 0.2%, по предварительной оценке в декабре она составит 0.5% к предшествующему месяцу; соответственно, оценка инфляции за год (декабрь к декабрю) – всего 2.5-2.7%, при целевом ориентире Банка России в 4.0% (см. рисунок 9).

Стремление достичь минимально возможной инфляции буквально любой ценой выглядит сейчас уже иррациональным.

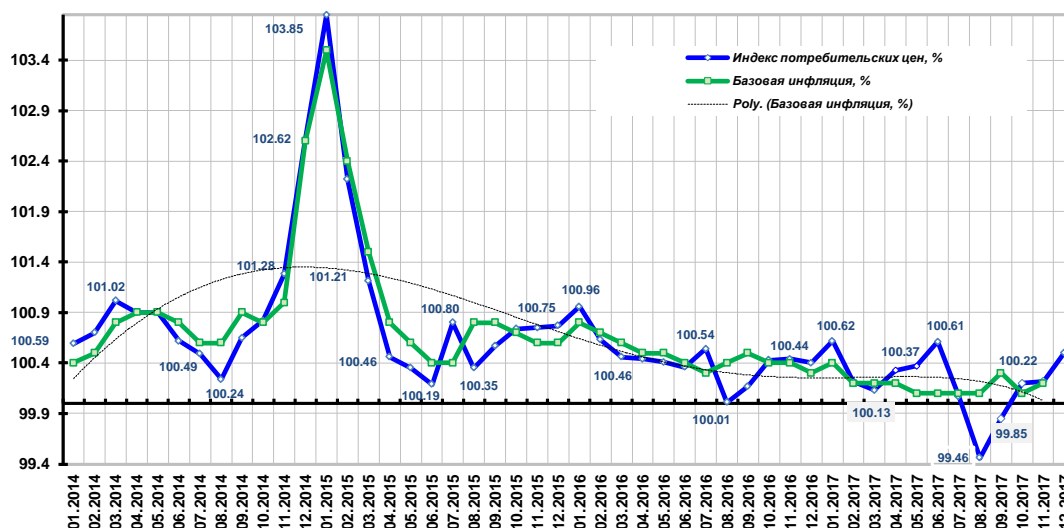


Рисунок 10 - Инфляция на потребительском рынке (темпы роста, %)

8) Несмотря на то, что с начала текущего года Банк России снизил ключевую ставку на 1.75 проц. п. - с 10.0% до 8.25% годовых, в реальном выражении (с поправкой на инфляцию) эта ставка как и раньше, остается исключительно высокой – 5-6% годовых. Это выше аналогичных показателей всех крупных и средних стран (за исключением Аргентины, находящейся в состоянии экономического стресса, Таблица 1).

При этом, как отмечает сам Банк России, ситуация на валютном рынке остается стабильной⁷, годовая инфляция находится существенно ниже целевого ориентира (2.5-2.6% против 4%), а инфляционные ожидания снижаются. Это создает объективные предпосылки для более энергичного снижения ключевой ставки.

⁷ «Мы видим, что в целом происходит укрепление доллара по отношению к валютам стран с развивающимися рынками. В этом отношении небольшое ослабление курса рубля укладывается в общий тренд, и этот тренд имеет более пассивное влияние, чем динамика цен на нефть» (из выступления Председателя Банка России Э.С. Набиуллиной в Государственной думе 22.11.2017)

Таблица 1 - Номинальные и реальные ставки денежно-кредитной политики в различных странах

ИПЦ, сент 2017 г. к сент 2016 г. (если не указано иное)	Номинальная ставка денежно-кредитной политики	Реальная ставка денежно-кредитной политики	Название ставки денежно-кредитной политики и дата посл. изменения	Если ИПЦ иной, чем сент 17/сент 16
2.54%	7.00%	4.46%	Brazil Selic Rate (Dez 06, 2017)	
2.96%	8.25%	5.29%	Russia Key Rate (Oct 30, 2016)	
1.46%	4.35%	2.89%	China Lending Rate (Oct 23, 2015)	
1.86%	4.25%	2.39%	Iceland 7-d Deposit Rate (Oct 04, 2017)	окт 17/окт 16
1.46%	6.00%	4.54%	India Policy Repo Rate (Aug 02, 2017)	
-0.07%	1.25%	1.32%	Saudi Arabia Reverse Repo Rate (Jun 14, 2017)	июнь 17/ июнь 16
6.35%	7.00%	0.65%	Mexico Benchmark Rate (Jun 22, 2017)	
3.58%	4.25%	0.67%	Indonesia Repo Rate (Sep 22, 2017)	окт 17/окт 16
4.96%	6.75%	1.79%	South Africa Repurchase Rate (Jul 20, 2017)	
1.45%	2.50%	1.05%	Chile Monetary Policy Rate (May 18, 2017)	
0.70%	-0.10%	-0.80%	Japan Key Policy Rate (Jan 29, 2016)	
2.14%	1.50%	-0.64%	Poland Reference Rate (Mar 04, 2015)	
0.10%	0.10%	0.00%	Israel Benchmark Rate (Feb, 23, 2015)	
1.60%	0.05%	-1.55%	Denmark Lending Rate (Jan 19, 2015)	
1.77%	1.50%	-0.27%	South Korea Base Rate (Nov 30, 2017)	окт 17/окт 16
1.40%	0.00%	-1.40%	Eurozone Key Interest Rate (Mar 10, 2016)	май 17/май 16
1.55%	1.00%	-0.55%	Canada Target ON Rate (Sep 06, 2017)	
2.23%	1 - 1.25%	-1.63 - -1.38%	USA Funds Rate (Jun 14, 2017)	
2.12%	-0.50%	-2.62%	Sweden Repo Rate (Feb 11, 2016)	
2.52%	0.90%	-1.62%	Hungary Base Rate (May 24, 2016)	
0.66%	-1.25 - -0.25%	-1.86 - -0.86%	Switzerland SNB-Target Range (Jan 15, 2015)	окт 17/окт 16
1.63%	0.50%	-1.13%	Norway Key Policy Rate (Mar 17, 2016)	
2.97%	0.50%	-2.47%	United Kingdom Bank Rate (Nov 02, 2017)	
2.55%	0.50%	-2.05%	Czech Republic Repo Rate (Nov 02, 2017)	
11.90%	8.00%	-3.90%	Turkey Repo Rate (Nov 24, 2016)	окт 17/окт 16
не публикуется и не ведётся	26.25%		Argentina Reference Rate (Nov 29, 2016)	
нет данных	1.75%		New Zealand Cash Rate (Nov 10, 2016)	
нет данных	1.50%		Australia Cash Rate (Aug 02, 2016)	

9) Высокий уровень реальных процентных ставок по кредитам и депозитам стимулирует предприятия к выводу средств из производственного оборота в финансовые вложения, ограничивает возможности расширения оборотного капитала за счет привлечения кредитов, в конечном счете – препятствует запуску новых инвестиционных проектов, занижая их приведенную стоимость.

Проявлением чистого перетока средств предприятий из производственного в финансовый оборот выступает интенсивное накопление ими средств на срочных рублевых депозитах (на 26% за первые десять месяцев 2017 г.) при одновременной стагнации объема привлеченных предприятиями банковских кредитов (прирост за тот же период на 2.0%, а без учета кредитов от Сбербанка и ВТБ – снижение на 0.8%, валютная переоценка устранена).

10) В середине текущего года внезапно прервалась наблюдавшаяся до этого позитивная тенденция улучшения качества обслуживания долга предприятиями (см. рисунок 11). Доля просроченной задолженности в долге предприятий выросла с 9.8% на конец июня до 10.5% на конец октября (без учёта Сбербанка, ВТБ и БМ-банка). Эта доля достигла новых исторических максимумов и продолжает расти.

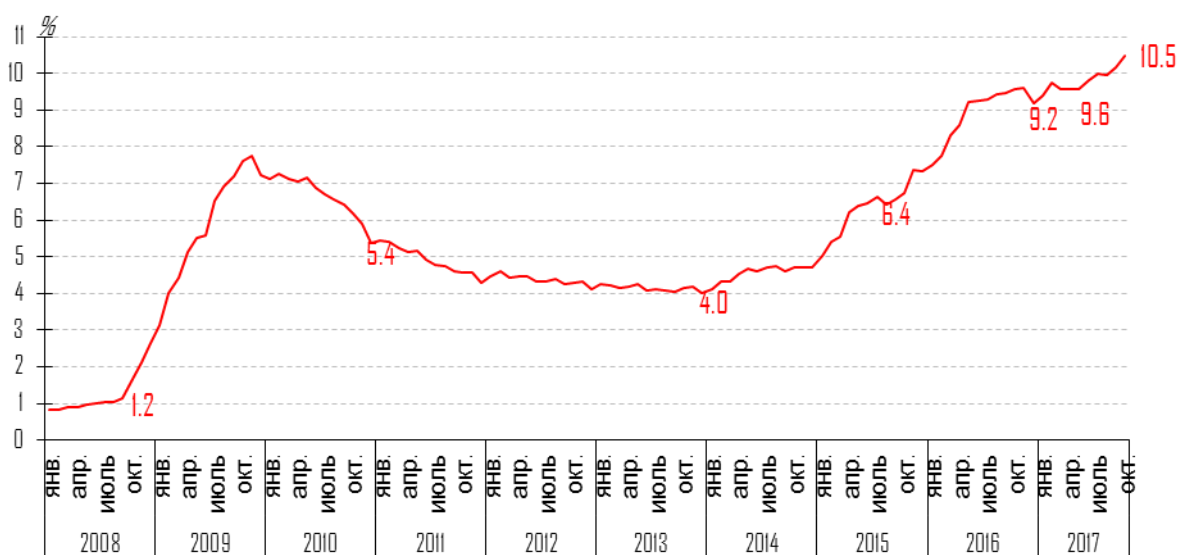


Рисунок 11 - Доля просроченных кредитов в совокупных ссудах и займах (без учета Сбербанка, ВТБ и БМ-банка, %)

Лидерами по уровню и по динамике «плохих» долгов являются предприятия занятые в сфере торговли, строительства и недвижимости, производства строительных материалов, производства машин и оборудования (см. рисунок 12).

Как видно, за исключением торговли, это компании инвестиционного комплекса. Как следствие, стагнация инвестиционного спроса, стимулируемая высоким уровнем реальных процентных ставок, вероятно, становится одной из главных причин снижения их платежеспособности.

Кроме того, в группе компаний с растущим уровнем «просрочки» находятся предприятия, чей бизнес во многом зависит от возможности привлечения заемных средств для формирования оборотного капитала.

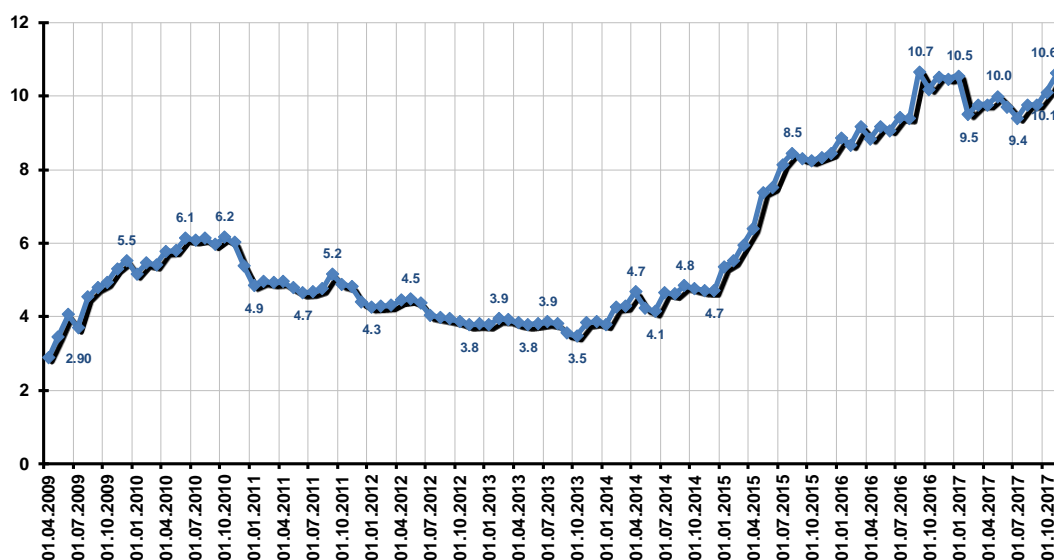


Рисунок 12 - Доля просроченных кредитов в совокупных ссудах и займах предприятий, занятых в сфере строительства и недвижимости (%)

11) Тенденция роста неплатежей по корпоративным кредитам разворачивается на фоне новой волны банкротств предприятий реального сектора.

В третьем квартале 2017 г. интенсивность банкротств предприятий реального сектора достигла исторических максимумов, превысив показатели кризисного «пика» конца 2014-начала 2015 гг. (с устранением сезонности). Оно имело фронтальный характер: интенсивность банкротств увеличилась практически во всех отраслях. При этом наиболее драматичный рост наблюдается в тех же отраслях, где отмечен всплеск просроченной задолженности: торговле, строительстве, машиностроении.

Расчеты (на отраслевом уровне) выявили теснейшую взаимосвязь между динамикой банкротств и ростом просроченной задолженности по кредитам (с лагом примерно в год).

Кроме того, было установлено существенное влияние на динамику банкротств в отраслях дезинфляционных процессов. Так, снижение средних отпускных цен на 1% за год ведет к увеличению числа банкротств в среднем на 1.4% (без лага). Это означает, что дальнейшее углубление дезинфляционных процессов уже создает значимую опасность для финансовой устойчивости компаний.

12) Закрепление подобных тенденций может создать порочный круг: «снижение качества корпоративного долга – рост премии за кредитный риск – рост процентных ставок по банковским кредитам предприятиям – дальнейшее ухудшение платежеспособности предприятий в отраслях, где спрос и формирование оборотного капитала существенно зависят от условий кредитования – снижение качества корпоративного долга».

13) Российская экономика оказалась в своеобразной «ловушке Набиуллиной». С начала 2016 г. сочетание очень высоких ставок на денежных рынках с очень низкими рисками неплатежеспособности государства и крупнейших компаний привело к заметному притоку «горячих» зарубежных капиталов – вначале на рынки ОФЗ, а потом и корпоративных «голубых фишек» (возник т.н. Carry Trade).

Это сочетание сделало Россию (наряду с Бразилией) одной из наиболее привлекательных стран для финансовых инвесторов и позволило Банку России стабилизировать платежный баланс, сдерживая, тем самым, инфляцию.

Сейчас ставку целесообразно существенно *снижать*. Но этому препятствует как раз сформировавшийся ранее «навес» спекулятивных капиталов. Для финансовых инвесторов уровень воспринимаемых рисков, в условиях уже начавшейся очередной волны банкротств и надвигающегося спада производства, увеличивается, а значит, возникает риск вывода из страны части ранее пришедших сюда ресурсов. Компенсация этого риска предполагает поддержание *высоких* ставок на российском денежном рынке – но как раз они-то и являются одной из причин кризиса в сфере инвестиций и потребления.

Так замыкается круг.

Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления О. Солнцев