



Тринадцать тезисов об экономике

Выпуск 2

25.01.2018 г.

1. За последний месяц *ситуация в российской экономике несколько улучшилась* – но именно «несколько», в очень небольшой степени. Касается это, скорее, структурных параметров экономики: начавших (судя по оперативной информации) увеличиваться инвестиций, расширения экспорта и т.д. Таким образом, риск фронтального ухудшения экономической ситуации, ведущий к возникновению новой рецессии, который мы отмечали в прошлом выпуске «Тезисов», несколько снизился.

При этом, с формальной точки зрения наблюдается не улучшение, а даже некоторое ухудшение ситуации – по крайней мере, в сфере производства. Так, судя по оперативной информации, снижение экономической активности усилилось¹. Агрегат экономической активности², впервые с начала 2016 г., в октябре-ноябре снизился на 1.4% (сезонность устранена, см. рисунок 1). И похоже, речь идет не только о чисто «арифметических» процессах.

Основной негативный вклад в коррекцию экономической активности обеспечила промышленность, где в IV квартале объем выпуска сократился по сравнению с III кварталом на 1.2% (по данным Росстата с устраненной сезонностью). И хотя в основе такого снижения лежат преимущественно

¹ Отметим, что банк JP Morgan объявил о начале технической рецессии в российской экономике: по оценке банка, в нашей экономике два квартала подряд (третий и четвертый – хотя не вполне понятно, откуда банк взял соответствующую статистику за конец года) наблюдается спад производства <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-11/putin-s-break-from-recession-fleeting-as-economy-hits-a-pothole/> Хотя у этой оценки вполне может быть и спекулятивный мотив, связанный, например, с перспективами российского рынка ценных бумаг – проблема, что называется, уже становится публичной.

² Показатель динамики выпуска товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению.

конъюнктурные факторы (аномально теплая погода, снижение нефтедобычи в рамках принятых ограничений), однако, даже с их учетом говорить о тенденции промышленного роста не приходится.

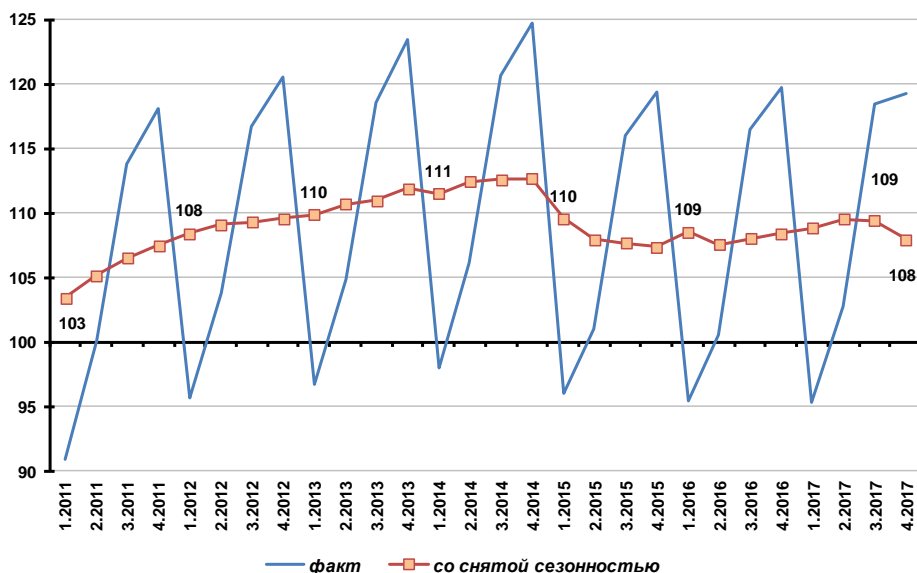


Рисунок 1. Агрегат экономической активности для России, 2010=100%

С точки зрения структуры спроса наиболее проблемной зоной остается потребление населения. Это обусловлено продолжающимся снижением реальных доходов населения (и, вероятно, высокими процентными ставками, «при прочих равных условиях» дестимулирующими потребление).

Одновременно, другим фактором конечного спроса, сдерживающим рост, стало расширение импорта товаров, идущее на фоне укрепления рубля. В первую очередь, это коснулось инвестиционных товаров, сырья и отдельных видов непродовольственных товаров.

2. В то же время, на уровне предприятий, ситуация, видимо, выглядит довольно стабильно. Уровень уверенности руководства компаний в экономической ситуации и ее перспективах остается довольно высоким. Индекс PMI уже почти полгода находится в диапазоне 51-52%, причем последние два месяца – даже растет (с коррекцией на сезонность, см. рисунок 2), оставаясь в «зоне умеренного оптимизма», чуть выше 50% отметки, разделяющей позитивную (выше) и негативную (ниже) ситуацию для компаний.

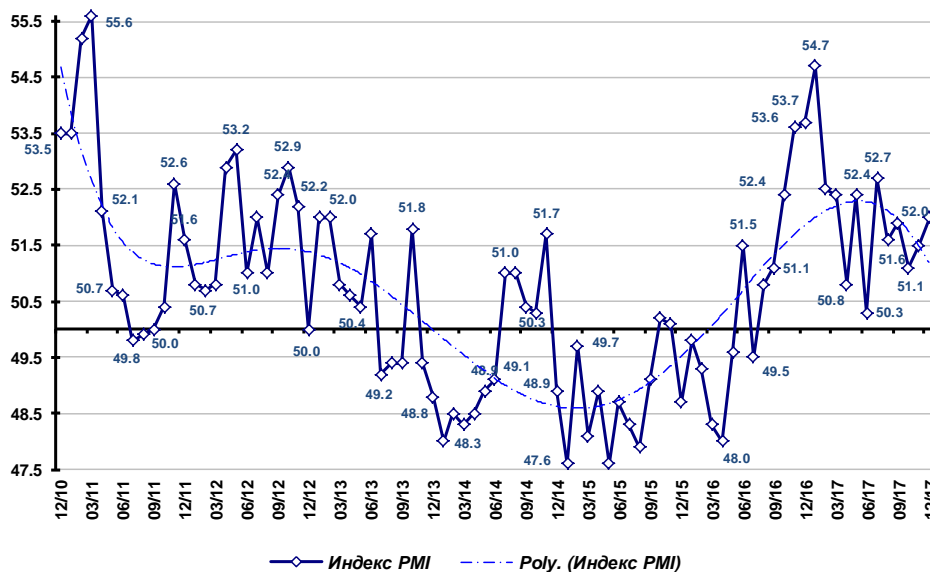


Рисунок 2. Индекс менеджеров по закупкам PMI компании Markit (с исключенной сезонностью)

3. В соответствии с настроениями «капитанов бизнеса», даже несмотря на сложную макроэкономическую ситуацию, *спрос на труд в российской экономике* продолжает расти (с учетом действия сезонного фактора, конечно; см. рисунок 3), а безработица – мало-помалу снижаться.

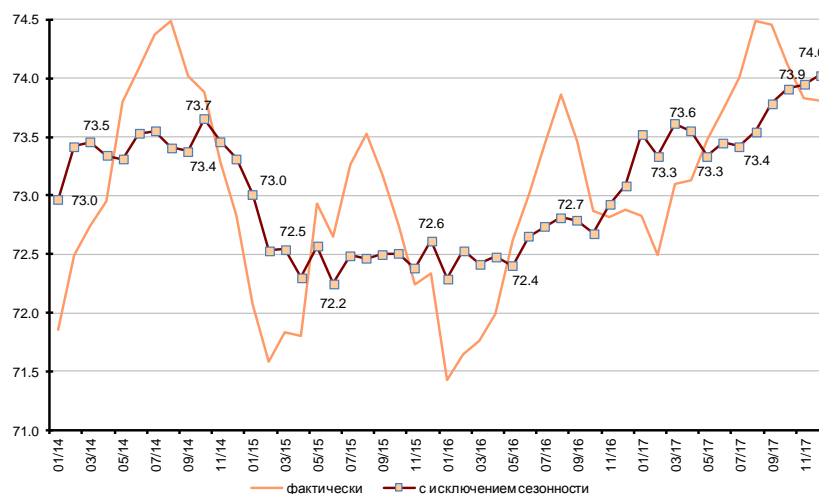


Рисунок 3. Совокупный спрос на рабочие места в экономике (численность занятых + вакансии), млн. чел.

4. *Инвестиционная активность продолжает оставаться весьма слабой, а ее восстановление – неустойчивым.* По оценке ЦМАКП, во втором полугодии стагнация инвестиционной активности³ продолжалась вплоть до октября и лишь в ноябре-декабре инвестактивность вновь стала увеличиваться. При этом в декабре она оставалась на 8% ниже докризисного уровня (2013 г.).

5. В этой ситуации существенным *очагом проблем в экономике*, как уже говорилось, *остаются доходы* и, как следствие, – потребление населения.

Несмотря на рост реальной заработной платы (в среднем за четвертый квартал: +0.5%, в том числе ноябрь: +0.6%, декабрь: +0.5%, сезонность устранена), в очень значительной мере, очевидно, ставший результатом выполнения в бюджетной сфере в конце 2017 г. майских указов Президента России (2012 г.), в динамике реальных располагаемых доходов перелома к лучшему, по большому счету, не произошло.

Их медленное снижение длится уже полгода (третий квартал, в среднем за месяц: -0.3%, четвертый: -0.7%, в том числе декабрь: -1.0%, сезонность устранена). Если причина не в счетной ошибке Росстата, то дело, видимо, в низкой динамике пенсий и пособий, а также предпринимательских доходов⁴.

6. Как бы то ни было, сжатие реальных доходов соответствует (тем самым, косвенно подтверждая его), *снижение потребления населения*. В среднем за квартал уменьшение оборота розничной торговли составляло -0.4% в месяц (сезонность устранена, см. рисунок 4), причем снижение в равной мере коснулось продаж как продовольствия, так и непродовольственных товаров.

Отметим, что в текущем году масштабы декабрьского традиционного предновогоднего скачка продаж потребительских товаров оказались

³ Оценка с использованием объема предложения инвестиционных товаров в экономике, рассчитываемого по данным Росстата и ФТС.

⁴ Отметим, что качество их статистической оценки, получаемой, в значительной мере, расчетным путем, косвенными методами – очень невелико.

неожиданно умеренными и, по оперативной информации Ромир, в реальном выражении не превысили значений конца 2016 г.⁵

Это стало итогом сочетания продолжающегося снижения реальных доходов населения и все еще довольно высокой процентной ставки, дестимулирующей потребительскую активность в части покупок непродовольственных товаров.

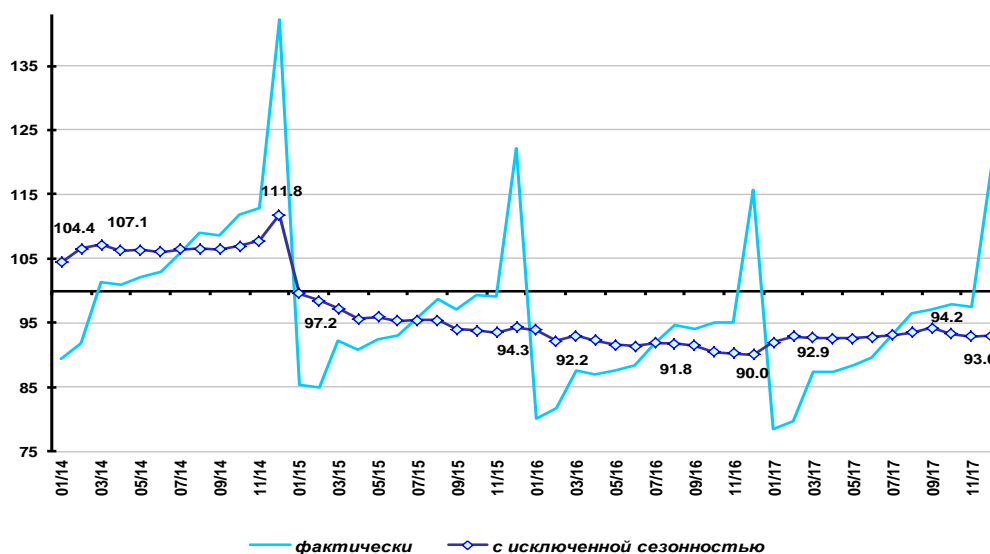


Рисунок 4. Оборот розничной торговли (% к среднемесячному значению 2012 г.)

7. На этом фоне рекордные показатели снижения инфляции в конце прошлого и начале нынешнего года (2017 г., декабрь к декабрю 2016 г.: 2.5%; январь 2018 г., оценка: 0.4%, январь к январю 2017 г. – 2.3%, см. рисунок 5) нельзя оценивать, как однозначный позитив.

Цена этого снижения инфляции оказалась весьма высокой: она достигнута за счет сверхжесткой процентной политики (а также укрепления

⁵ По данным Исследовательского холдинга «Ромир» (<http://romir.ru/>) «по сравнению с декабрем 2016 года рост расходов россиян составил всего 2.1%, что немного не дотягивает даже до минимально низкого размера годовой инфляции в 2.5%. Таким образом, реальные, то есть «очищенные» от инфляции, расходы наших соотечественников по итогам года оказались равны аналогичным показателям 2016 года и уступили значениям всех предыдущих лет. <...> Исследовательская скан-панель домохозяйств Romir Scan Panel основана на данных потребления 30 000 россиян, 11 000 домохозяйств в 180 городах с населением более 10 тысяч человек, репрезентирующих покупательское и потребительское поведение жителей городов России.» http://romir.ru/studies/997_1516050000/

рубля, ставшего результатом сочетания этой политики с ростом цен на нефть). Эта политика, в свою очередь, во многом стала основой наблюдаемого «сбоя» восстановительного роста и формирования комплекса проблем в сфере финансов российских компаний.

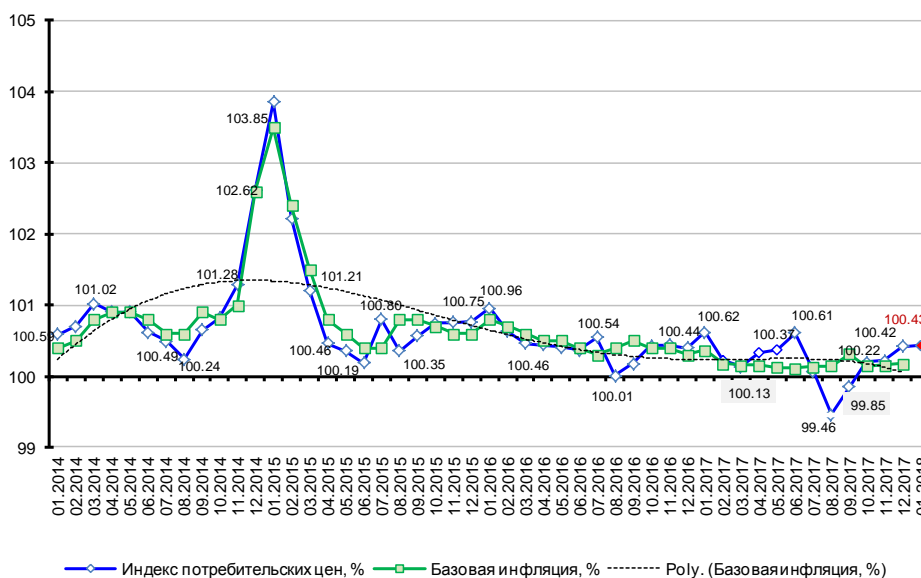


Рисунок 5. Инфляция на потребительском рынке (темпы роста, %)

8. Аномально низкий уровень инфляции в сочетании со стабильностью на валютном рынке создали возможность ускорения *снижения ключевой ставки Банка России* без каких-либо нежелательных последствий с точки зрения рисков отклонения инфляции от целевого ориентира. Более того, в условиях перехода от восстановления к сокращению экономической активности ускорение нормализации уровня ключевой ставки стало необходимостью.

В середине декабря, адекватно оценив баланс макроэкономических рисков, Банк России снизил ключевую ставку сразу на 0.5 проц. пункта – до 7.75% годовых (до этого ЦБ РФ принимал решения о снижении ставки на 0.25 проц. пунктов за раунд). Тем не менее, из-за продолжающегося снижения инфляции уровень реальной ставки денежно-кредитной политики в России фактически остался неизменным – более 5% годовых, что в настоящее время является рекордом жесткости процентной политики среди средних и крупных экономик, не находящихся в состоянии кризиса (см. рисунок б).

Если Банк России в дальнейшем замедлит динамику снижения номинальной ключевой ставки, из-за продолжающихся дезинфляционных процессов уровень реальной ставки в России может даже возрасти!⁶

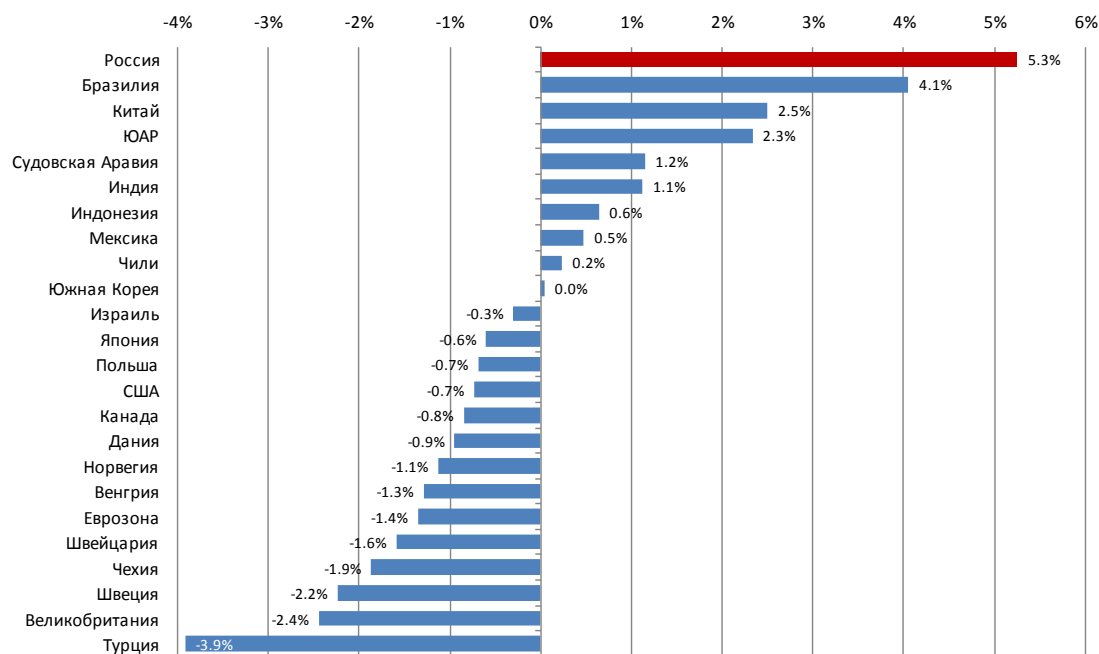


Рисунок 6. Ставки денежно-кредитной политики центральных банков (central bank policy rate) различных стран, в реальном выражении (декабрь 2017 г.).

9. Конец прошедшего года ознаменовался *существенным усилением платежного баланса* России. Сложившиеся тенденции создают основу для укрепления рубля в перспективе первого полугодия 2018 г.

Величина активного сальдо по текущим операциям составила в декабре 2017 г., по оценке, 7-8 млрд. долл. (против 6 млрд. долл. за аналогичный период предшествующего года), а в целом за четвертый квартал 2017 г. – 18 млрд. долл. (против 10 млрд. долл. соответственно, см. рисунок 7). В первом квартале 2018 г., с учетом эффекта сезонности (резкое снижение объема импорта в начале года), сальдо по текущим операциям может достичь 27-30 млрд. долл.

⁶ Согласно базовому прогнозу Банка России, к концу второго квартала 2018 г. ИПЦ к аналогичному периоду предшествующего года вплотную приблизится к 2.0%. http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/4009/INF_2018-01.pdf

(против 23 млрд. долл. за аналогичный период предшествующего года). В основе усиления счета текущих операций – повышение мировых цен на нефть и другие экспортные сырьевые товары.

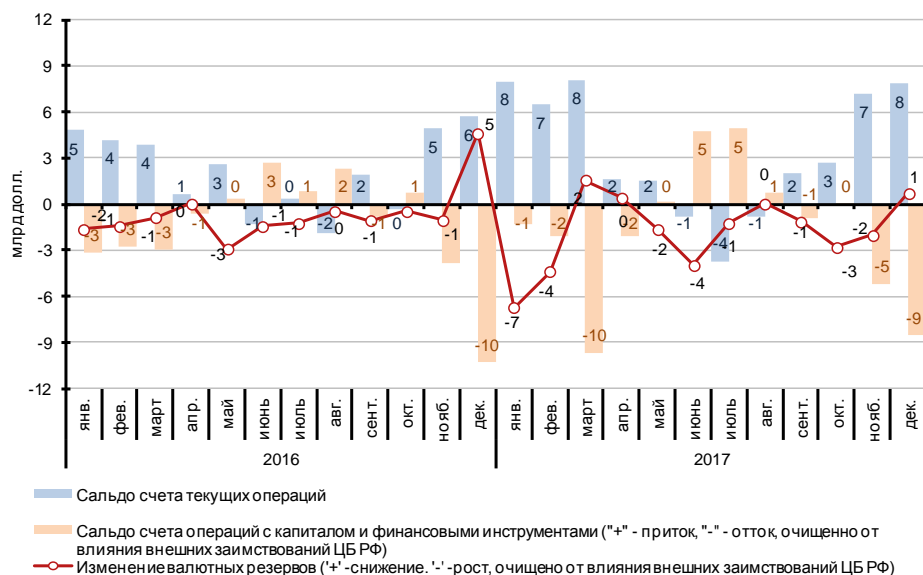


Рисунок 7. Основные позиции платежного баланса России (млрд. долл., очищено от влияния внешних заимствований ЦБ РФ)

Расширение притока валютных средств по каналам текущих операций дополняется сохраняющейся стабильностью капитальных операций.

Наблюдавшийся в декабре 2017 г. рост чистого оттока капитала (до 7-8 млрд. долл., с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ) имел сезонный характер, объясняющийся локальным пиком выплат по внешнему долгу в соответствии с графиком погашения.

В целом чистый отток капитала за четвертый квартал 2017 г. (с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ) примерно соответствовал оттоку за аналогичный период предшествующего года.

Важно, что не подтвердились опасения усиления оттока капитала с рынка государственных облигаций под влиянием ускорения снижения ключевой ставки Банка России и возможного нового ужесточения режима санкций. Согласно данным Банка России, в четвертом квартале наблюдался не отток, а, наоборот, приток средств нерезидентов в российские государственные

облигации (на 1.2 млрд. долл., против оттока в размере 2 млрд. долл. за аналогичный период предшествующего года).

По всей видимости, текущий уровень ставок на российских долговых рынках рассматривается иностранными инвесторами как все еще достаточно привлекательный, а вероятность запрета владения российскими гособлигациями в рамках нового пакета санкций – как ничтожно малая.

10. Продолжался *восстановительный рост кредитования населения на фоне стагнации корпоративного кредитования.*

На начало декабря 2017 г. портфель розничных кредитов российских банков вырос на 11.7% (к аналогичному периоду предшествующего года), корпоративных кредитов – снизился на 0.5%.

Стагнация корпоративного кредитования обуславливается как высоким уровнем ставок заимствований для предприятий (по-прежнему существенно превышающим уровень рентабельности их капитала), так и сохраняющимися существенными рисками кредитования корпоративных заемщиков.

Правда, позитивной новостью последних месяцев 2017 г. была приостановка роста доли просроченной задолженности в кредитах, выданных предприятиям (см. рисунок 8).

Это, в сочетании со снижением ключевой ставки Банка России и наличием у банков значительного запаса неработающей ликвидности, дает надежду на возобновление роста кредитования экономики в наступившем году.

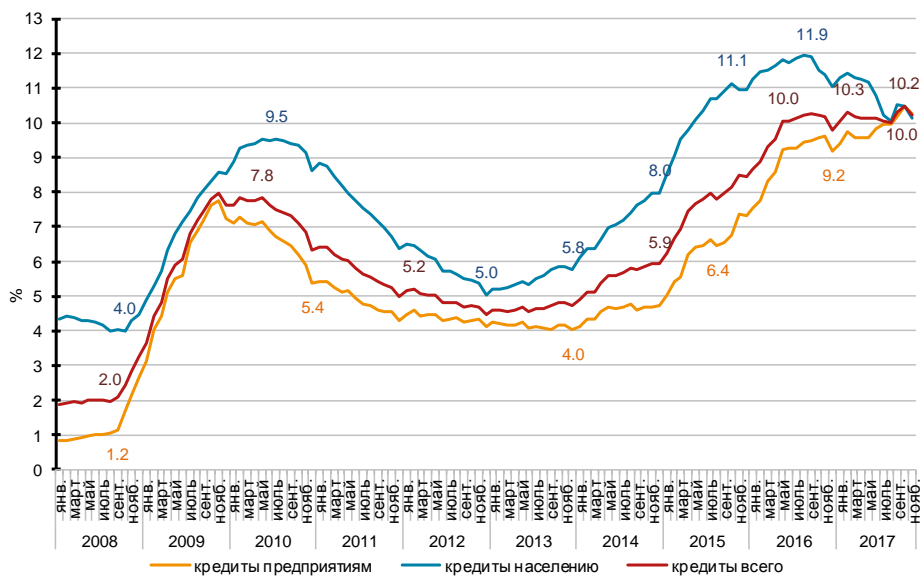


Рисунок 8. Доля просроченных кредитов в кредитном портфеле российских банков (без учета Сбербанка, ВТБ и БМ-банка)

11. Важным фактором, который определит возможные перспективы российской экономики в наступившем году, является, конечно, *динамика цен на нефть*. Цена на нефть в настоящее время вышла на уровень порядка 70 долл. за баррель (Brent). К сожалению, вероятность ее закрепления на этом уровне не очень велика, и к концу года есть существенный риск снижения примерно до 60 долл. за баррель.

Аналитики компании Bloomberg называют пять факторов, определяющих цену на нефть в перспективе ближайшего года⁷: поставки сланцевой нефти из США; реализация соглашений по ОПЕК (точнее, расширенного ОПЕК+, с участием других присоединившихся игроков нефтяного рынка, включая Россию); геополитические риски; волатильность; действия финансовых спекулянтов. К ним надо, видимо, добавить выход на рынок «новых поставщиков».

Из этих факторов на повышение цен работает только действие продленного недавно соглашения ОПЕК+ по ограничению объема добычи и,

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-24/markets-are-about-to-get-ugly-according-to-these-u-s-eco-charts>

возможно, действия финансовых спекулянтов⁸. Остальные факторы либо нейтральны, либо будут работать на понижение цен на нефть на горизонте года:

- поставки сланцевой нефти из США будут, вероятно, расти. Во всяком случае, уже отмечен и рост добычи, и увеличение числа буровых установок. Заметим, что восходящий тренд формировался под влиянием, вероятно, существенно заниженного прогноза объема нефтедобычи в США⁹;
- ожидается вывод на рынок дополнительных объемов экспорта нефти из стран Африки (так, в Ливии и Нигерии уже отмечен рост объемов добычи);
- выполняющееся соглашение по ОПЕК объективно уменьшает волатильность цен и соответствующие риски, закладываемые в контракты;
- существует вероятность спекулятивного оттока средств с нефтяного рынка.

12. Новый фактор, который станет действовать в 2018 г. – *влияние на российскую экономику нового пакета санкций* (связанных с принятием в США Закона от 2 августа 2017 г.). Оно будет происходить, предположительно, по трем основным каналам:

- негативное влияние на приток капитала. Новым Законом президенту США разрешено вводить широкий спектр ограничительных мер в отношении не только российских компаний, но и их контрагентов из зарубежных стран. Это, в свою очередь (даже без введения дополнительных конкретных санкций по тому или иному поводу, список которых расширен), будет означать рост рисков для инвесторов. В итоге можно ожидать существенного снижения притока прямых иностранных

⁸ Bloomberg отмечает, что «фонды были заняты покупкой опционов в надежде выиграть от резкого скачка цен на нефть. Опционы на декабрь 2018 года по \$100 за баррель остаются самыми популярными контрактами для Brent <...> заявлено рекордное количество ставок на повышение Brent и WTI (более 0,9 млн). Таких контрактов гораздо больше, чем контрактов, рассчитанных на понижение» – однако «существует вероятность, что в 2018 году может произойти обвал, вызванный действиями спекулянтов».

⁹ В ноябре Международное энергетическое агентство повысило прогноз роста общего объема добычи нефти в США в 2017 г. с 790 тыс. бар./сутки до 870 бар./сутки.

инвестиций и займов. Частично, правда, можно ожидать компенсации выпадающих элементов счета по капитальным операциям за счет других элементов (сокращения вывоза капитала, частичной репатриации средств и т.д.) – но все равно, счет капитальных операций сожмется, по оценке, на 5-8 млрд. долл. в год;

- снижение притока инвестиций будет накладываться на политику США по активному замещению российских энергоносителей на европейском рынке. Можно ожидать переноса во времени и (или) ограничения мощности газопроводов Северный поток-2 и Турецкий поток. Фактически это означает, что рекорд этого года по экспорту газа будет в новых условиях неповторим: можно ожидать стабилизации вывоза газа примерно на среднем за несколько предшествующих лет уровне – около 190 млрд. м³ в год, вместо ожидавшегося ранее дальнейшего стремительного роста поставок. По экспорту нефти также можно ожидать определенных потерь из-за ухудшения условий финансирования сделок и роста рисков для европейских контрагентов. Кроме того, санкции негативно скажутся на продажах металлов (возможность санкций против активов металлургических компаний прямо упомянута в Законе) и, возможно, машинотехнической продукции;
- в силу наличия в Законе от 2 августа угроз применения санкций, связанных с участием зарубежных компаний в российской приватизации, можно ожидать, что доходы от нее окажутся ниже ожидавшихся.

На периоде до 2020 г. воздействие санкций на экономический рост в России будет умеренным (-0.1 – -0.3 проц. пункта прироста ВВП в год).

Баланс факторов экономического роста будет определяться снижением экспорта (-0.3 – -0.4 проц. пункта прироста ВВП), накопления основного капитала (-0.1 – -0.2 проц. пункта прироста ВВП), что станет прямым эффектом «новых санкций», а также инфляционного сжатия потребления домохозяйств (-0.1 – -0.2 проц. пункта прироста ВВП) и потребления госучреждений (в пределах -0.1 проц. пункта прироста ВВП). Противодействующим фактором будет сжатие импорта (порядка +0.5 проц. пункта вклада в прирост ВВП) – как в результате ослабления рубля, так и, видимо, в результате целенаправленных действий по экономической стабилизации.

В следующую пятилетку, когда «по полной» подключится еще и фактор сдерживания экспорта, торможение экономического роста по сравнению с базовым вариантом может составить -0.3 – -0.5 проц. пункта прироста ВВП в год.

13. Вероятность будущего снижения мировых цен на нефть, постепенного наращивания влияния на российскую экономику режима новых санкций, в сочетании с действием сезонно неблагоприятных для российского платежного баланса факторов обуславливают возможность обратной коррекции рубля (смены укрепления на ослабление) во второй половине 2018 г.

Последнее может сопровождаться усилением инфляционного давления и «обратным» приближением годового ИПЦ к целевому ориентиру (до примерно 4% к концу года). Таким образом, *к середине 2018 г. «окно» для снижения ключевой ставки Банка России, вероятно, закроется.* Если к началу второго полугодия номинальную ключевую ставку удастся понизить до 6.0-6.5% годовых, то с учетом последующего окончания инфляционной «аномалии» к концу года реальная ключевая ставка опустится до 2.0-2.5% годовых, то есть уровня, который Банк России считает желательным в долгосрочной перспективе.

Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления В. Сальников

Руководитель направления О. Солнцев