

Тринадцать тезисов об экономике: октябрь восемнадцатого

*Выпуск 6
21.10.2018 г.*

1. *Российская экономика* находится в состоянии стагнации, которая приобрела устойчивый характер. Дело не только в том, что рост затормозился (по хорошо наблюдаемому индексу экономической активности¹ он стабилен уже с весны, см. Рисунок 1) и можно ожидать, что прирост ВВП в текущем году составит 1.3-1.6% (2017 г.: 1.6%). Существенно важнее, что сложившаяся модель экономики, похоже, в принципе плохо приспособлена к экономическому росту – по крайней мере, интенсивному.

Формально, проблема состоит в том, что опорой экономического роста выступает сейчас узкий спектр источников – потребление населения (растущее за счет потребительского кредитования) и экспорт, главным образом, сырьевых товаров. При этом наблюдается стагнация инвестиций в основной капитал.

Соответственно, в ситуации, когда диверсификация производства и экспорта продукции является необходимым объективным условием для перехода к интенсивному устойчивому экономическому росту, в нашей экономике процесс идет ровно в обратном направлении – к упрощению и структуры экономики, и экспорта. Сформировалась целостная конструкция экономического роста, в чем-то воспроизводящая черты даже не российской экономики 1990-ых, а советской –1980-ых годов. Речь идет о следующем:

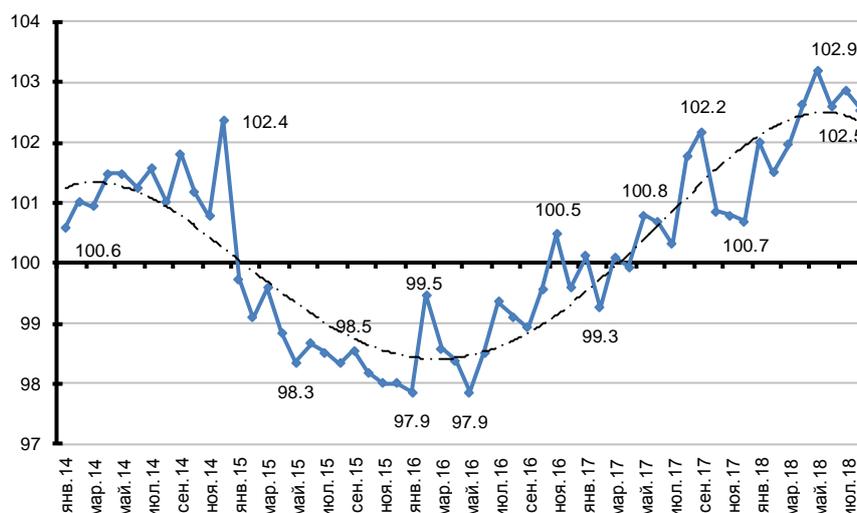
- опора на экспорт, причем преимущественно энергоносителей и сырьевых товаров;
- формирование двух разделенных воспроизводственных систем – в сырьевых компаниях, концентрирующих и доходы, и возможности привлекать кредиты, и, соответственно, обеспечивать расширение выпуска, и в остальной экономике, где уровень доходности существенно ниже и не позволяет

¹ Агрегат экономической активности – показатель динамики выпуска товаров и услуг, рассчитанный по видам деятельности: сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, промышленность, строительство, транспорт, торговля, платные услуги населению

привлекать кредитные ресурсы. Соответственно, и динамика роста там существенно ниже;

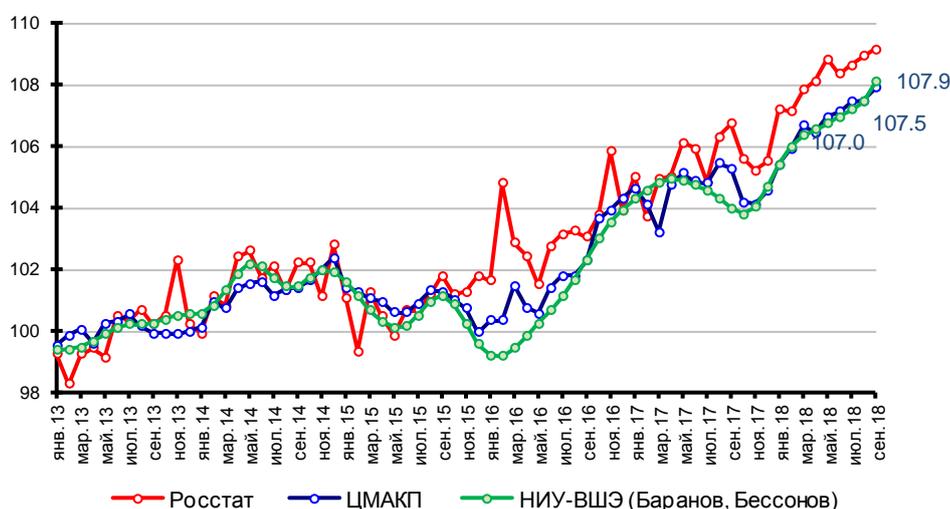
- ограниченные возможности повышения заработной платы и, соответственно, благосостояния населения. Причем рост товарооборота имеет, скорее, кризисный характер, отражая последствия бума потребительского кредитования и снижения доверия населения к финансовой системе, что ведет к масштабному изъятию финансовых ресурсов из банков.

Рисунок 1. Агрегат экономической активности
(среднемесячный уровень 2013 г. = 100)



Анализ текущего тренда изменения объемов промышленного производства свидетельствует о том, что хотя рост выпуска продолжается (см. Рисунок 2), в его основе – преимущественно наращивание добычи полезных ископаемых.

Рисунок 2. Оценка объемов промышленного производства
(сезонность устранена, 2013=100)



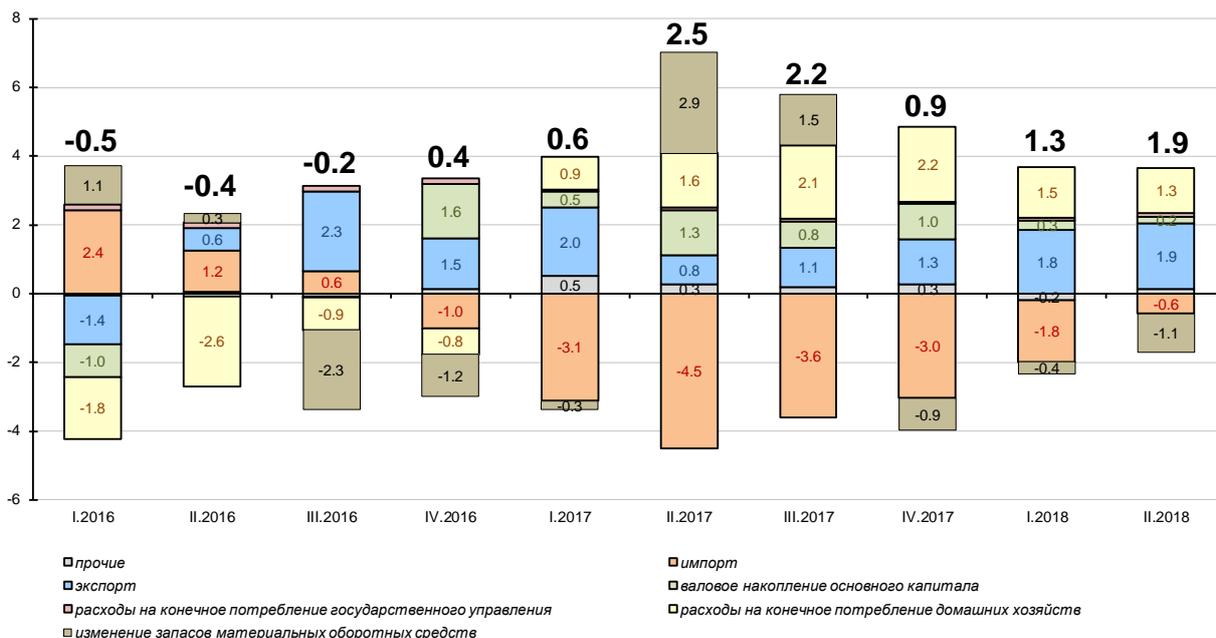
2. В «арифметике факторов роста» закрепились те пропорции, которые сложились еще полгода назад (см. рисунок 3):

- завершился период восстановительного циклического роста, в значительной степени основанный на расширении запасов. Соответственно, если во втором и третьем кварталах 2017 г. уровень запасов повышался, а их вклад в динамику ВВП – увеличивался, то в последние три квартала наблюдается сокращение их прироста, а вклад прироста запасов в экономическую динамику стал отрицательным (второй квартал 2018 г.: -1.1 проц. п).

Помимо общеэкономического, у этого феномена есть и вполне ситуационное объяснение: из-за погодного фактора в текущем году и сроки сбора урожая сместились вправо, и сам он, очевидно, будет меньше, чем год назад – в итоге, прирост запасов сельхозпродукции нового урожая и меньше, чем год назад (когда был отмечен рекордный урожай), и смещен на более поздний период времени;

- резко замедлилось расширение инвестиций. Соответственно, вклад накопления основного капитала в экономический рост уменьшился до минимума;
- ключевым фактором экономического роста остаётся экспорт товаров, причем, достаточно ограниченного их круга, в основном – энергоносителей и сырья (первый и второй кварталы: +1.8-1.9 проц. п);
- вклад импорта остаётся отрицательным, что вполне естественно в условиях сжатия инвестиционного (и ряда потребительских) рынков.

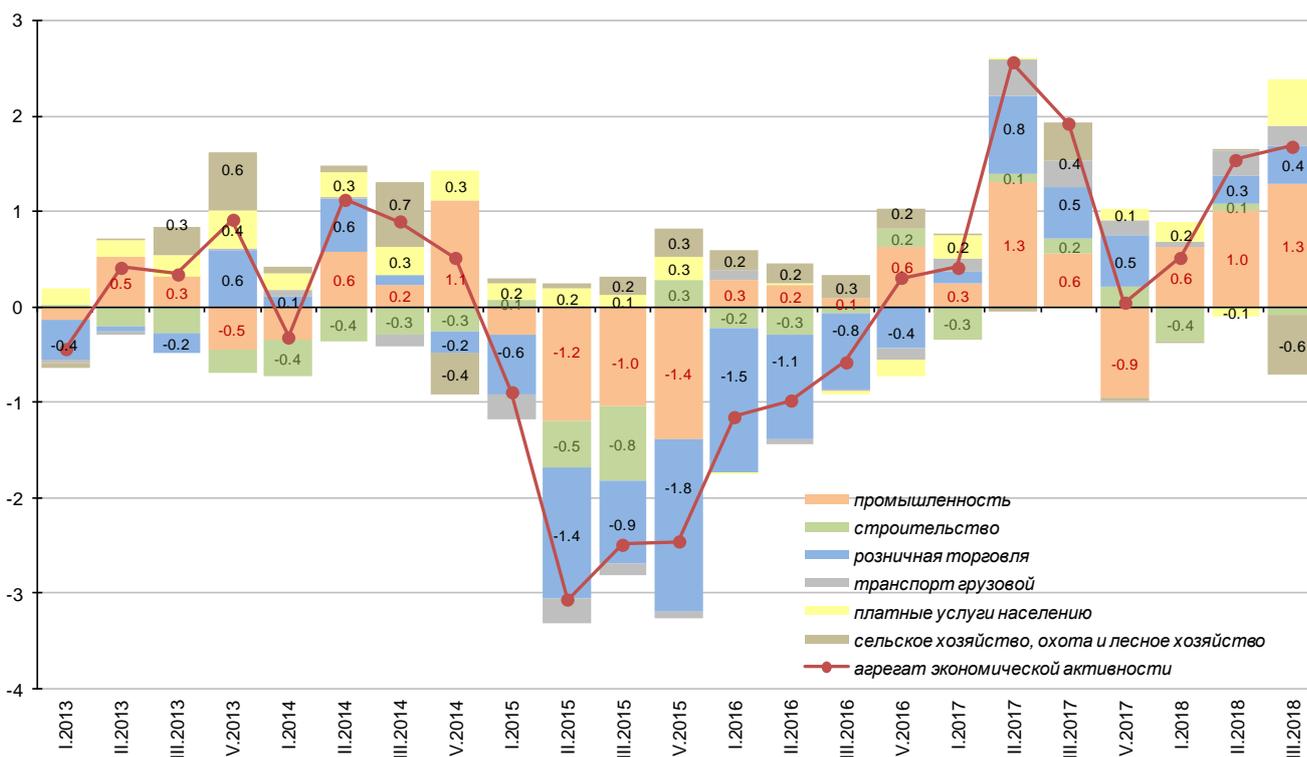
Рисунок 3. Вклады компонентов использованного ВВП в экономический рост (к соответствующему кварталу предшествующего года, % прироста ВВП)



В отраслевой структуре экономического роста закрепились следующие тенденции (см. рисунок 4):

- преимущественно промышленный (в основном сырьевой) характер экономического подъема;
- положительный вклад транспорта, что в значительной мере обусловлено перевозками экспортных грузов;
- отрицательный вклад сельского хозяйства (-0.6 проц. п.) – результат существенно более низкого и более позднего, чем в прошлом году, урожая. Заметим, что это хорошо коррелирует с отмеченным ранее расширением запасов продукции.

Рисунок 4. Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)



В составе промышленных отраслей драйвером очередного цикла роста выступили сырьевые производства. В условиях стагнирующего внутреннего спроса практически весь прирост продукции направлялся на экспорт. Кроме того, во второй половине года наметилось оживление в производстве инвестиционного оборудования (см. Рисунок 5), однако, сосредоточено оно исключительно в производстве оборудования для ядерных реакторов. В других группах производств спада не было, но и существенного роста не просматривалось: среднемесячный темп прироста выпуска за январь-август составлял 0.1-0.2% в месяц (к предшествующему месяцу, сезонность устранена).

Таким образом, текущие тренды изменения выпуска свидетельствуют фактически о дальнейшем закреплении экспортно-сырьевой модели развития (в рамках которой, как известно, рост «по определению» остается очень слабым, в лучшем случае на уровне 1.5-2.0% в год).²

² При этом среди промышленных товаров по темпам роста экспорта в январе-августе лидировала продукция черной металлургии (+0.8% в месяц), лесопромышленного (+0.6%) и химического (+0.4%) комплексов. Из непромышленных товаров рекордно высокие темпы роста экспорта – у продукции агропрома (+2.7%). Впрочем, даже с такими экспортными успехами – с учетом низкой доли неуглеводородной компоненты экспорта – говорить о возможности выхода на высокие темпы роста экономики в целом не приходится.

Рисунок 5. Динамика производства по отдельным группам производств
(оценки ЦМАКП, среднесуточное производство, среднегодовой уровень 2013 г.=100)

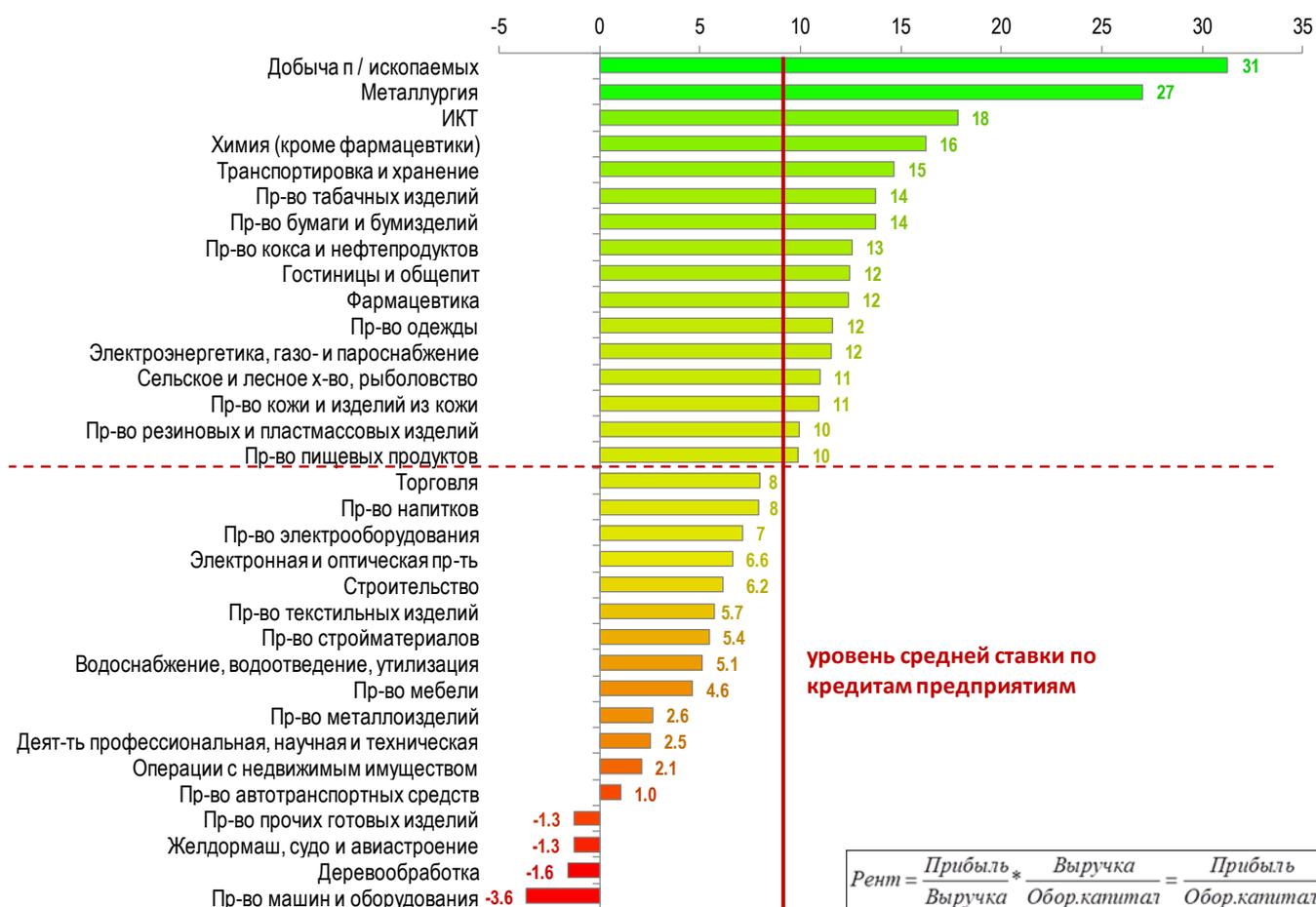


3. *Финансовая ситуация* в реальном секторе экономики остаётся неоднозначной

С одной стороны, в целом по экономике ситуация с прибылью в 2018 г. – формально – заметно улучшилась. По итогам января-июля прирост к аналогичному периоду прошлого года составил 34%, что с лихвой компенсировало некоторое ее проседание (на 9%) в 2017 г.

Однако этот рост был во многом обусловлен улучшением мировой ценовой конъюнктуры и, соответственно, был преимущественно сосредоточен в экспортно-сырьевом сегменте. Как следствие, дифференциация секторов по уровню рентабельности заметно усилилась: в настоящее время на фоне сверхприбыльного сырьевого сегмента выделяется целый спектр производств с очень низкой рентабельностью³ (см. рисунок 6).

График 6. Рентабельность оборотного капитала (% , июнь 2018г)



³ Так, доходность оборотного капитала почти в половине секторов оказывается ниже, чем доходность альтернативных безрисковых направлений размещения свободных средств (гособлигации) и уж тем более – ставки по кредитам предприятиям.

⁴ Оценка по чистой прибыли, за скользящий год (июль 2017 – июнь 2018).

С другой стороны, суммарно, с учетом доходности бизнесов, накопленной долговой нагрузки и платежной дисциплины (См. рисунки 7-8), следует констатировать, что в остро кризисной ситуации у нас находится практически весь инвестиционно-ориентированный сегмент экономики: строительство, операции с недвижимостью, производство стройматериалов, ряд машиностроительных производств.

Рисунок 7. Долговая нагрузка (чистые обязательства к EBITDA, июнь 2018)

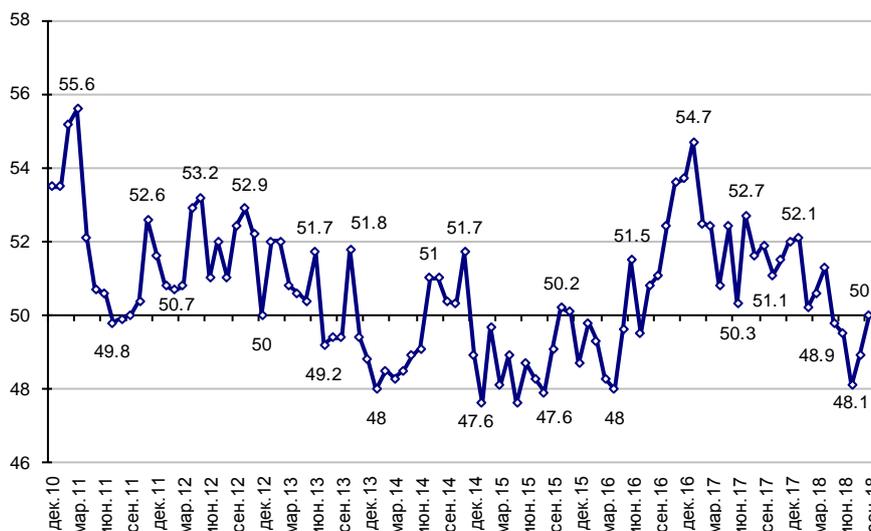


Рисунок 8. Доля просроченных кредитов (авг. 2018)



4. По *оценкам ситуации* менеджерами компаний, индекс PMI прошел, видимо, нижнюю точку падения, достигнув минимального уровня в июле – 48.1% (см. рисунок 9). К сентябрю PMI восстановился, но всего лишь до «нейтрального» (разделяющего положительные и отрицательные оценки) уровня в 50%. Это, вероятно, явилось результатом усиления санкционного давления со стороны США, что привело к оттоку капитала и ослаблению рубля, и, ожидаемого влияния повышения НДС с начала 2019 г. и состоявшегося повышения ключевой ставки Банком России.

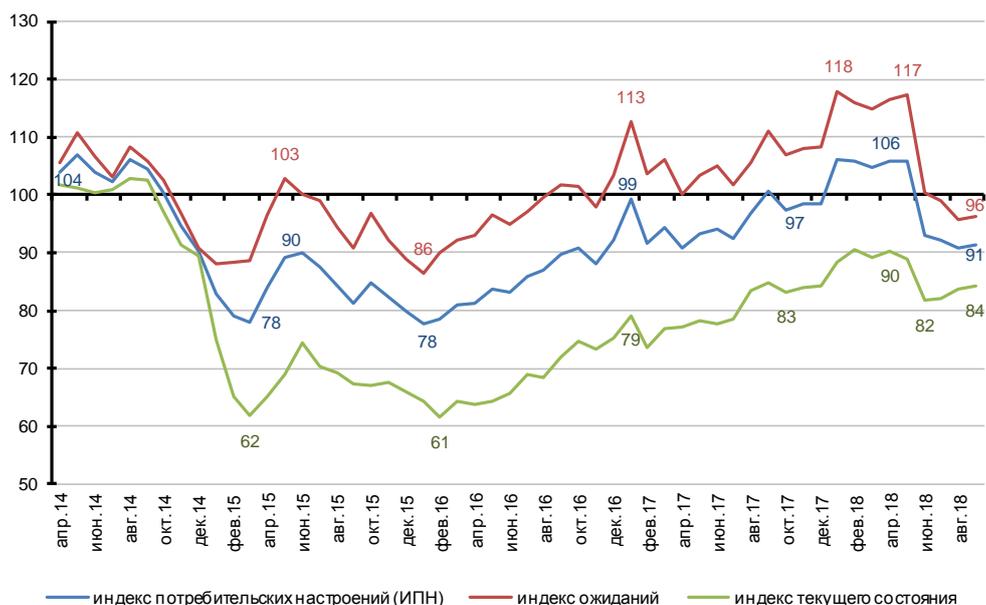
Рисунок 9. Индекс PMI компании Markit
(с исключенной сезонностью, %)



Важнейшей – и достаточно неприятной – особенностью прошедшего квартала стал существенный рост пессимизма населения (см. рисунок 10). Индекс потребительских настроений⁵ ушел в отрицательную область, причем – впервые с конца 2016 г. – в отрицательную область ушли и ожидания (вероятно, в силу опасений, связанных с пенсионной реформой и новыми санкциями против нашей страны).

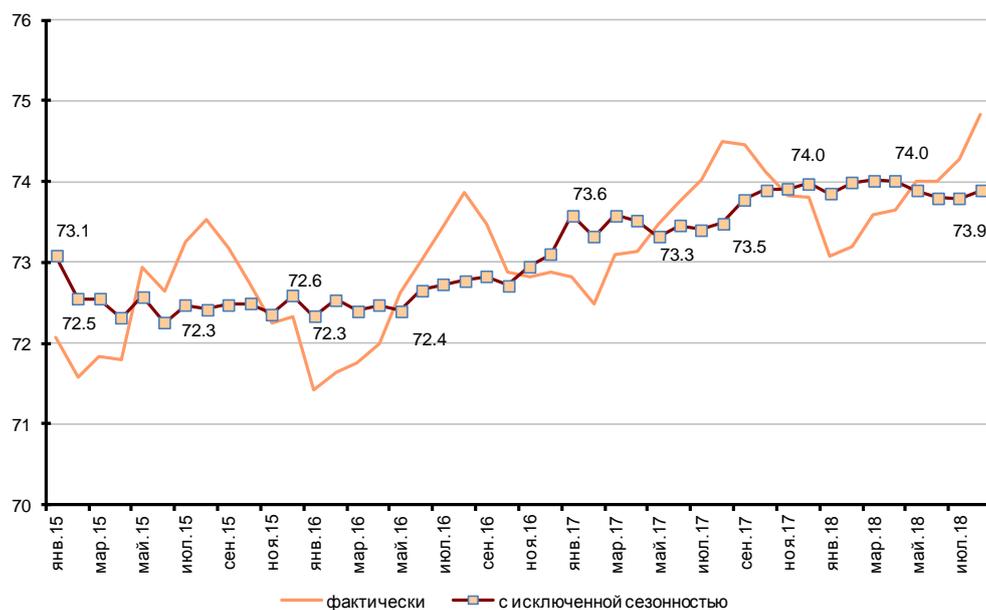
⁵ Индекс разрабатывается ООО «инФОМ» по заказу Банка России. Разрабатывается на основе опроса по выборке, репрезентирующей население РФ от 18 лет и старше, каждый опрос: 2000 респондентов. Метод: личное интервью по месту жительства. География: 105 населенных пунктов в 55 регионах РФ. Статистическая погрешность: 3,3%. © ООО «инФОМ».

Рисунок 10. Индекс потребительских настроений ООО инФОМ (%)



5. На *рынке труда* ситуация стабилизировалась. С одной стороны, прервалось ранее устойчивое улучшение ситуации в сфере занятости и спроса на рабочую силу. С другой стороны, случившееся ухудшение ситуации оказалось очень кратковременным (заметим, хорошо скоррелированным с изменением настроения менеджмента компаний). Так что в целом, и уровень безработицы, и занятость, и спрос на рабочие места, в итоге стабилизировались (с устранением действия сезонного фактора, см. рисунок 11).

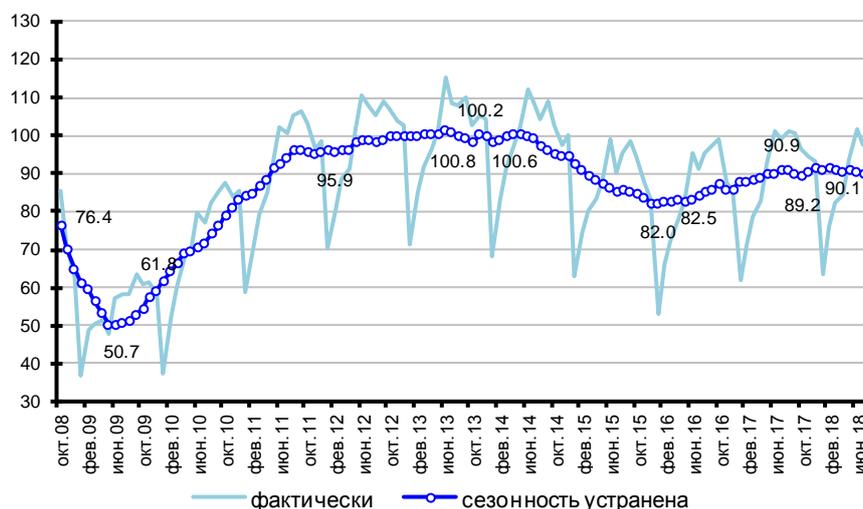
Рисунок 11. Совокупный спрос на рабочие места в экономике (численность занятых + вакансии), млн. чел.



б. По оценке ЦМАКП⁶, в течение 2018 г. увеличения *инвестиционной активности*, измеряемой косвенно – через предложение инвестиционных товаров в экономике – практически не происходило. Хуже того, в третьем квартале, начала оформляться тенденция слабого понижения инвестиционной активности (см. Рисунок 12).

Сокращение инвестиционной активности, по всей видимости, определяется ослаблением рубля, снижающим покупательную способность отечественных компаний в отношении импортного оборудования, объемы которого в последние месяцы сокращаются. Однако на этом фоне наметились и позитивные сдвиги – рост внутреннего производства машин и оборудования. Рост этот, впрочем, очень слабый, не выправляющий ситуацию в целом, тем более что производство базовых строительных материалов стагнирует.

Рисунок 12. Индекс инвестиционной активности в экономике
(предложение инвестиционных товаров, 2013=100)



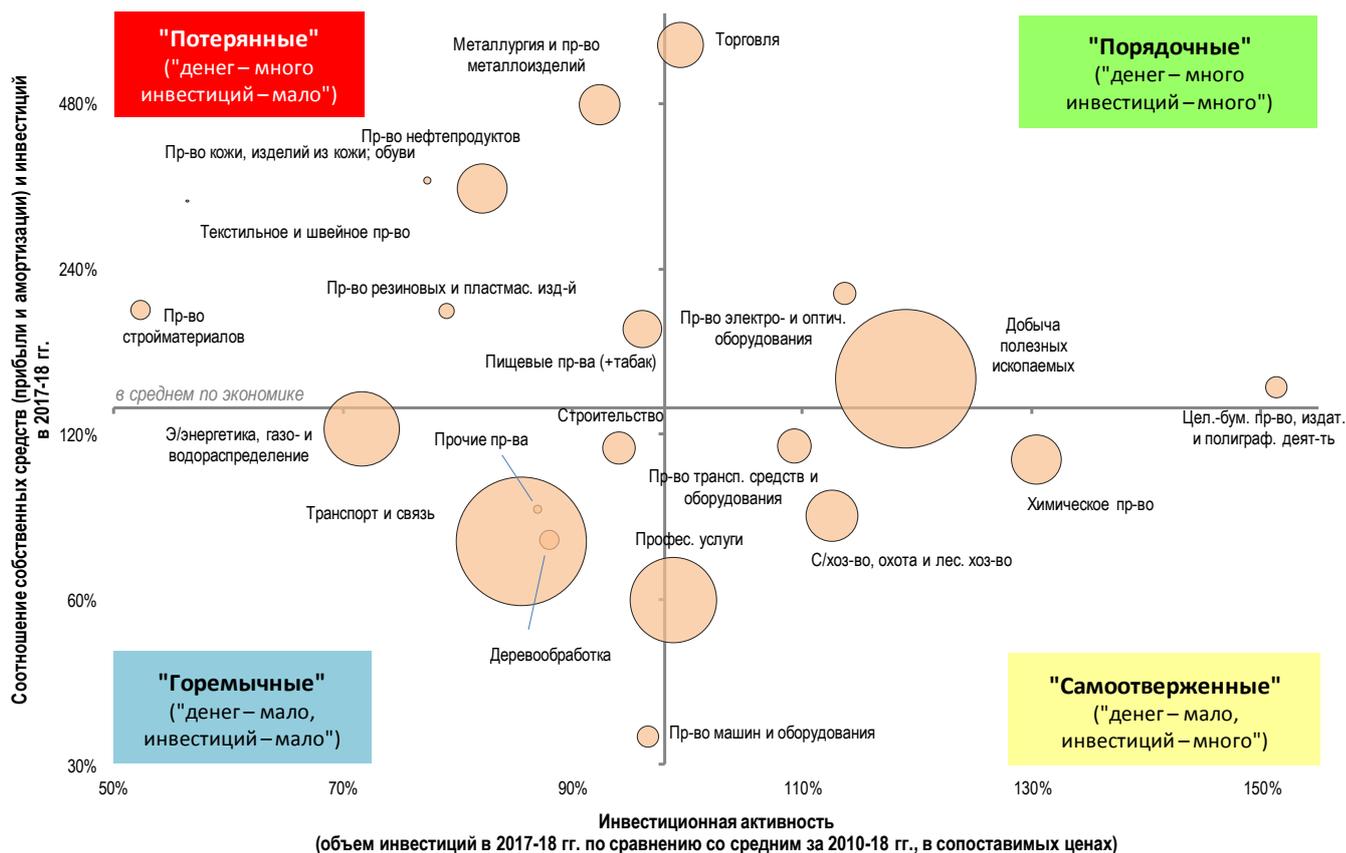
В целом по итогам года ожидается, что прирост инвестиций в основной капитал составит 2.2-2.6% (2017 г.: 4.4%).

Секторальные особенности инвестиционной активности вкупе с анализом соотношения собственных средств компаний и их инвестиций (см. Рисунок 13) позволяют утверждать, что распределение, с одной стороны, собственных средств компаний, с другой стороны, инвестиционной активности – не слишком-то скоррелированы. Речь идет о том, что в большинстве секторов при высокой инвестактивности наблюдается явная нехватка собственных средств – либо, наоборот,

⁶ В первой половине 2018 г. мы фиксировали слабое усиление инвестиционной активности в экономике. Однако после уточнения данных Росстатом о производстве промышленной продукции и ФТС об импорте, оценка тенденции была скорректирована в худшую сторону.

относительный избыток этих средств сочетается с пониженной инвестактивностью.⁷ При этом особый интерес представляет кластер «Потерянных» – секторов, где наличие ресурсов сочетается с низкой инвестактивностью. К крупнейшим из таких секторов относятся металлургия и производство нефтепродуктов. На другом полюсе – активно инвестирующих в условиях дефицита ресурсов – сельское хозяйство и химическое производство.

Рисунок 13. Карта инвестактивности по секторам



Источник: оценка ЦМАКП по данным Росстата; площадь круга пропорциональна объему инвестиций

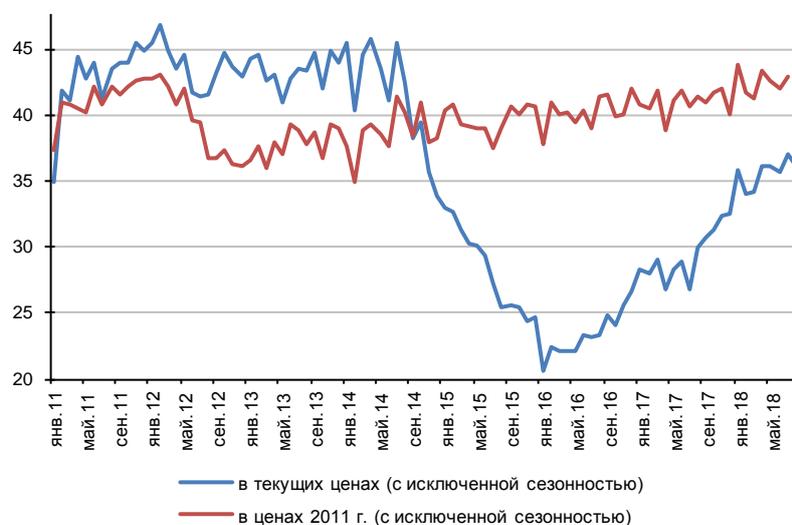
7. Ситуация во внешней торговле, в целом, ухудшилась.

Рост экспорта товаров сохраняется, хотя он и существенно замедлился (в сопоставимых ценах, см. рисунок 14). Круг вывозимых товаров довольно ограничен: помимо лесобумажной продукции, в последние месяцы стал расширяться вывоз энергоносителей и черных металлов (здесь и далее – с устранением действия сезонного фактора). В то же время, экспорт машин и оборудования, а также химической продукции устойчиво снижается.

⁷ Очень показательно, что I квадрант графика 13, содержащий кластер секторов с повышенной инвестактивностью и большим объемом финансовых ресурсов, практически пуст (а располагающиеся там отдельные виды деятельности «жмутся» к осям графика).

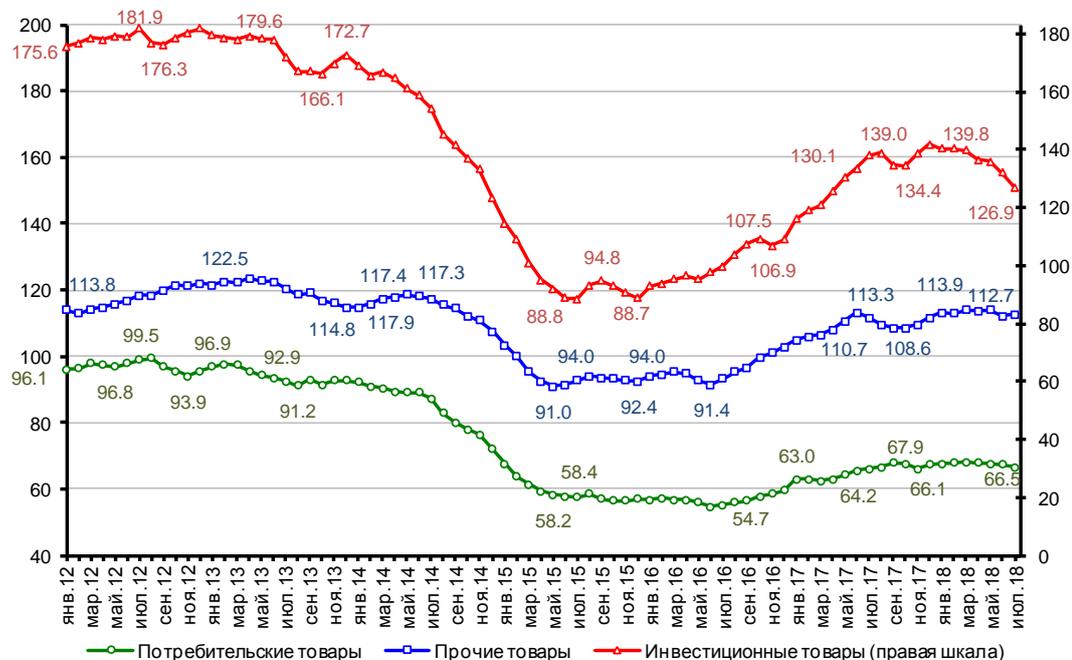
Стоимостной объем экспорта расширяется, следуя за динамикой мировых цен.

Рисунок 14. Динамика экспорта товаров (млрд. долл.)



Импорт товаров, в целом, стабилизировался и даже начал немного сжиматься, что обусловлено стагнацией конечных рынков и состоявшейся коррекцией рубля. При этом импорт инвестиционных товаров в условиях низкой инвестиционной активности, падает довольно быстро (см. Рисунок 15).

Рисунок 15. Динамика импорта по группам продукции (2007 г. =100%)

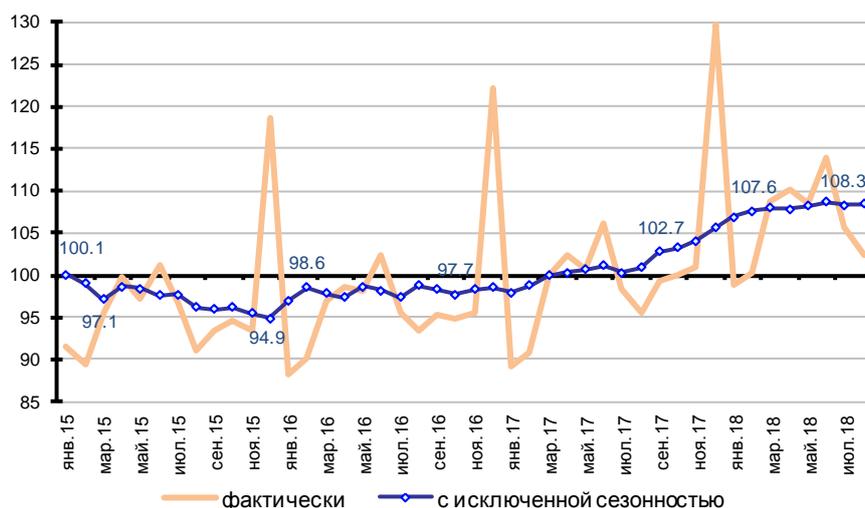


8. В сфере *доходов и потребления населения* ситуация остаётся достаточно сложной.

Реальная заработная плата стабилизировалась. Все три летних месяца она колебалась практически на одном уровне (июнь: +0.5%, июль: -0.4%, август: +0.2%, сезонность устранена, см. рисунок 16). Такая ситуация хорошо корреспондирует с изменением оценок руководителями компаний, которые фиксируют стабилизацию реальной заработной платы, причем на довольно низком уровне.

Оценка прироста реальной начисленной заработной платы в текущем году довольно высока – 7-7.3% (2017 г.: +3.6%). Проблема, однако, в том, что этот рост не является результатом сколько-нибудь устойчивого повышения оплаты труда в текущем году. Этот рост стал итогом её резкого повышения в конце прошлого года и первом квартале текущего (исполнение «майских указов» Президента России).

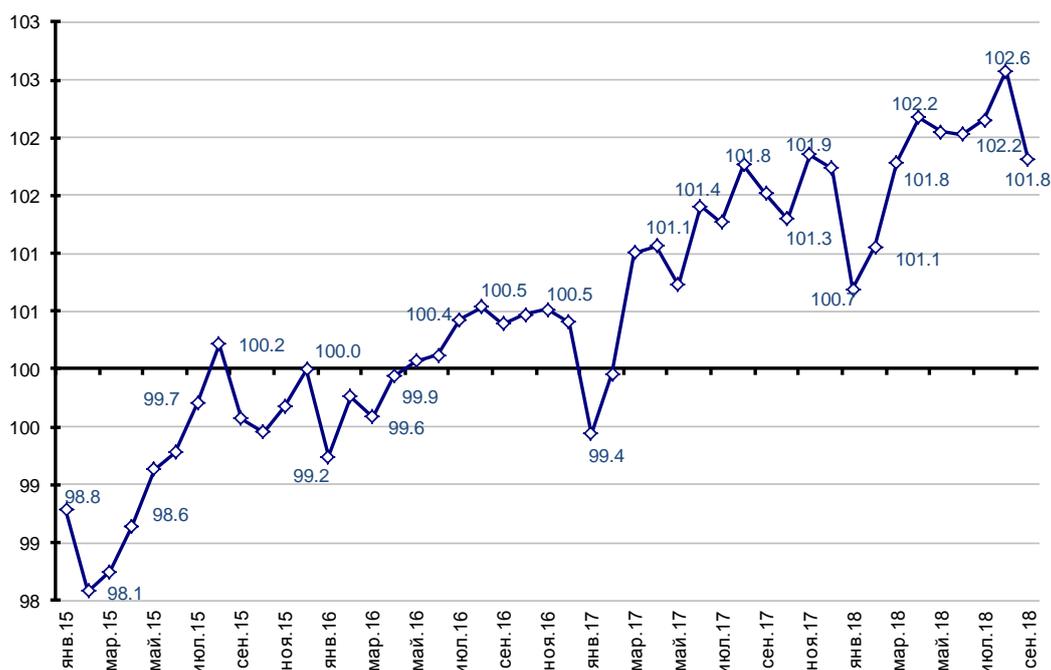
Рисунок 16. Реальная начисленная заработная плата (% к среднемесячному значению 2012 г.)



С учётом динамики пенсий и пособий и предпринимательских доходов, реальные располагаемые доходы населения устойчиво снижаются (апрель: -0.6%, май: - 1.0%, июнь: +0.1%, июль: -0.3%, август: - 1.1%, сезонность устранена).

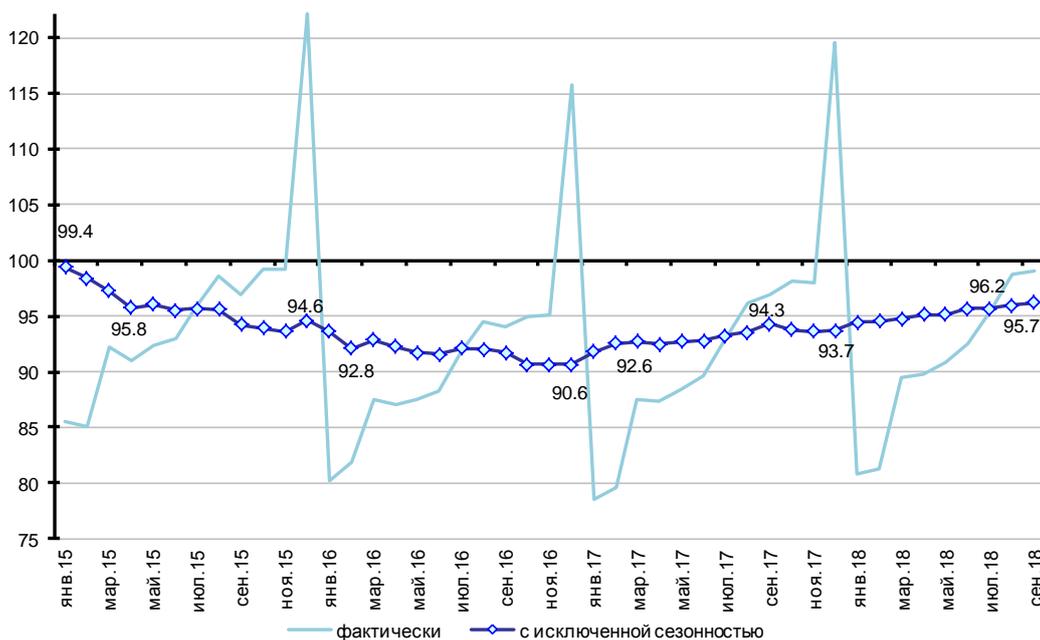
Компенсатором снижения реальных доходов с точки зрения потребления населения выступает структурный сдвиг: стремительный рост потребительского кредитования (см. рисунок 17), недоверие к финансовым институтам и, вероятно, рост предкризисных ожиданий привёл к стабильному повышению нормы потребления населения (с 81% в середине 2017 г. до 90% в середине 2018 г., сезонность устранена) при столь же стабильном снижении нормы сбережения населения.

Рисунок 17. Динамика задолженности по кредитам, выданным физическим лицам
(без учета просроченных кредитов, %)



Оборот розничной торговли фактически стабилизировался (апрель: +0.4%, май: 0.0%, июнь: +0.6%, июль: 0.0%, август: +0.3%, сезонность устранена, см. рисунок 18). При этом два его основных компонента «живут разной жизнью»: если продажи продовольствия стабильны уже пять месяцев подряд, то продажи непродовольственных товаров пока интенсивно растут (в том числе июнь: +0.7%, июль: +0.4%, август: +0.6%, сезонность устранена).

Рисунок 18. Оборот розничной торговли (% к среднемесячному значению 2012 г.)



Такая динамика обусловлена одновременным действием двух факторов – снижением реальных располагаемых доходов населения и интенсивным ростом потребительского кредитования (которое сказывается почти исключительно на динамике продаж непродовольственных товаров).

Прирост оборота розничной торговли в текущем году оценивается на уровне 2.4-2.7% (2017 г.: 1.3%).

9. Начало второго полугодия ознаменовалось резким ростом волатильности обменного курса рубля и усилением *чистого оттока капитала* из страны на фоне внесения в Конгресс США новых санкционных законопроектов, направленных против России.

В июле, когда возможность принятия нового пакета санкций была впервые анонсирована, чистый приток капитала в Россию сменился чистым оттоком. Так, в июне сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами составляло, по оценке, +4 млрд. долл., а в июле – уже -3 млрд. долл. (здесь и далее – с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ⁸). В августе чистый отток продолжал нарастать (-6 млрд. долл.) и в сентябре достиг своего пика (-10 млрд. долл.). Последнее стало максимальным значением для одного месяца за весь период 2017-2018 гг. (см. рисунок 19). В целом за третий квартал совокупный чистый отток капитала составил около 20 млрд. долл., что в 5 раз выше значения второго квартала и разительно отличается от картины аналогичного периода прошлого года (в третьем квартале 2017 г. трансграничные потоки капитала двигались в обратном направлении - наблюдался чистый приток средств в Россию).

В октябре, судя по косвенным данным, чистый отток капитала пошёл на убыль.

Основными каналами оттока капитала в третьем квартале стали рост вложений российских банков в иностранные активы⁹, чистые выплаты отечественных компаний по внешнему долгу¹⁰ и сокращение прямых иностранных инвестиций в Россию¹¹. Каждый из этих каналов за квартал «обеспечил» по 5-6 млрд. долл. оттока капитала.

⁸ Банк России периодически привлекает на зарубежных рынках валютную ликвидность под залог других иностранных активов (в рамках операций РЕПО), что приводит к формальному изменению величины резервов, но с точки зрения международной инвестиционной позиции по резервам является нейтральным. Эти операции Банк России, вероятно, проводит для целей повышения доходности портфеля.

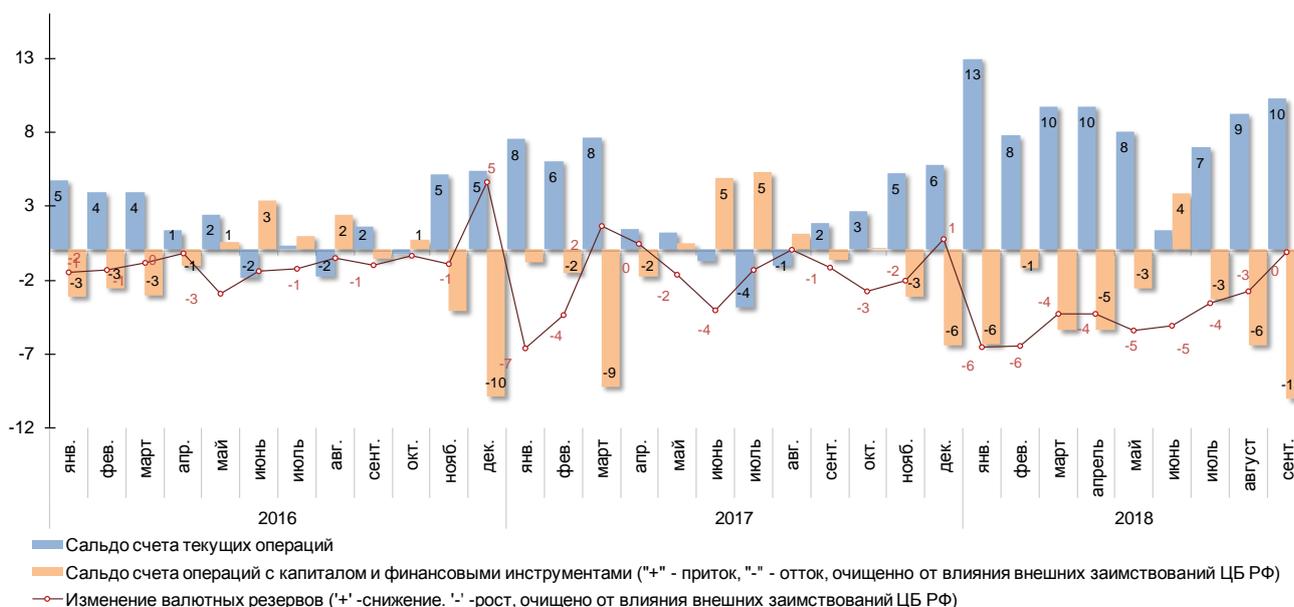
⁹ Этот прирост, правда, почти полностью пришёлся на сентябрь. Природа сентябрьского скачка зарубежных активов российских банков на фоне возросших рисков ареста таких активов не вполне ясна: нельзя исключить того, что он связан с отдельными сверхкрупными сделками.

¹⁰ В третьем квартале 2018 г., в отличие от предшествующего периода, у российских компаний практически полностью отсутствовали возможности рефинансирования плановых выплат по накопленному внешнему долгу за счет привлечения новых зарубежных заимствований.

¹¹ В третьем квартале 2018 г. наблюдалось чрезвычайно редкое явление – чистое изъятие нерезидентами средств по каналу прямых инвестиций в российские нефинансовые компании (как правило, по этому каналу наблюдается чистый приток средств).

Вопреки ожиданиям, вывод нерезидентами средств из государственных облигаций не сыграл главной роли в увеличении совокупного оттока капитала: за весь третий квартал по этому каналу из России было выведено всего 1.8 млрд. долл., что почти вчетверо ниже аналогичного показателя за второй квартал. Не исключено, что на решение нерезидентов остаться в суверенных российских обязательствах сыграло принятое Банком России в середине сентября решение повысить ключевую ставку.

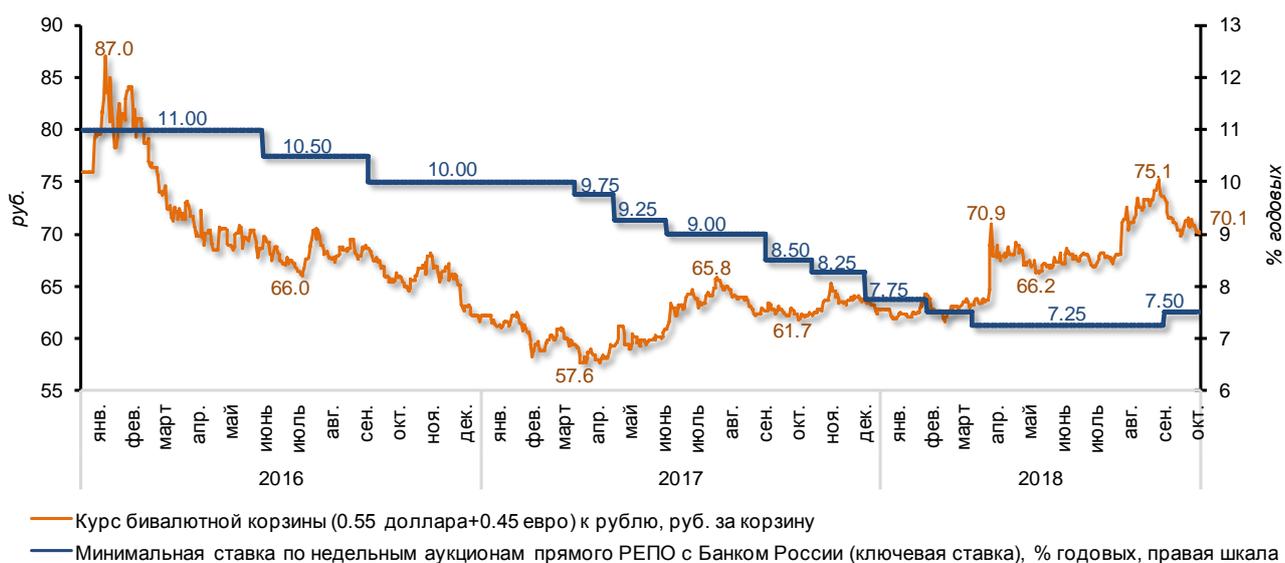
Рисунок 19. Основные позиции платёжного баланса России (млрд. долл.)



10. Динамика обменного курса рубля, в целом, отражала «метания» трансграничных потоков капитала.

В июле рубль был относительно стабилен – лишь во второй половине месяца на фоне первых сообщений о разработке новых пакетов санкций началось его легкое, едва различимое, ослабление. В августе, после того как в Конгресс США был внесен новый законопроект о санкциях против России, был дан старт процессу девальвации рубля, которая достигла своего «пика» к середине сентября: с начала августа и до пикового значения в середине сентября стоимость бивалютной корзины к рублю выросла почти на 12%. С середины сентября рубль начал «отыгрывать назад» понесенные потери. С пикового значения в середине сентября и по настоящее время стоимость бивалютной корзины к рублю снизилась почти на 7% (см. рисунок 20).

Рисунок 20. Курс рубля и ключевая ставка Банка России



Парадоксальным образом новый виток ослабления рубля происходил на фоне роста мировых цен на нефть. Благоприятная ценовая конъюнктура глобального рынка энергоносителей в сочетании со стагнацией импорта обусловила масштабный чистый приток валюты в страну по каналам внешнеторговых и других текущих операций. Этот приток, в свою очередь, создает потенциал укрепления рубля, который может реализоваться в случае, если ожидаемая в ноябре очередная «порция» санкций окажется относительно мягкой.

По предварительной оценке, в июле-сентябре 2018 г. среднемесячное значение сальдо по текущим операциям возросло до +9 млрд долл. (для сравнения – в тот же период 2017 г. оно было отрицательным - -1 млрд долл. в среднем за месяц). Последний раз столь же высокие значения этого сальдо в третьем квартале наблюдались десять лет назад – в 2008 г. – на максимуме «сырьевого пузыря» конца 2000-х годов.

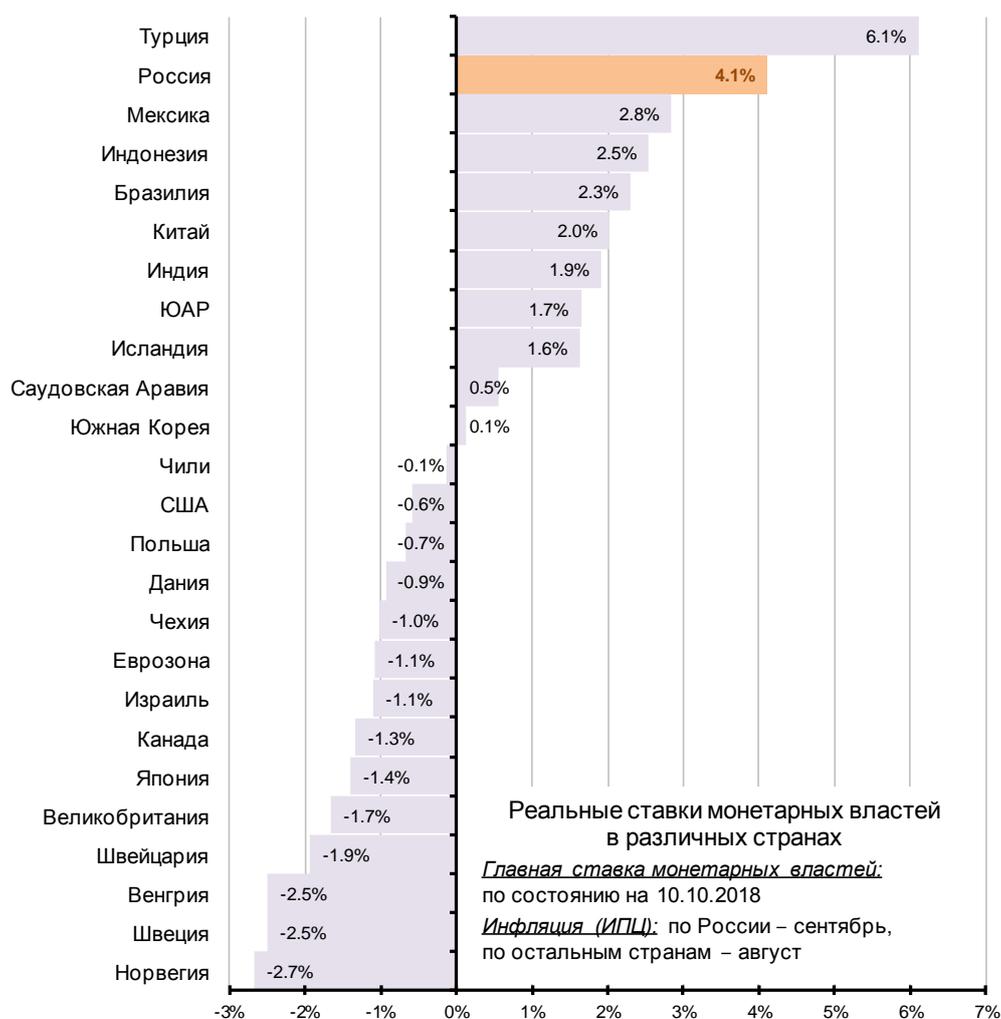
11. Банк России, реагируя на риски ослабления рубля и усиления инфляции, впервые с декабря 2014 г. принял решение о повышении *ключевой ставки*. Отказ регулятора от ранее декларировавшейся линии на неповышение ключевой ставки¹² приведет к ужесточению условий банковского кредитования экономики, в первую очередь – реального сектора.

¹² Ранее Банк России оправдывал поддержание высокого реального уровня ключевой ставки тем, что проявляемая сдержанность в процессе снижения ставок позволит избежать в будущем ситуаций, когда ставки придется повышать в ответ на те или иные шоки. Подобная немонотонная динамика ставок признавалась нежелательной, усиливающей процентные риски и общую неопределенность для участников кредитного рынка.

Совет директоров Банка России 14.09.2018 принял решение о повышении ключевой ставки на 0.25 базисных пункта - до 7.5% годовых. Причина – «существенное усиление проинфляционных рисков». Прогноз Банка России по динамике годовой инфляции на 2019 г. был радикально пересмотрен вверх (на 1.5 проц. пункта). По мнению ЦБ, «основные риски связаны с высокой неопределенностью внешних условий и их влиянием на финансовые рынки». При этом Банк России предупредил, что усиление этих рисков и последующая негативная реакция на них финансовых рынков может спровоцировать дальнейшее повышение ключевой ставки.

Если ориентироваться не на ожидаемый в будущем, а текущий уровень инфляции, то следует признать, что среди стран с крупной и средней по размеру экономикой Россия по-прежнему держится на одном из первых мест по уровню реальной ставки денежно-кредитной политики (см. рисунок 21).

Рисунок 21. Реальные¹³ ставки денежно-кредитной политики в различных странах (по состоянию на 10.10.2018)

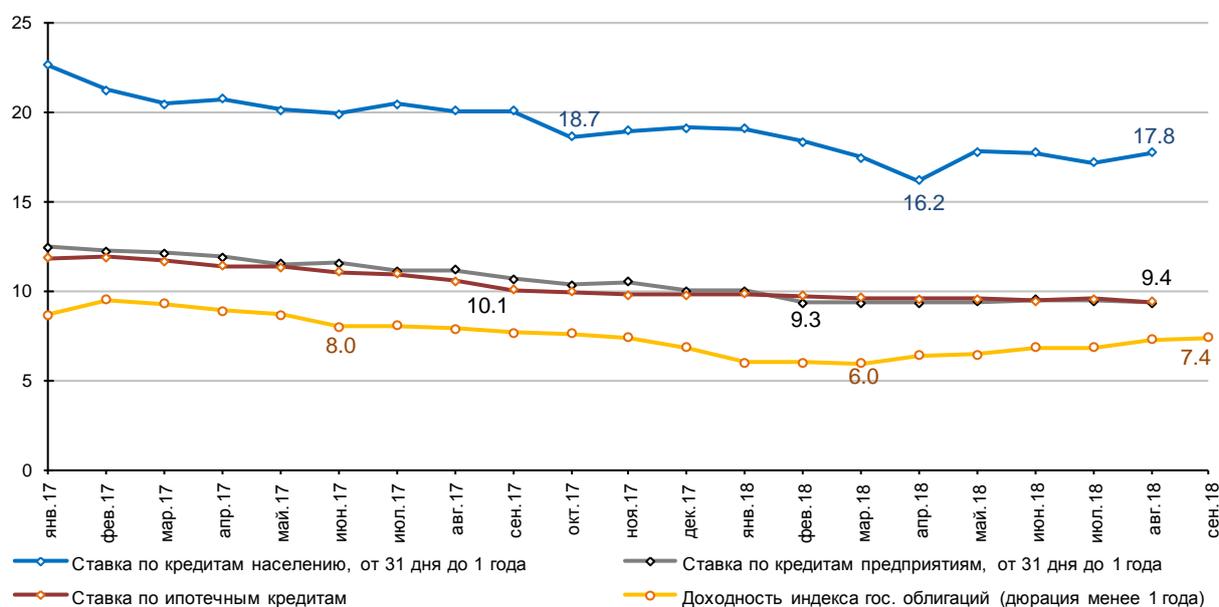


¹³ Реальная ставка – номинальная ставка за вычетом годовой величины инфляции (индекса потребительских цен). В данном графике уровень инфляции по России учитывается исходя из индекса сентября 2018 г. к сентябрю 2017 г., по остальным странам - август 2018 г. к августу 2017 г.

Принятое решение о коррекции ключевой ставки Банка России закрепляет новый, более высокий уровень доходности по безрисковым инструментам – срочным депозитам банков в ЦБ РФ, облигациям Банка России, государственным облигациям. Это будет подталкивать вверх ставки по инструментам с умеренным уровнем риска – кредитам предприятиям и жилищным ипотечным кредитам. Вряд ли ситуация сужения спреда между ними и доходностями безрисковых инструментов продержится долго.

Что касается средних ставок по высокорисковым краткосрочным потребительским кредитам, то на них пересмотр ключевой ставки может и не сказаться. Спред доходностей здесь настолько высок (см. рисунок 22), что это изменение для него малозначимо.

Рисунок 22. Средневзвешенные процентные ставки по различным финансовым инструментам (% годовых)



12. Динамика кредитного рынка повышается – причем, как в части розничного, так и в части корпоративного кредитования. Однако для этого ускорения характерно несколько диспропорций, что обуславливает его неустойчивость и ограниченную эффективность с точки зрения долгосрочного экономического роста.

Первая диспропорция: несмотря на некоторое ускорение корпоративного кредитования (до темпов +5.6% в августе к аналогичному периоду прошлого года), его динамика существенно отстает от кредитования населения (темпы +20.7% в августе к аналогичному периоду прошлого года, см. рисунок 23). При этом внутри розничного корпоративного портфеля большая часть прироста приходится на высокорисковое краткосрочное потребительское кредитование.

Вторая диспропорция: расширение корпоративного кредитования в значительной мере обеспечивается расширением кредитного портфеля Сбербанка. Динамика корпоративного кредитного портфеля остальной банковской системы только-только начинает оживать, и пока ещё не слишком устойчива (см. рисунок 24).

Рисунок 23. Кредиты населению (с исключением валютной переоценки, к аналогичному периоду предшествующего года, %)

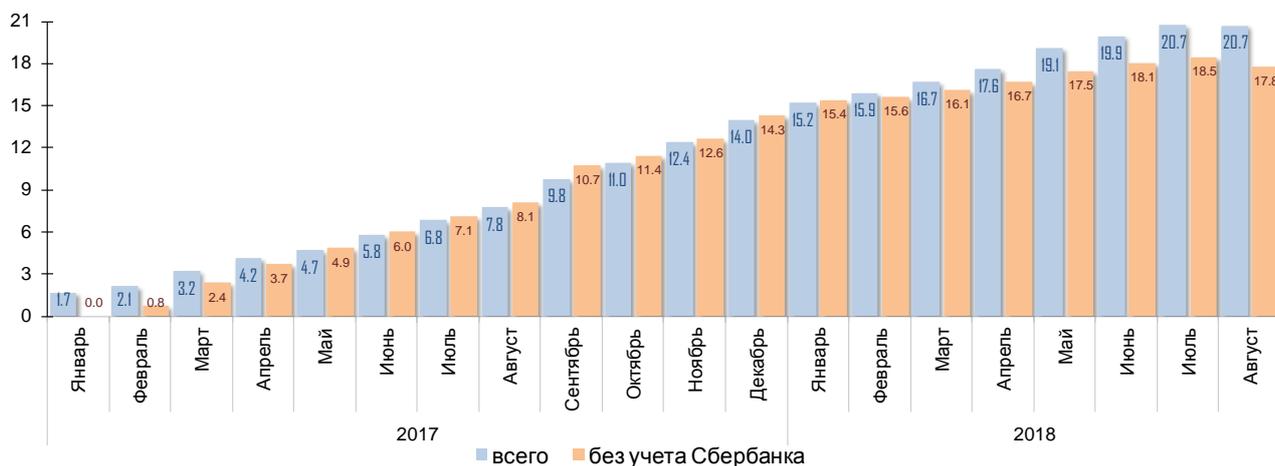
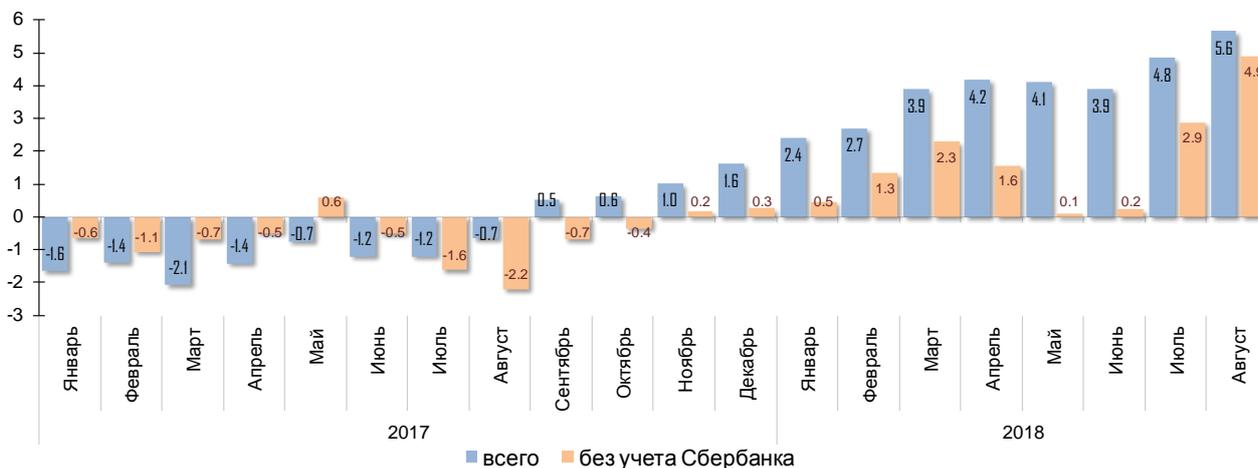


Рисунок 24. Кредиты предприятиям (с исключением валютной переоценки, к аналогичному периоду предшествующего года, %)

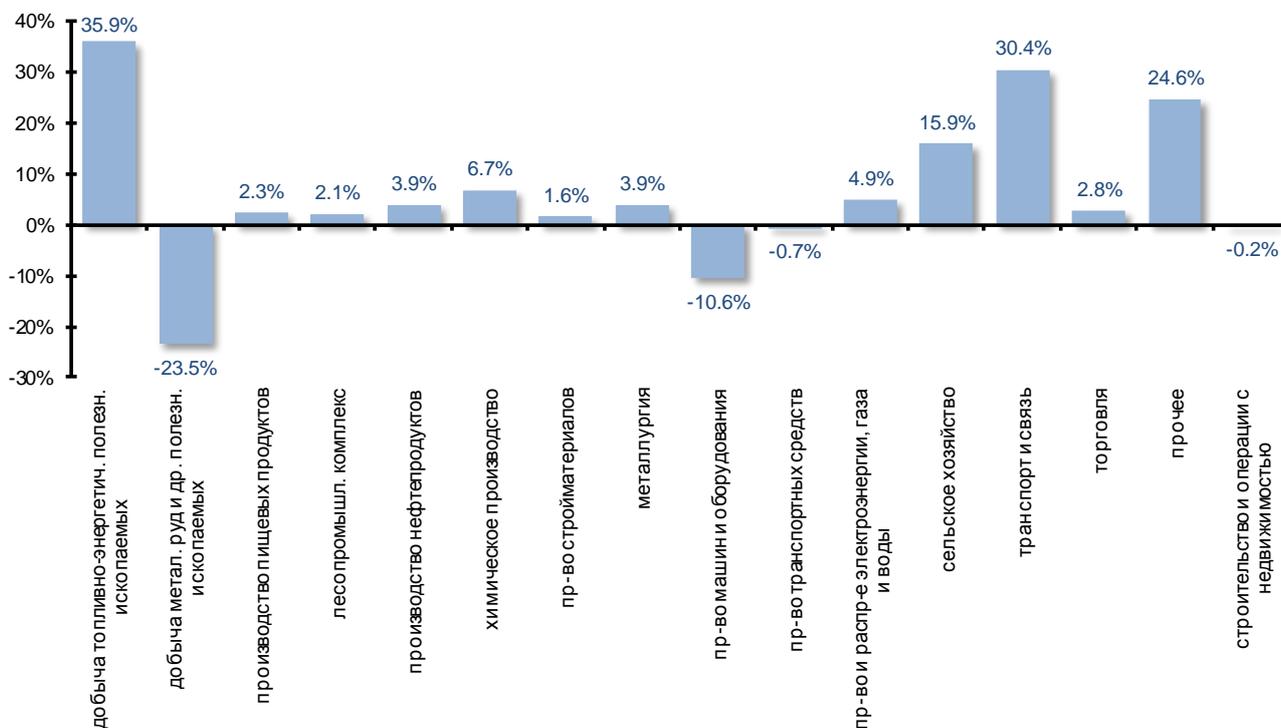


Третья диспропорция: большая часть прироста корпоративного кредитного портфеля приходится на компании топливно-сырьевого комплекса¹⁴, сельское хозяйство, транспорт и связь (см. рисунок 25). В то же время из кредитования машиностроительного комплекса ресурсы, наоборот, выводятся. Следует отметить, что в дальнейшем в случае повышения кредитных ставок, машиностроительные предприятия,

¹⁴ За исключением горнодобывающих предприятий

не имеющие столь же высокого уровня рентабельности, как сырьевые компании, будут ещё в большей степени ограничены в возможности привлечения заемных средств.

Рисунок 25. Распределение совокупного прироста кредитного портфеля российских банков между различными отраслями (с 1.09.2017 по 1.09.2018, с исключением валютной переоценки)



В перспективе дополнительным ограничением для кредитования всех групп заемщиков может стать уменьшение свободной ликвидности в банковском секторе. Этому могут способствовать два фактора:

- обусловленный нестабильностью рубля отказ Минфина от покупки валюты на открытом рынке, что «выключает» основной на сегодняшний день канал притока рублевой ликвидности в банковскую систему;
- повысившаяся в условиях вероятного введения новых санкций нервозность частных банковских вкладчиков, создающая опасность «набегов на банки». Так, в августе на фоне обсуждения возможности введения запрета на проведение долларовых операций банков с государственным участием наблюдался отток вкладов населения (на 2%). В сентябре, по предварительным данным, этот отток получил продолжение (в частности, валютные депозиты населения в Сбербанке уменьшились на 2.6%).

13. В силу того, что в сфере экономической политики неопределенность на трехлетнем горизонте уже практически отсутствует (можно с уверенностью говорить, что впереди достаточно жесткая процентная политика Банка России и, одновременно, финансовая консолидация, с задачей выхода на постоянно профицитный бюджет), сценарная неопределенность *среднесрочного макроэкономического прогноза* связана, в основном с двумя внешними факторами:

- возможностью расширения пакета санкций, наложенных на Россию США и Евросоюзом;
- возможностью возникновения новой волны глобального кризиса, связанного с эффектом «торговых войн», кризисом долгов и «пузырями» на финансовых рынках наиболее развитых стран.

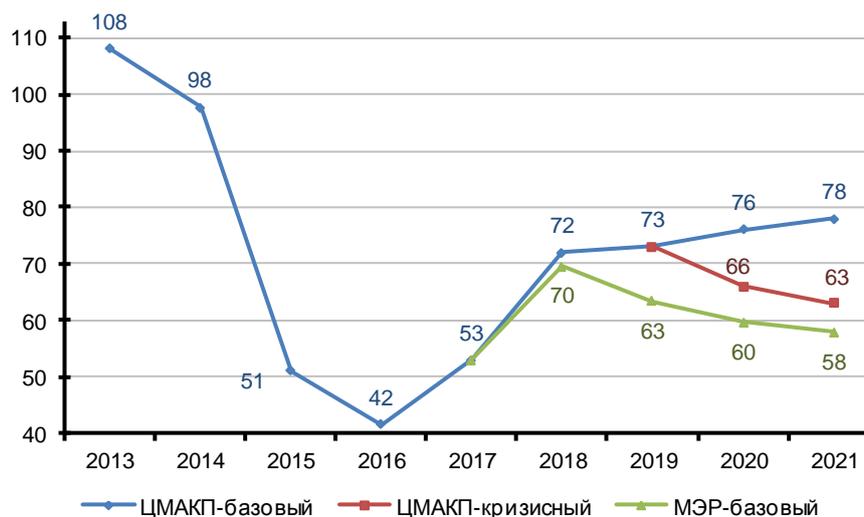
Исходя из этого, сформировано два сценария социально-экономического развития на 2018-2021 гг. – базовый, предполагающий сохранение в целом нынешней системы факторов и трендов социально-экономического развития и кризисный, предусматривающий одновременно ужесточение санкций и ухудшение условий функционирования российской экономики из-за очередной волны экономического кризиса.

В рамках базового сценария предусмотрено:

- сохранение поступательной динамики мировой экономики (порядка 3-3.3% в год);
- постепенное ужесточение процентной политики в США, направленное на предотвращение перегрева национальной экономики. Соответственно, намечающийся в экономиках развитых стран перегрев будет «мягко» разрешен, без возникновения сколько-нибудь масштабных кризисных процессов;
- инфляционное повышение цен на нефть (с 74 долл. за баррель в 2018 г. до 77-80 долл. за барр. в 2021 г., что примерно соответствует прогнозу ОПЕК), которое означает сохранение кризиса в энергетическом секторе Венесуэлы и санкционного режима в отношении Ирана;

Заметим, что такая динамика значительно выше роста цен на нефть, заложенного в «базовый» вариант прогноза Минэкономразвития России (см. рисунок 26).

Рисунок 26. Динамика цен на нефть (Urals, долл. за баррель)

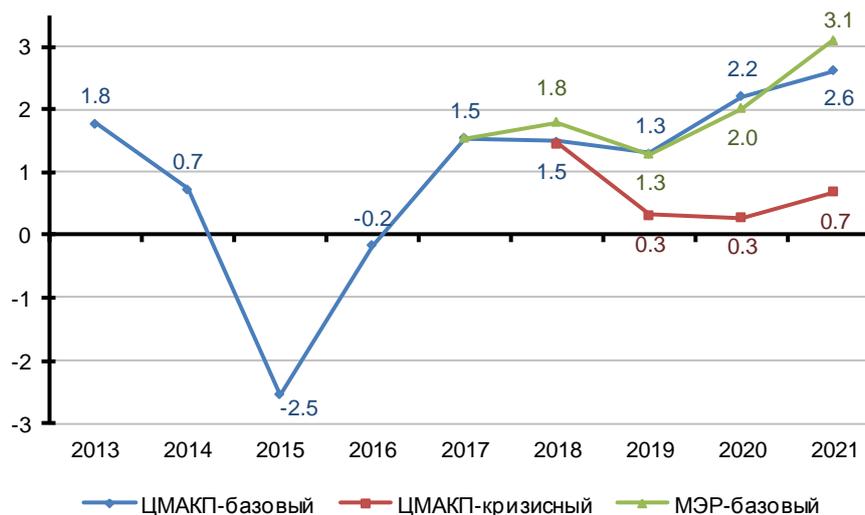


- умеренное расширение российского экспорта энергоносителей (нефти с 253 млн. т в 2017-2018 гг. до 256-260 млн. т в 2021 г., газа – с 212 млрд. м3 в 2017 г. до 220-223 млрд. м3 в 2021 г.);
- санкционный режим в отношении России на практике принципиально не ужесточается;
- в России проводятся намеченные ранее реформы в налогово-бюджетной сфере (повышение ставки НДС в 2019 г., пенсионная реформа), сохраняются бюджетные правила;
- в целом происходит медленный переход от умеренно жесткой процентной политики к нейтральной по определению Банка России (ключевая ставка не ниже, чем ожидаемая инфляция плюс 2-3 проц. п.). Также проводится политика бюджетной консолидации с плановым профицитом федерального бюджета. Финансирование основных мероприятий Национальных проектов откладывается на период 2022-2024 гг.

В рамках базового сценария можно ожидать:

- существенного торможения экономического роста в 2019 г., до 1.1-1.4% (против 1.3-1.6% в 2018 г., из-за повышения НДС, см. рисунок 27) с последующим выходом на 2.0-2.3% в 2020 г. и 2.4-2.7% в 2021 гг. Заметим, что, даже в условиях сверхблагоприятной внешней конъюнктуры темпы экономического роста никак не достигают уровней, предусмотренных Минэкономразвития России в 2021 г. Заложенные в их прогноз темпы и пропорции экономического роста, при сохранении нынешней экономической политики, представляются крайне завышенными (см. рисунок 27);

Рисунок 27. Динамика ВВП (темпы прироста, %, по вариантам прогноза)



- постепенной активизации инвестиционного процесса, с 3.1-3.5% в 2018 г. и 3.3-3.7% в 2019 г. до 4.0-4.4% в 2020 г. и 4.7-5.1% в 2021 г.;
- возобновления медленного, но поступательного, роста благосостояния населения, с учетом последствий повышения налоговой нагрузки на бизнес и пенсионной реформы. Реальная заработная плата (как, примерно, и реальные располагаемы доходы населения) увеличивается на 2.1-2.4% в 2019 г., 2.9-3.2% в 2020 г., 3.1-3.4% в 2021 г.). Соответственно, с учетом ожидающегося сохранения «бума» потребительского кредитования, оборот розничной торговли возрастает на 2.6-2.9% в 2019 г., 3.7-4.0% в 2020 г. и 4.1-4.4% в 2021 г.;
- скачка инфляции в 2019 г., связанного с повышением НДС, с последующим, с 2020 г., переходом к умеренной инфляции, заметно более низкой, чем целевой уровень Банка России (2018 г.: 3.4-3.7%, 2019 г.: 4.4-4.7%, 2020 г.: 3.1-3.4%, 2021 г.: 2.7-3.0%, декабрь к декабрю). Существенным фактором, обуславливающим умеренный рост и низкую инфляцию в данном сценарии, является укрепление рубля как в номинальном, так и, тем более, в реальном выражении.

Альтернативный сценарий – кризисный. В его рамках предполагается:

- развертывание нового витка глобального экономического кризиса. У этого кризиса может оказаться «три источника и три составных части», взаимно резонирующих и усиливающих друг друга:
 - 1) развертывание финансового кризиса. Ожидаемое повышение целевой ставки по федеральным фондам ФРС США способно привести к оттоку капитала с развивающихся рынков. При наличии целой группы экономик с потенциально неустойчивыми, обремененными избыточными долгами, финансовыми рынками

(Аргентина, Индонезия, Турция, Украина и др.) это может привести к финансовому коллапсу (по крайней мере, на некоторых из них), с последующим распространением кризисных эффектов через «заражение» в цепочках финансовых активов, в том числе и на развитые страны;

2) возникновение кризиса в производственных цепочках. Сочетание «торговых войн» (в первую очередь, США и Китая) с ростом процентных ставок и, соответственно, дестимулирование инвестиционного спроса способны (с учётом, к тому же, уже начавшейся «мягкой коррекции» в перегретом строительном комплексе Китая) вызвать глобальное торможение инвестиций в реальные активы. Это, в свою очередь, с особой силой ударит по слабым экономикам, находящимся в начале производственных цепочек, замыкающихся на выпуске инвестиционных товаров, и способно сформировать еще один «фокус» кризисных процессов, дальше распространяющийся на более сильные экономики;

3) «схлопывание» финансовых пузырей на ряде рынков в развитых странах (риск этого усиливается при повышении ставки ФРС), включая рынки высокотехнологичных активов (ИКТ, биотех, аэрокосмос и др.).

Предполагается, что реализовываться кризисный сценарий может уже в конце 2019 г. (в части воздействия на отток капиталов с развивающихся рынков, включая Россию). На динамику мирового ВВП и цен на сырьё кризис станет оказывать влияние с 2020 г., а максимума достигнет в 2021 г. Соответственно, в 2020 г. темпы мировой экономики снизятся до 2.6-2.9%, в 2021 г. – до 2.3-2.6%;

- снижение, начиная с 2020 г., цены на нефть (2019 г.: 73 долл. за баррель, 2020 г.: 64-67 долл. за баррель, 2021 г.: 61-64 долл. за баррель, Urals);
- существенное ужесточение санкционного режима в отношении России уже с конца 2018 г., включая ограничения на использование счетов российскими госкомпаниями и банками, импортно-экспортные ограничения и т.д. Это крайне негативно повлияет, в частности, на возможности экспорта российских энергетических и сырьевых товаров;

Сценарий предполагает последовательное включение американскими властями в сферу действия санкций тех направлений, которые ранее считались ими слишком рискованными с точки зрения возможных системных последствий для глобальных институтов и интересов «третьих стран»:

- *в четвертом квартале 2018 г. – принятие Конгрессом США закона, ограничивающего для американских резидентов возможность владения российским гособлигациями, допускающего блокирование активов и запрет транзакций российских банков с участием государства, включая возможность применения «вторичных санкций» к неамериканским организациям, нарушающим данные запреты;*

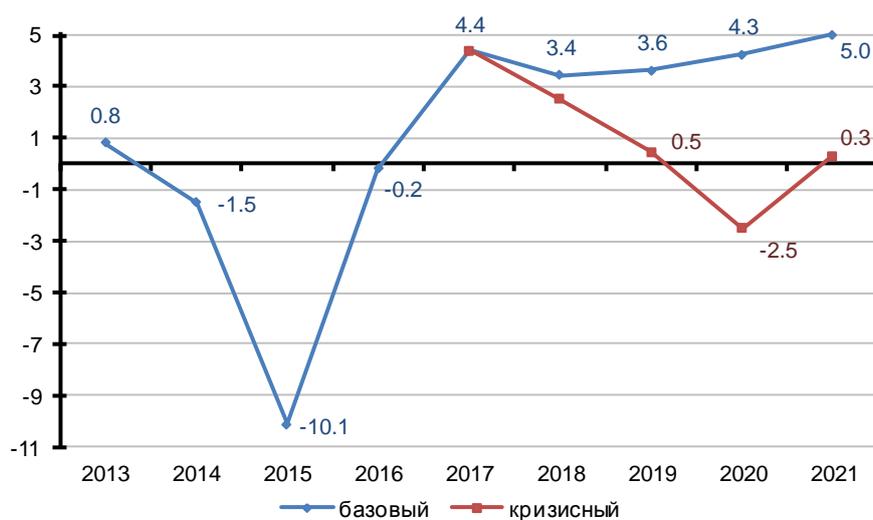
- в конце 2018 г. – применение данных запретов на американском рынке (в случае с запретом транзакций российских госбанков – выборочное применение);
- первый квартал 2019 г. – общее применение запрета на транзакции российских госбанков на американском рынке, первые случаи применения «вторичных санкций» к неамериканским организациям, нарушающим данные запреты. Распространение запрета на транзакции и блокирование активов российских нефинансовых компаний, относящихся к металлургическому сектору, транспорту, информационно-коммуникационному сектору;
- второй квартал 2019 г. – масштабирование случаев применения «вторичных санкций» к неамериканским организациям, нарушающим запреты на операции с «санкционными» секторами российской экономики;
- третий квартал 2019 г. – переход к расширительным трактовкам экспорта «продукции двойного назначения», введение санкций (включая «вторичные санкции») за осуществление таких операций, затрагивающее широкий спектр товаров, импортируемых в Россию.

- ориентация российской экономической политики на реализацию антикризисных мер, причем на фоне уже принятых пенсионной и налоговой реформ.

В рамках реализации такого сценария можно ожидать:

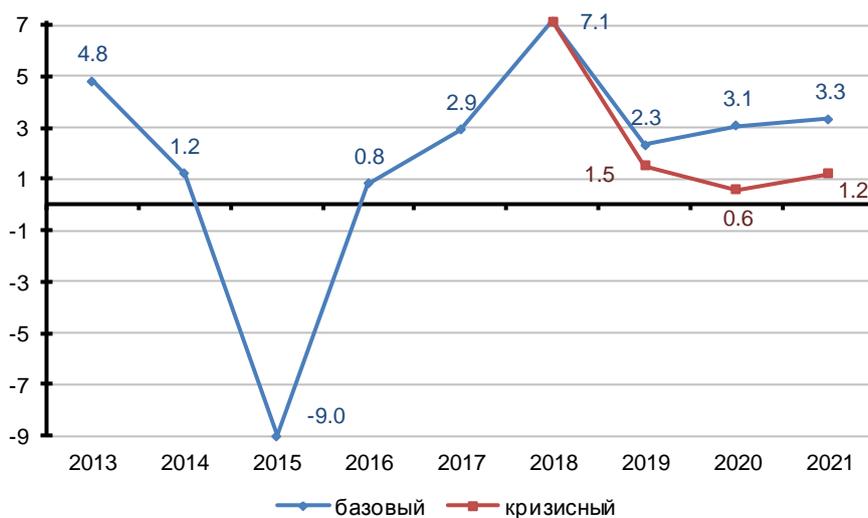
- практической остановки экономического роста. Хотя спада не ожидается, с учетом состоявшейся адаптации к санкциям и наличия накопленных резервов, тем не менее, экономика страны может столкнуться с «трехлетней без роста». В 2019-2020 гг. прирост ВВП оценивается в 0.1-0.4%, в 2021 г. – в 0.5-0.8%. Причем такие «высокие» значения обусловлены продолжающимся сокращением импорта;
- кризиса инвестиций. Инвестиции в основной капитал оказываются «слабым звеном» машины экономического роста – и с точки зрения отсутствия ресурсов для инвестирования, и с точки зрения полной неопределённости их перспектив. В 2019 г. прирост инвестиций оценивается всего в 0.2-0.6%, в 2020 г. ожидается их абсолютный спад (-2.8-2.4%), который не компенсируется в дальнейшем (2021 г.: 0.0-0.4%, см. рисунок 28);

Рисунок 28. Динамика инвестиций в основной капитал
(темпы прироста, %, по вариантам прогноза)



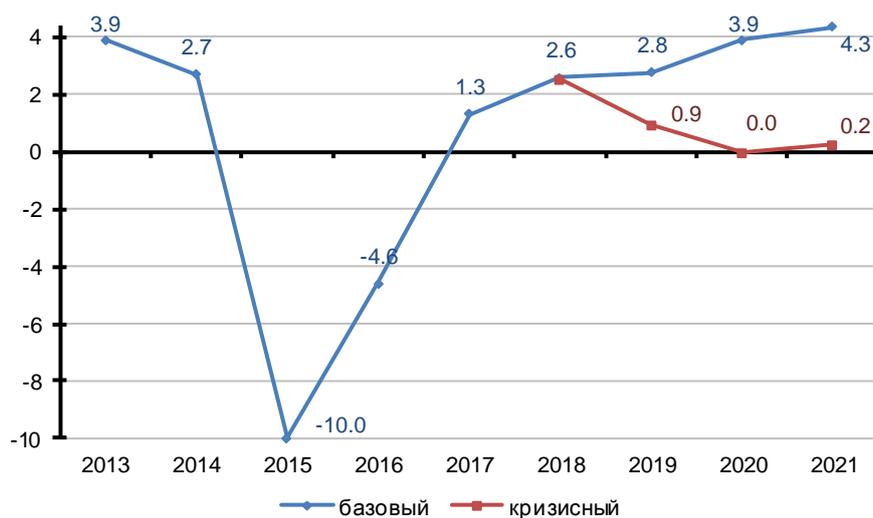
- стагнации благосостояния населения. Если реальную заработную плату ещё как-то повышать удастся (отчасти, благодаря соответствующей трансформации приоритетов бюджета) – в 2019 г. её прирост оценивается в 1.3-1.6%, в 2020 г. 0.4-0.7%, в 2021 г. 1.0-1.3% (см. рисунок 29). Однако возможностей быстро увеличивать пенсии и пособия (не говоря уже о предпринимательских доходах) в данном сценарии нет. Отсюда, динамика располагаемых доходов в данном сценарии заметно ниже (2019 г.: 0.9-1.2%, 2020 г.: 0.2-0.5%, 2021 г.: 0.6-0.9%);

Рисунок 29. Динамика реальной заработной платы
(темпы прироста, %, по вариантам прогноза)



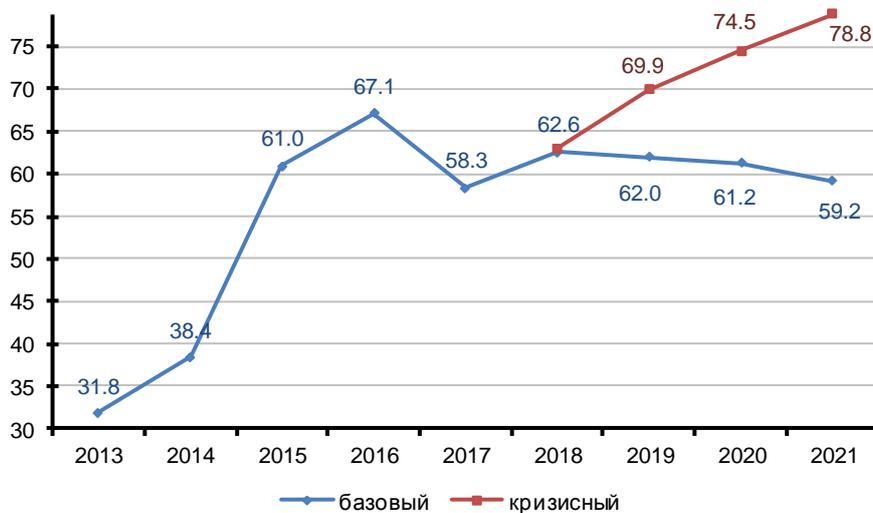
На стагнацию реальных доходов в данном сценарии накладывается кризис «плохих долгов» в части потребительского кредитования. Соответственно, динамика товарооборота оказывается еще ниже, чем динамика реальных располагаемых доходов. В 2019 г. их пророст составит 0.7-1.0%, в 2020 г. прироста не ожидается вовсе (-0.1 - + 0.2%), в 2021 г. – в общем, тоже (0.0-0.3%, см. рисунок 30);

Рисунок 30. Динамика оборота розничной торговли
(темпы прироста, %, по вариантам прогноза)



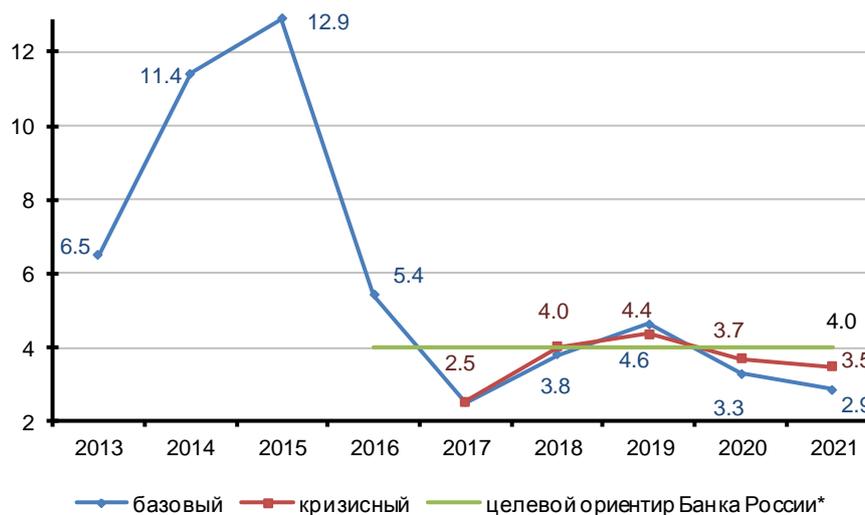
Ухудшение платежного баланса вызовет в данном сценарии (и в этом - его принципиальное отличие от базового, где рубль укрепляется) довольно заметное ослабление рубля (см. рисунок 31).

Рисунок 31. Обменный курс рубля
(руб. за долл., среднегодовой, по вариантам прогноза)



В то же время жесткая процентная политики Банка России приведёт в данном сценарии к довольно быстрому подавлению инфляции и её возврату к целевому уровню Банка России (4.0%). В 2019 г. её уровень оценивается в 4.3-4.6% (чуть ниже, чем в базовом варианте из-за более жесткой процентной политики и общего «остывания» экономики), в 2020 г. – 3.6-3.9%, в 2021 г. – 2.4-3.7% (декабрь к декабрю, см. рисунок 32).

Рисунок 32. Уровень инфляции
(ИПЦ, темпы прироста, %, декабрь к декабрю, по вариантам прогноза)



* точечный целевой ориентир по инфляции в 4% за год был впервые установлен Банком России в 2013 году для 2016 и последующих годов. В 2014 году в связи макрофинансовой нестабильностью достижение этого ориентира было перенесено на 2017 год

Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления В. Сальников

Руководитель направления О. Солнцев