



Тринадцать тезисов об экономике: апрель 2019

*Выпуск 8
24.04.2019 г.*

Самое главное

Общая ситуация в экономике стала несколько улучшаться, хотя и в крайне незначительной степени. В основе этого улучшения расширяющийся экспорт товаров и активизировавшийся, хоть и незначительно, потребительский спрос.

Однако, (даже с учетом того, что и на уровне анализа фундаментальных факторов, и на уровне рассчитанных опережающих индикаторов кризиса) есть несколько проблем.

Во-первых, возможно замедление роста экспорта товаров из-за взятых на себя новых ограничений на экспорт нефти (ОПЕК+).

Во-вторых, низкая динамика инвестиций, и, если инвестиционный процесс не активизируется (а шансы на рост инвестиций есть – PMI на высочайшем за последние два года уровне), рост может затормозиться.

В-третьих, в динамике импорта товаров (и в текущих, и в постоянных ценах, сезонность устранена), после длительного снижения, был отмечен рост – небольшой, но по широкому кругу товаров. Ближайшие месяцы покажут, произошло лишь сугубо временное (например, из-за действия курсового фактора) изменение, или, правда «импорт возвращается», что станет дополнительно тормозить рост.

В денежно-кредитной сфере наблюдается ситуационная стабилизация: начал снижаться отток капитала и прекратилось понижающее давление на рубль; остановился рост процентных ставок; началось повышение уровня банковской прибыльности и ликвидности; прекратилось ускорение роста потребительского кредитования, вызывавшего опасения надувания пузыря. Однако в условиях нестабильной внешнеэкономической ситуации не следует заглядывать дальше, чем на полгода.

1. Экономический рост

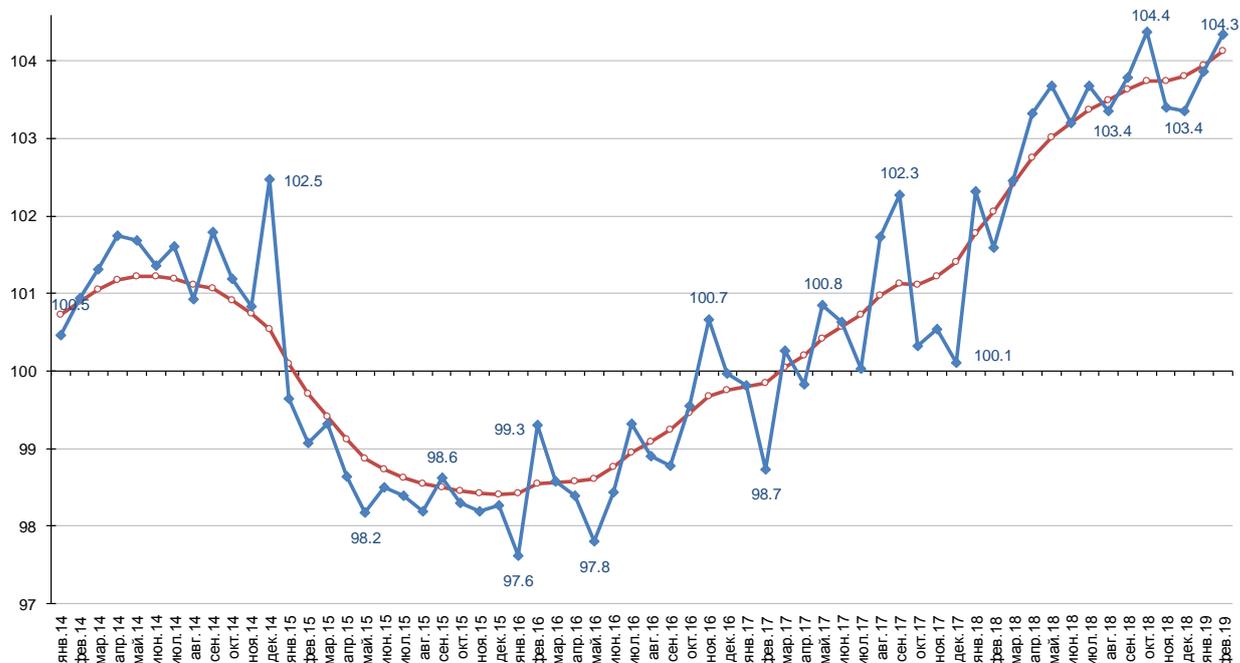
В целом, в российской экономике наблюдается переход к умеренному экономическому оживлению (см. рисунок 1). Основные его очаги – оживление потребительского спроса и, в целом, еще продолжающийся рост экспорта.

Насколько это оживление окажется устойчивым – вопрос, с учётом ограниченности возможности наращивания экспорта нефти (недавно начали действовать новые добровольные ограничения в рамках ОПЕК+, да ещё возник «кризис качества»), вероятности расширения системы отраслевых санкций, умеренной и неустойчивой динамики инвестиций.

В целом, есть риск того, что в этом году сработает эффект «паузы роста» (будем надеяться, кратковременной): сумма конъюнктурных факторов и целенаправленных действий, нацеленных на «стабилизацию» экономики (процентная политика, финансовая консолидация) уже обусловит торможение роста – а эффекта от реализации «новых нацпроектов» ещё не наступит.

В итоге, в целом за 2019 г. можно ожидать прироста ВВП на 1.1-1.4% (2018: 2.3%, но без учета сугубо ситуационного скачка в строительстве, финансовой деятельности, добыче полезных ископаемых и госуправлении и обеспечении военной безопасности – всего 1.8%, см. предыдущий Обзор).

Рисунок 1. Агрегат экономической активности (АЭА)¹
(среднемесячный уровень 2013 г. = 100)²



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

² Первый квартал 2019 г. – предварительная оценка ЦМАКП.

2. Арифметика роста

Вклады основных секторов в экономический рост соответствуют его структуре, сформировавшейся в последние годы: основной вес приходится на оживление в промышленности (главным образом, на экспортеров сырья); ее вклад в прирост ВВП составил 1.0 проц. пункта (из суммарных 1.6% проц. п. прироста ВВП в годовом выражении, см. рисунок 2).

К сожалению, есть все основания сомневаться, что промышленность сегодня всё ещё остаётся мощным драйвером роста. Скорее, соответствующие оценки (с учётом того, что они делаются в годовой размерности) отражают «свет погасшей звезды» – уже исчерпавшее свой потенциал расширение вывоза энерго-сырьевых товаров. А вот новые источники интенсивного роста пока не очень просматриваются (см. ниже).

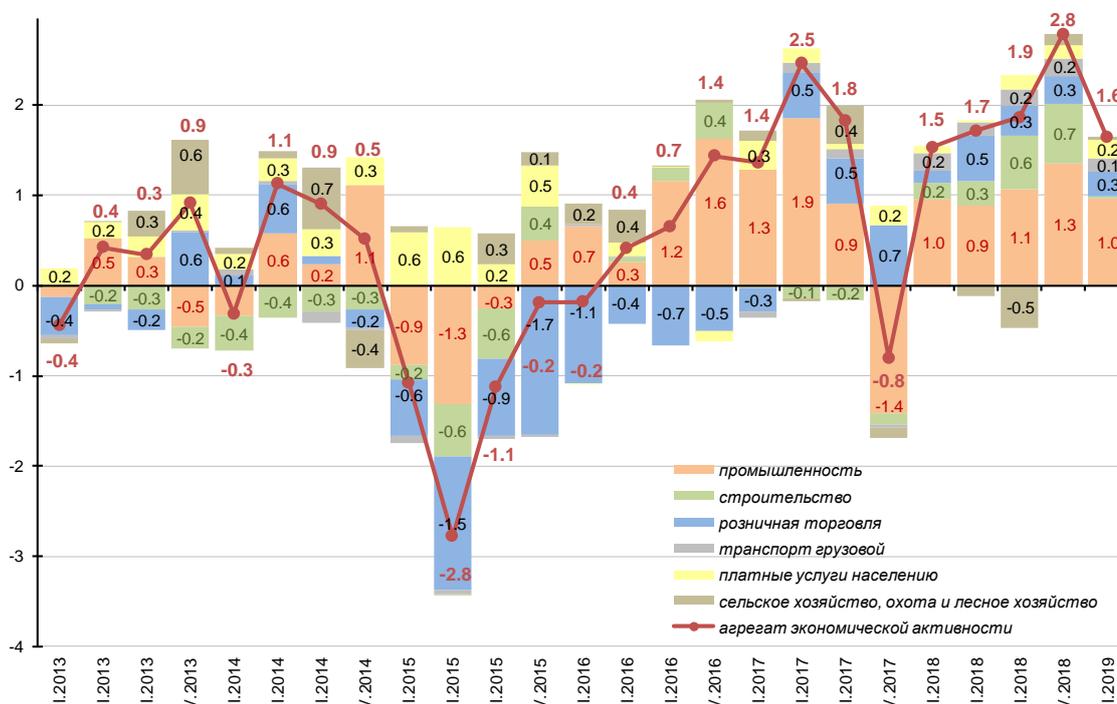
Второй по значимости фактор – производство в секторах, ориентированных на потребление населения («розничная торговля» и «платные услуги населению», соответственно, 0.3 и 0.2 проц. п. прироста ВВП) – отражает вялое, но довольно устойчивое оживление.

Наконец, самый маленький компонент – прирост в строительстве (0.1 проц. п. ВВП), что хорошо соотносится с весьма умеренной динамикой инвестиций в основной капитал.

Необходимо ещё раз отметить, что в текущем году ситуация с балансом факторов роста может осложниться. Во-первых, можно ожидать существенного замедления динамики в сырьевых отраслях промышленности, в силу ограничений на вывоз нефти, во-вторых, существует значительный риск кризиса в строительстве из-за наложения факторов повышения НДС, регуляторных шоков (переход к эскроу-счетам, принципиально новые правила в области индивидуального жилищного строительства и др.) и высоких реальных процентных ставок.

Кроме того, в текущем году есть риск засушливого лета, с соответствующими последствиями для урожая.

Рисунок 2. Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)³



3. Ситуация в промышленности

В промышленности ситуация балансирует между ростом и стагнацией, оценки разных организацией фиксируют несколько различающуюся картину.

Согласно данным Росстата, после локального ускорения в феврале, в марте зафиксирована понижательная коррекция. Если в феврале индекс производства составил 104.1% к соответствующему периоду предшествующего года (СППГ) после 101.1% в январе, то в марте – вновь лишь 101.2%. С устранением сезонного фактора объем производства в феврале возрос на 1.2%, а в марте снизился на 0.6% (оба индекса – к предыдущему месяцу). При этом в целом по итогам I квартала прирост выпуска составил по Росстату 0.3% в месяц (сезонность устранена, к предшествующему месяцу).⁴

Оценки ЦМАКП дают схожую, но более негативную – по тренду – картину: хотя индекс СППГ в марте оценивается также в 101.2% (табл.1), рост в феврале был

³ Первый квартал 2019 г. – предварительная оценка ЦМАКП.

⁴ Скачок в феврале и затем отскок в марте частично связан с эффектом календаря: в феврале текущего года было на 1 рабочий день больше, чем годом ранее. Однако, и с устранением календарного эффекта, в марте следует констатировать снижение производства, пусть и в меньших масштабах.

слабее, так что объем производства по итогам I квартала не изменился (март к декабрю с учетом сезонности, см. график).⁵

По отдельным видам деятельности⁶ в марте и I квартале выделяются следующие особенности динамики выпуска (оценки ЦМАКП):

- слабое снижение добычи нефти (-0.2% в среднем за месяц в I квартале и в т.ч. в марте⁷) как следствие ограничения добычи нефти в рамках известных обязательств⁸;
- бодрое увеличение добычи газа (+2.2% в месяц, в т.ч. +1.6% – в марте);
- рост пищевых производств (+0.3% в месяц), затронувшее большую часть основных групп продукции;
- приостановка наметившегося было роста в производстве стройматериалов (-0.3% в марте после 0.8% в месяц в январе-феврале);
- снижение выпуска в автомобилестроении: слабый рост выпуска грузовых автомобилей (+0.2% в месяц) был перекрыт снижением производства легковых (-0.5%) и обвальным падением выпуска автобусов (-16% в месяц).

4. Инвестиционная активность

В феврале инвестиционная активность в экономике России не изменилась (анализ по тренду, с устраненной сезонностью). В целом, она остается приблизительно на одном и том же уровне вот уже почти полгода (см. Рисунок 3).

Примечательно, что неизменность сводного индекса инвестиционной активности является результатом разнонаправленных тенденций в его компонентах. Если до конца 2018 г. снижался импорт, но наращивалось производство инвестиционных товаров в России, то с начала 2019 г. импорт начал восстанавливаться – при снижении выпуска машин и оборудования. Рост производства стройматериалов (хоть и довольно слабый) при этом продолжился.

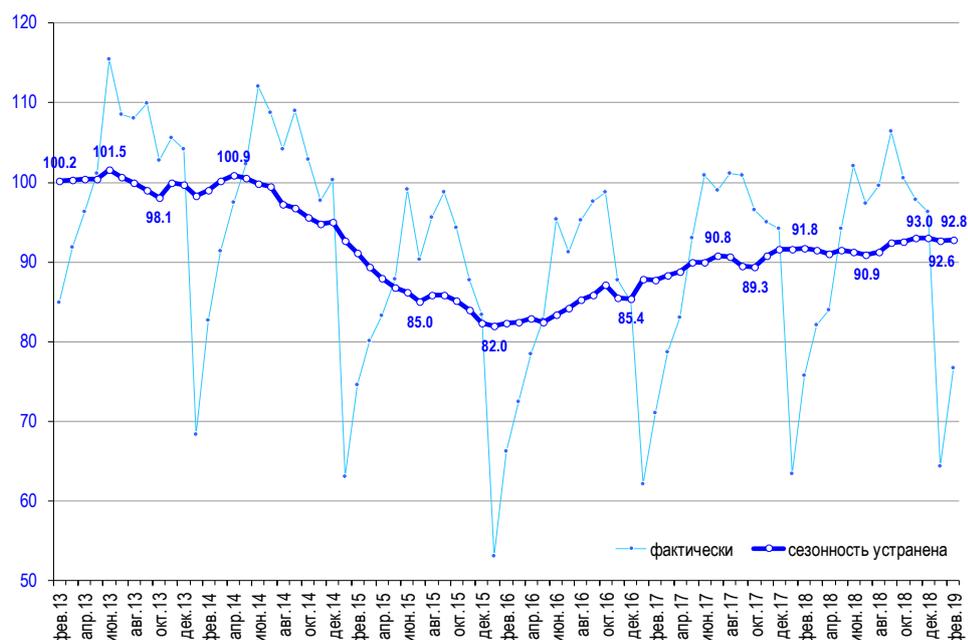
⁵ Корзина товаров ЦМАКП, в отличие от Росстата, включает только «незакрытые» виды гражданской продукции, так что прямое сопоставление оценок некорректно. Засекреченными являются сведения об объемах добычи руд и производства цветных металлов, радиоактивных материалов, оборонной продукции. Кроме того, не публикуются данные о товарах, производимых одним или двумя предприятиями (ограниченный круг позиций, включающий энерготурбины, тепловозы, башенные краны, станы прокатные, бульдозеры и др.). Часть закрытых групп товаров учитывается в ЦМАКП на уровне отраслевых агрегатов.

⁶ В настоящее время мы формируем оценки в старых классификаторах (ОКПД-1 и ОКВЭД-1), переход на новые классификаторы будет произведен после накопления длинных рядов верифицированных данных.

⁷ Здесь и далее, если не оговорено особо – к предшествующему месяцу с устранением сезонности.

⁸ Интересно, что в последние месяцы началось быстрое наращивание добычи газового конденсата, во многом компенсирующее для отрасли снижение в нефтедобыче.

Рисунок 3. Индекс инвестиционной активности (индекс ЦМАКП)
(предложение инвестиционных товаров, среднемесячное значение 2013 г. = 100)



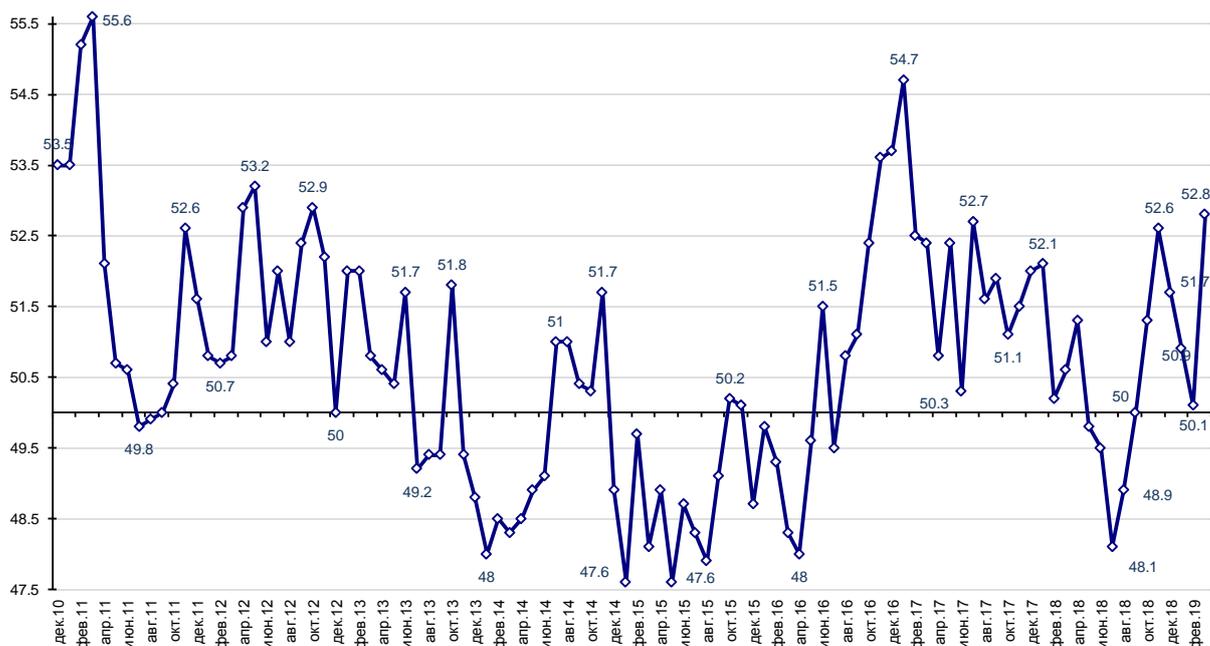
Другой хороший проверочный индикатор – динамика выпуска в строительстве. Здесь она, «в целом», чуть ухудшилась (в среднем за месяц в третьем квартале 2018 г.: +0.3%, четвертом: -0.8%, январь: +2.2% (!), февраль: -1.1%, март: -1.0% сезонность устранена).

5. Оценки ситуации менеджерами компаний

Микроуровневые оценки экономической ситуации менеджерами компаний улучшились, выйдя на исторически максимальный уровень за последние полтора года (см. рисунок 4) – отчасти, видимо, реагируя на высокие цены на нефть, стабилизацию обменного курса рубля и снижение санкционных рисков, а также, видимо, на неожиданно быстрое исчерпание негативного эффекта от повышения НДС в начале года.

Это даёт надежду на закрепление тенденции оживления инвестиций и занятости в российской экономике.

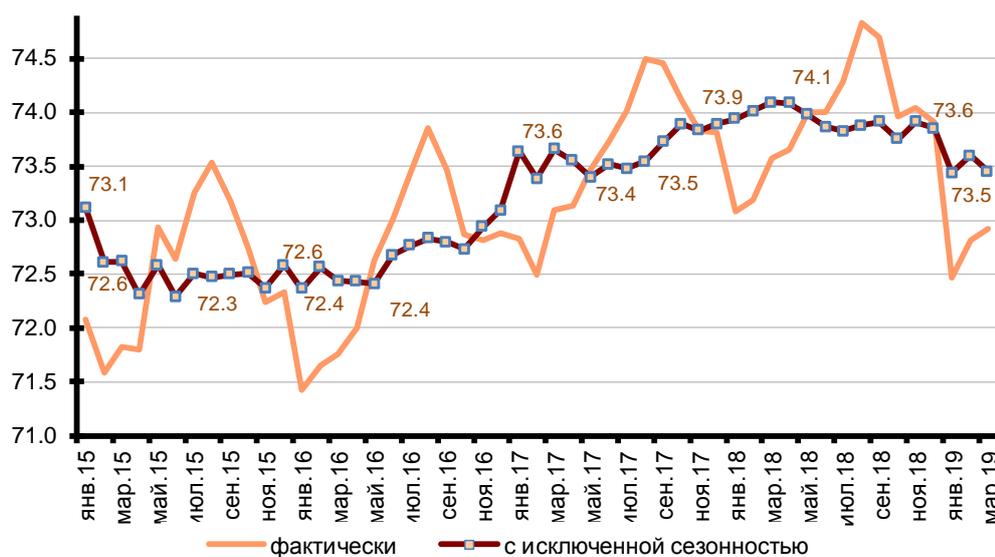
Рисунок 4. Индекс менеджеров по закупкам PMI компании Markit (%)



6. Сфера труда и занятости

В сфере труда ситуация в последнее время, стала немножечко выправляться, хотя о преодолении уже сформировавшейся негативной тенденции говорить сегодня не приходится. Так, совокупный спрос на рабочие места в российской экономике немного подрос, хотя и далеко не компенсировал предшествующего снижения (см. рисунок 5). Численность безработных в российской экономике также стабилизировалась.

Рисунок 5. Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике (численность занятых + вакансии), млн. чел.



7. Реальные доходы населения

Динамика реальных располагаемых доходов населения преподнесла, вроде бы, странный сюрприз: по данным Росстата, в первом квартале 2019 г. они оказались ниже, чем в год назад на 2.3%.

Другое дело, что это падение едва ли основано на реальных процессах (тем более, начала текущего года). Оба основных компонента реальных доходов населения (суммарно порядка 60% их общего объёма) – и реальная заработная плата, и реальные пенсии – в течение последних пятнадцати месяцев были, скорее, стабильны (с учётом действия сезонного фактора), с лёгким намёком на повышение (см. рисунок 6). Так что взяться столь масштабному падению реальных доходов в годовом, «12-месячном», выражении, скорее всего, неоткуда.

Возможно, имело место резкое сжатие других компонентов доходов (предпринимательского, доходов самозанятых, доходов от имущества), а также рост обязательных выплат. Заметим, что уровень поступлений процентных платежей по депозитам действительно должен был снизиться вслед за уменьшением процентной ставки.

Альтернатива – банальная методологическая ошибка, почти неизбежная в условиях смены Росстатом методологии расчета доходов населения.

Рисунок 6. Агрегат основных источников душевых доходов населения⁹
(% к среднемесячному значению 2012 г.)



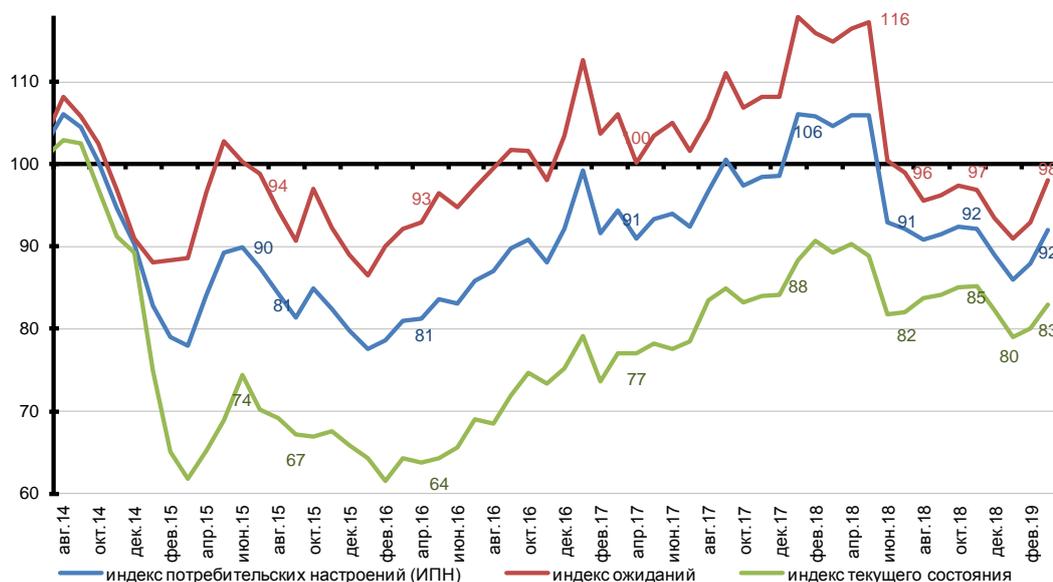
⁹ Агрегат включает взвешенные размеры среднемесячной начисленной заработной платы и среднемесячной начисленной пенсии (ПФР), приведенные к постоянным ценам с помощью ИПЦ

8. Потребительские ожидания и поведение населения

Особенности ожиданий и поведения населения являются важным фактором, трансформирующим изменение доходов населения в потребление.

И здесь наметились небольшие, но положительные сдвиги. Так, самооценки ситуации потребителями продолжают медленно улучшаться уже два месяца подряд (см. рисунок 7), хотя и не преодолели последствий «провала» прошлым летом, вызванного пенсионной реформой. При этом, изменения к лучшему коснулись всех основных компонент индекса потребительских настроений – как текущих оценок ситуации, так и ожиданий.

Рисунок 7. Индекс потребительских настроений и два частных субиндекса¹⁰, пункты



Одновременно, продолжается (хотя и перестало ускоряться) расширение потребительского кредитования (см. ниже).

9. Потребление населения

Потребление населения в целом стабилизировалось. С одной стороны, его сдерживает очень низкая динамика доходов населения. С другой – поддерживает сохраняющийся рост потребительского кредитования и (если ситуация не изменилась по сравнению к концу прошлого года) – общее недоверие населения к финансовым институтам, что, при прочих равных условиях, ведёт к росту нормы потребления за счёт накопления.

Отсюда и структура роста потребления населения (см. рисунки 8а-8г), характеризующаяся медленным ростом потребления товаров (и по продовольствию, и по непродовольственным товарам – +0.1% в феврале, +0.3% в марте, сезонность

¹⁰ Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ

устранена) и крайне нестабильной динамикой потребления услуг (соответственно, +0.2% и -1.1%).

Рисунок 8а. Потребительские расходы населения (% к среднемесячному значению 2012 г.)



Рисунок 8б. Товарооборот пищевыми продуктами, напитками, табачными изделиями (% к среднемесячному значению 2012 г.)

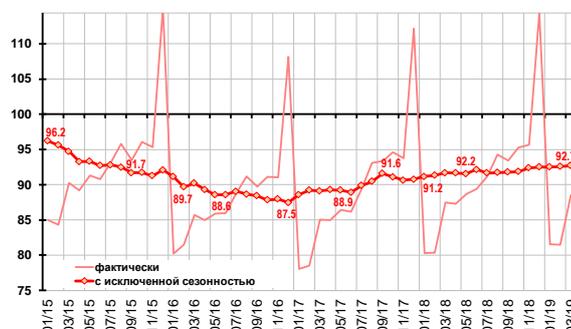


Рисунок 8в. Товарооборот непродовольственными товарами (% к среднемесячному значению 2012 г.)

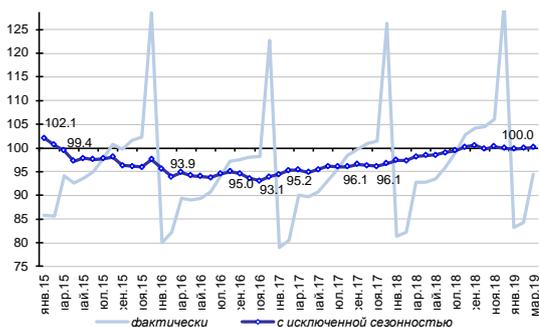
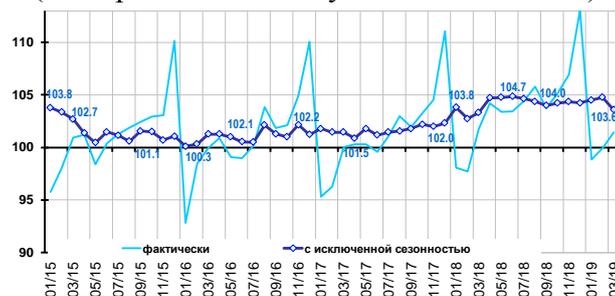


Рисунок 8г. Платные услуги населению (% к среднемесячному значению 2012 г.)



10. Обменный курс рубля

Началось укрепление рубля, обусловленное восстановлением уровня мировых цен на нефть, а также снижением санкционных рисков.

За январь-апрель курс бивалютной корзины к рублю снизился на 8% (см. Рисунок 9). Это произошло на фоне роста мировых цен на нефть на 34%.

Дополнительным фактором стабилизации на валютном рынке стало уменьшение чистого оттока капитала из России (см. Рисунок 10). В его основе – возобновление притока средств нерезидентов на рынок российских государственных облигаций, а также восстановление динамики прямых иностранных инвестиций. Последнее в значительной мере связано со смягчением «санкционной» риторики законодательных и исполнительных властей США.

Более сильному укреплению рубля в этих условиях воспрепятствовало возобновление Минфином России покупок валюты на открытом рынке в рамках бюджетного правила.

Рисунок 9. Курс рубля и мировые цены на нефть

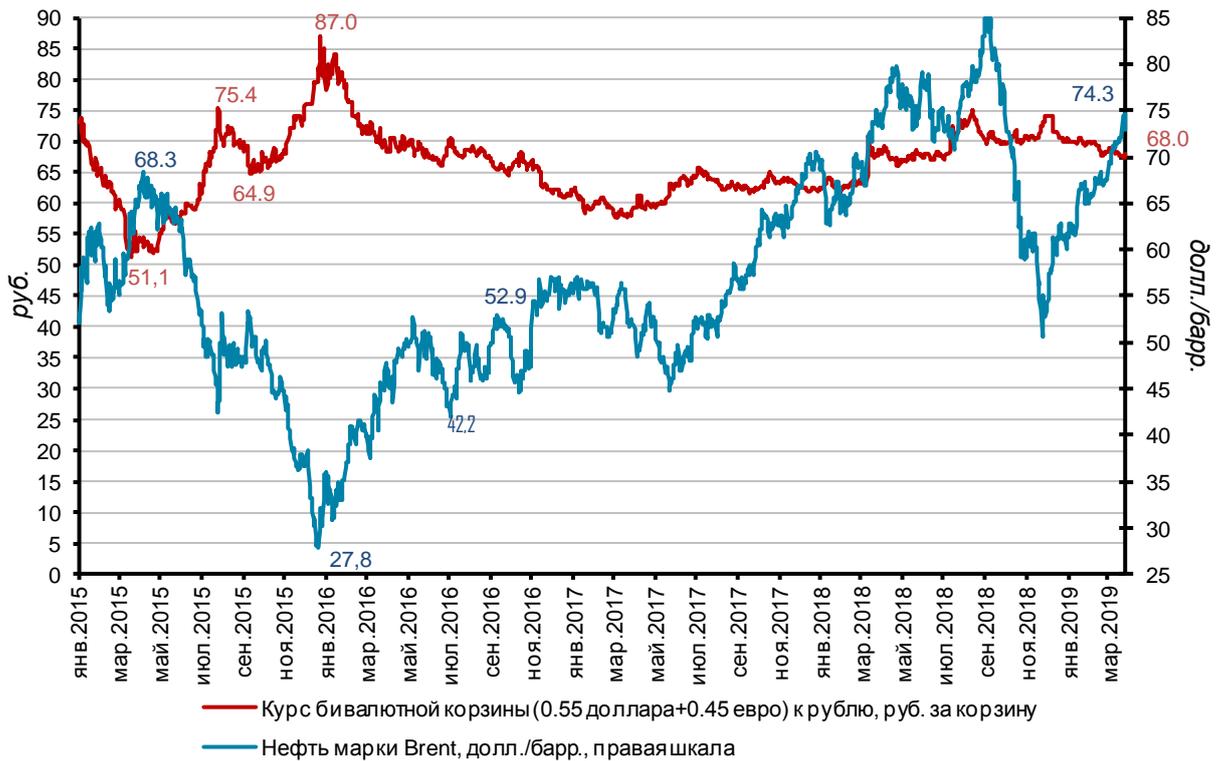
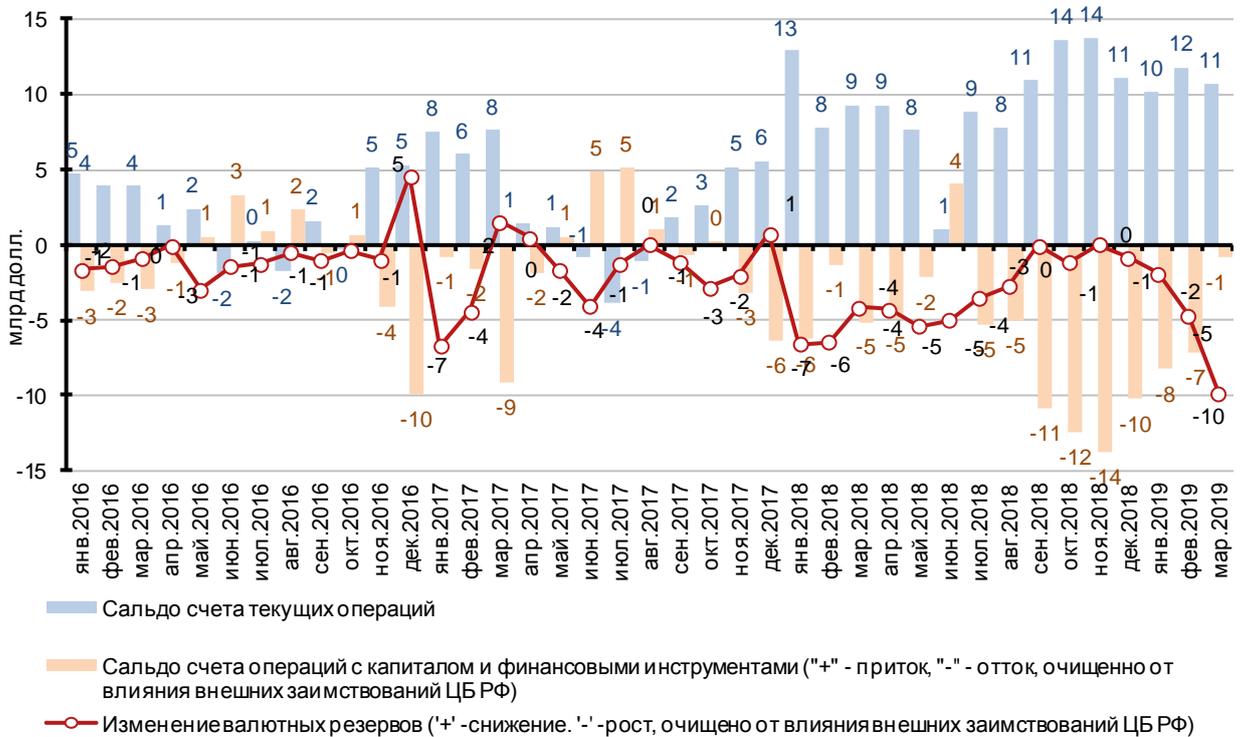


Рисунок 10. Основные позиции платёжного баланса России (млрд. долл., с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ)¹¹



¹¹ 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

11. Процентные ставки

Умеренное укрепление рубля, а также отсутствие разгона инфляции стимулировали Банк России прервать цикл повышений процентных ставок.

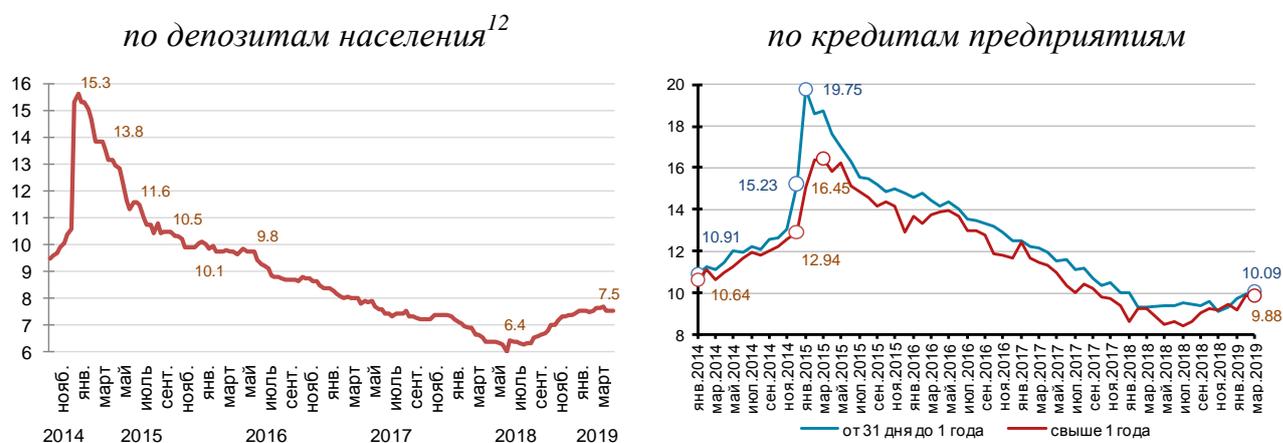
Уровень ключевой ставки Банка России остается неизменным с конца 2018 г. - 7.75% годовых.

При этом в своих комментариях по принятым решениям Банк России отмечает, что «текущие темпы прироста потребительских цен складываются несколько ниже прогноза» и возвращение инфляции на уровень целевого ориентира (4% в год) ожидается в первой половине 2020 г.

В последнем комментарии, сделанном по итогам заседания Совета директоров по вопросу процентной политики 26.04.2019, Банк России допустил переход к снижению ставки во втором полугодии 2019 г. (при условии развития ситуации в соответствии со своим базовым прогнозом).

Банки очень несмело реагируют на смягчившуюся риторику Банка России: началось небольшое снижение процентных ставок по банковским депозитам, однако ставки по выдаваемым кредитам пока стабилизировались на высоком уровне (см. Рисунок 11).

Рисунок 11. Процентные ставки по рублевым кредитам и депозитам (% годовых)



12. Кредитный рынок

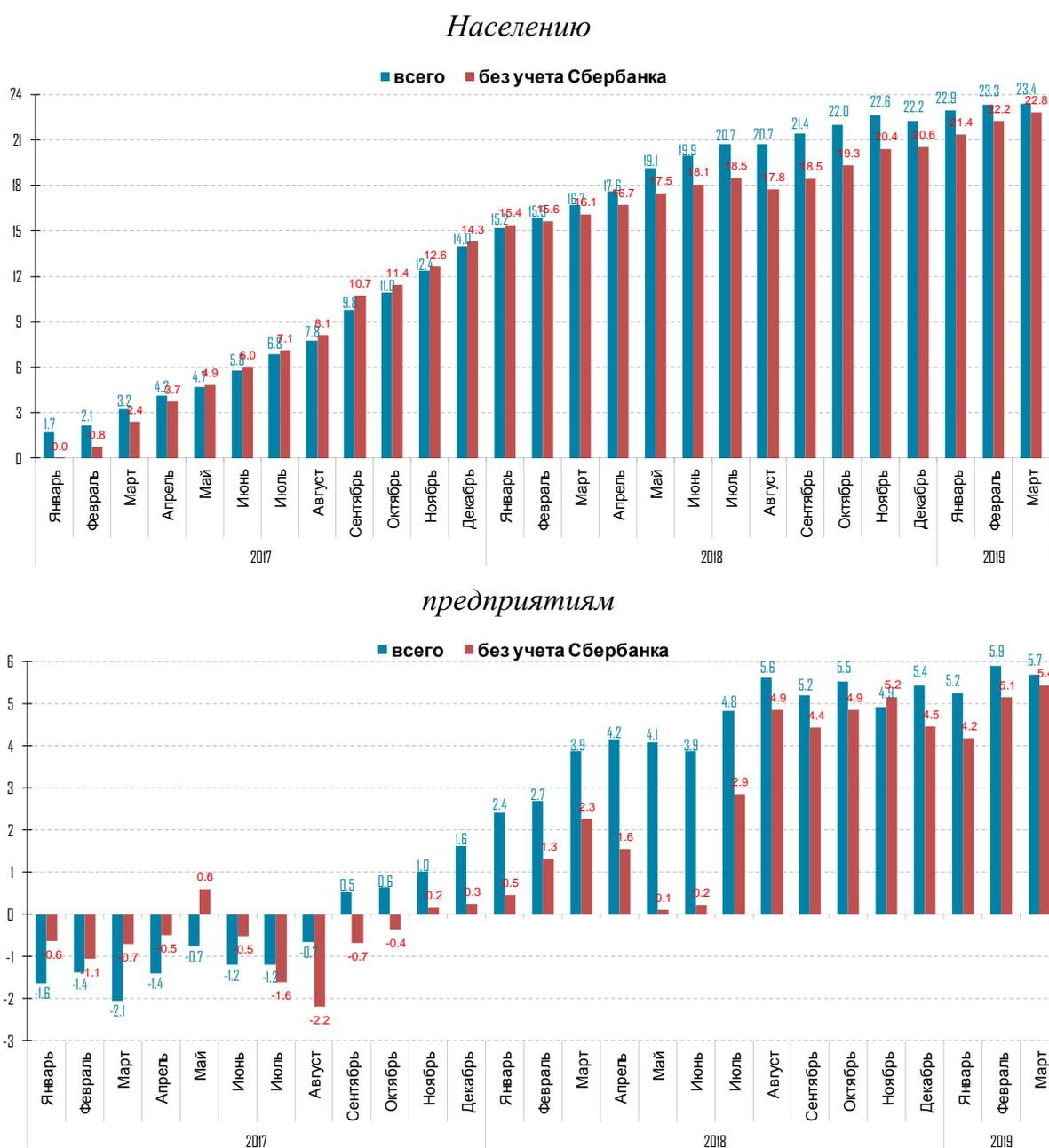
Под влиянием предшествующего (происходившего во втором полугодии 2018 г.) цикла повышения процентных ставок ускорение динамики кредитного рынка прекратилось.

Темпы расширения как розничного, так и корпоративного кредитного портфелей перестали расти. Правда, динамика кредитования населения

¹² Максимальная процентная ставка по депозитам населения в десяти банках, привлекающих наибольший объем депозитов

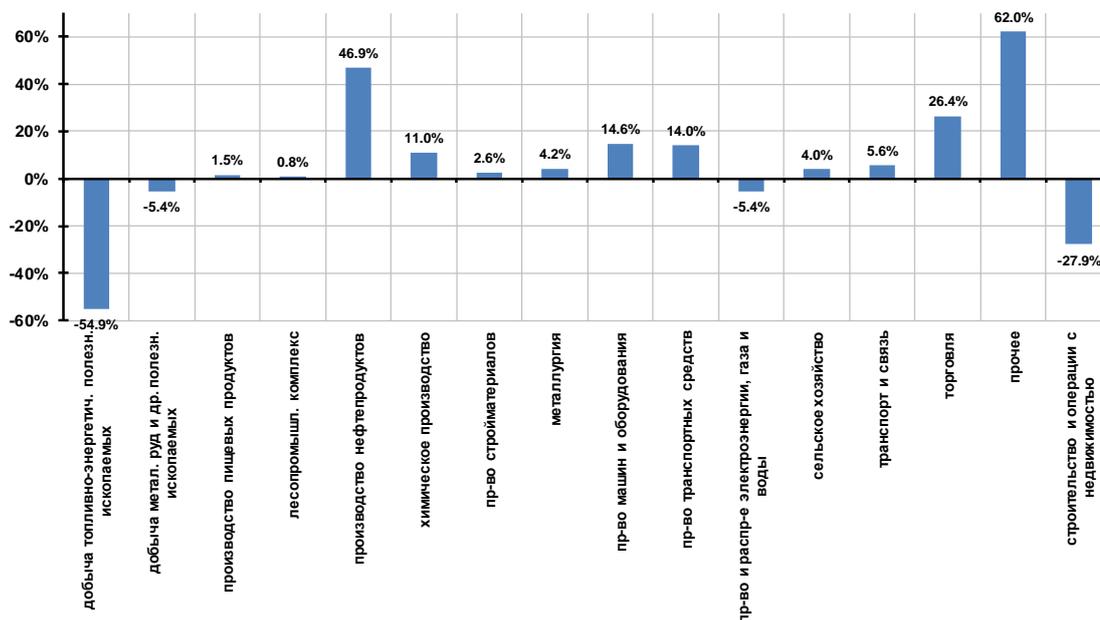
стабилизировалась на очень высоком уровне (+22-23% в годовом выражении), а динамика кредитования предприятий – на весьма скромном уровне (+5.5-6.0% в годовом выражении, см. Рисунок 12). Эта разница, вероятно, объясняется более высокой оценкой банками уровня рисков при кредитовании предприятий, чем при кредитовании населения.

Рисунок 12. Кредиты (с исключением валютной переоценки, к аналогичному периоду предшествующего года, %)



При этом с точки зрения отраслевой структуры расширение корпоративного кредитного портфеля банков происходит весьма неравномерно. По компаниям ряда отраслей происходит весьма интенсивный рост, сопоставимый с динамикой кредитования населения, по другим – не менее интенсивное сжатие (см. Рисунок 13)

Рисунок 13. Распределение совокупного прироста кредитного портфеля российских банков между различными отраслями (с 1.03.2018 по 1.03.2019, с исключением валютной переоценки)



13. Инфляция

Инфляция быстро снижается. В марте ее уровень составил 0.32%. За первые 8 дней апреля прироста цен вообще не было, за месяц – оценивается в 0.3-0.35% (индекс цен апрель к апрелю может составит порядка 5.2%). Это, вероятно, обусловлено жесткой монетарной политикой и стабилизацией обменного курса и, в целом, соответствует ситуации «околостагнационного оживления» российской экономики.

Необходимо отметить, что есть заметный потенциал скачка немонетарной инфляции на рынке бензина («отложенное удорожание» в условиях заморозки цен нефтяными компаниями) и хлеба.

Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления В. Сальников

Руководитель направления О. Солнцев

При участии:

Ведущий эксперт Галимов Д.И.