



Тринадцать тезисов об экономике: ноябрь 2019

Выпуск 10

30.11.2019 г.

1. Экономический рост: Slow-Up

Экономический рост за последние два квартала несколько ускорился. В целом, можно сказать, что из «глухой стагнации» российская экономика, по-видимому, вышла, - но вышла в неожиданно низкие темпы.

Во втором квартале темп роста ВВП составил 0.9%, в третьем – 1.7% (к соответствующему кварталу предшествующего года, сезонность устранена).

Обращают на себя внимания два обстоятельства.

С одной стороны, столь низкие темпы роста получены в условиях весьма благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. В текущем году среднегодовой уровень цен на нефть составит 63-64 долл. за баррель, причём в последние полгода он не опускался ниже 60 долл. за баррель.

Во-вторых, в последние полгода в худшую сторону переломилось отношение субъектов экономики к ситуации и перспективам российской экономики. Можно констатировать, что сложилось прочное недоверие субъектов экономики к росту. Оценки экономической ситуации менеджерами компаний уже уникально длительный промежуток времени находятся в отрицательной области, оценки ситуации населением – хоть и улучшаются, но пока из отрицательной области не вышли.

В итоге, картина Slow-Up (и не только в смысле арифметического «замедления», но и «выдыхания» роста) выглядит, к сожалению, законченной и гармоничной: «стоят» или медленно растут все основные компоненты конечного спроса – потребление населения, инвестиции и экспорт (см. раздел

3). При этом необычно низкий уровень инфляции - скорее, не позитивная, а негативная характеристика: он свидетельствует о низком спросе в российской экономике.

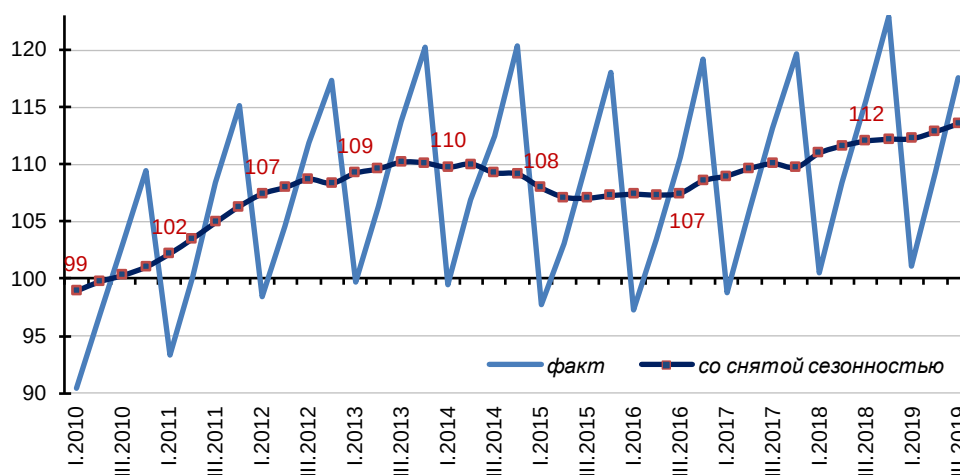
Отметим, что несмотря на событийные отклонения, на этой траектории – медленный, но устойчивый, даже в самой своей медлительности, рост наблюдается уже три года, с третьего квартала 2016 г. (после окончания активной фазы «войны санкций» и начала роста цен на нефть, см. график 1).

В реальном секторе (точнее, в промышленности) рост сосредоточен всего в нескольких секторах: добыче природных ресурсов (прежде всего, углеводородов), химико-лесном комплексе, а также в пищевой промышленности (здесь - итог сочетания довольно успешного импортозамещения в отрасли и высокого урожая текущего года). При этом рост в инвестиционных отраслях минимален; в целом, они тормозят всю «машину роста» российской экономики.

Подобная утяжеленная структура растущих и стагнирующих отраслей сформировалась вовсе не в 2019 г. – ей уже несколько лет, как и самой ситуации “Slow up”.

В этой связи заявленный курс государства на интенсификацию развития означает не только попытку немного нарастить арифметические темпы роста, но и постановку задачи на перелом тренда и формирование новых отраслевых центров роста.

График 1 - ВВП России (2010=100%)



В текущем году темпы прироста ВВП составят порядка 1-1.3% (в основном, из-за заминки в первом полугодии, после которой рост вернулся на обычный для нашей экономики тренд). В последующем они, по тренду, ускорятся до 1.2-1.5%; более интенсивный подъём, вплоть до 1.7-2.0% может быть связан с активной стимулирующей политикой государства (включая реализацию инвестиционных проектов).

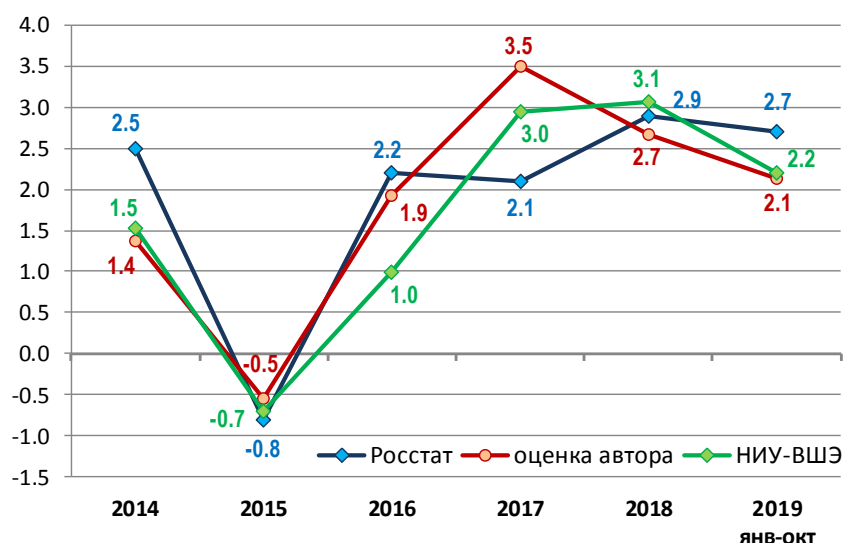
2. Ситуация в промышленности

Рост в промышленности продолжается. Однако его интенсивность по оценкам разных организаций заметно варьируется. Так, по итогам января-октября 2019 г. темп роста выпуска составил: по данным Росстата – 102.7%, по оценкам НИУ ВШЭ – 102.2%, ЦМАКП – 102.1%.¹ Тем не менее, даже наша – минимальная – оценка свидетельствует о явном сохранении позитивного тренда. При этом тенденция роста сохраняется (хотя интенсивность этого роста остается достаточно слабой) на протяжении последних четырех лет.

Одновременно, сохраняется разброс – уже на качественном уровне – оценок изменения этой интенсивности (согласно Росстату, в последние два года интенсивность роста несколько возросла, в то время как по оценкам ЦМАКП – явно ослабла (график 2)).

¹ Такая «вилка» в отношении не прогнозной оценки, а фактического значения одного из важнейших макроэкономических показателей может показаться неприемлемо широкой, но, тем не менее, это реальность, с которой приходится иметь дело.

График 2 - Годовые индексы физического объема промышленного производства по оценкам разных организаций (темпы прироста, %)



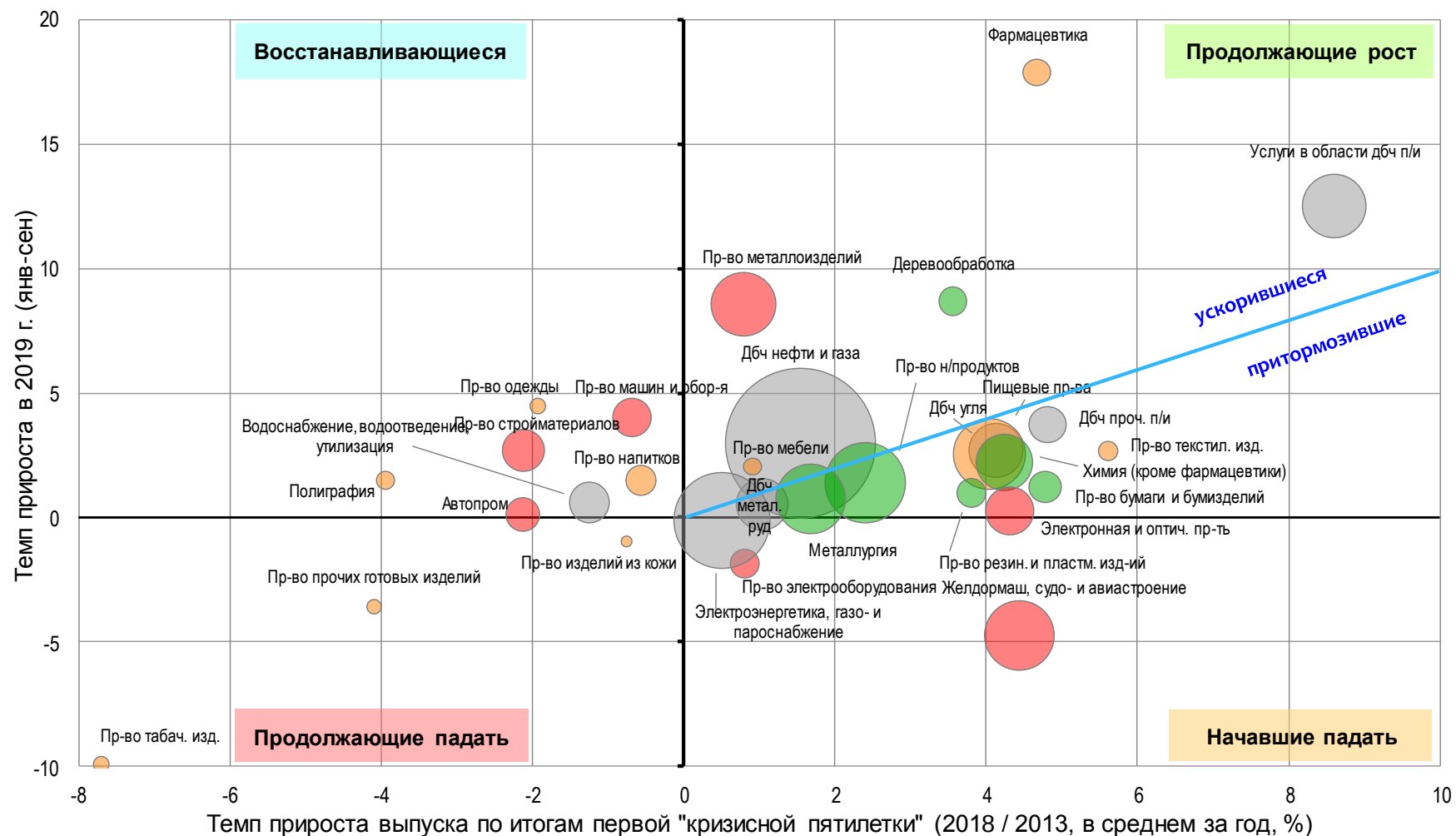
Методологический комментарий. Следует обратить внимание, что отмеченное расхождение в оценках промышленного производства не является каким-то из ряда вон выходящим феноменом. Скорее, в последние время, можно говорить о нарастающем внимании к качеству российской статистики – интересная тема, требующая отдельного рассмотрения). Здесь же следует лишь подчеркнуть, что мы не усматриваем никакого явного и грубого смещения оценок в официальной статистике (по крайней мере, в части промышленного производства). Такого рода расхождение – явление во многом «нормальное», наблюдавшееся все последние годы, хотя, безусловно, сам масштаб расхождений достаточно велик. В общем случае главными причинами низкой точности индекса, проявляющегося как разброс оценок, являются: а) низкое качество данных в первичной отчетности предприятий, б) система противоречивых и явно завышенных требований к Росстату с точки зрения широты и частотности охвата наблюдением целого ряда явлений.² В 2019 г., наше расхождение с Росстатом в оценке динамики

² Попытка выполнения этих требований приводит к распылению ресурсов и падению качества. Например: требование ежемесячной оценки промышленного производства на уровне субъектов РФ на основе мониторинга товаров-представителей с оценкой до полного круга предприятий – требование явно неадекватное с точки зрения выделенных на это ресурсов и соответствия решаемой при этом управленческой задаче (если под решаемой задачей понимать мониторинг тренда изменения экономической ситуации в регионе).

производства связано, преимущественно, с различными представлениям об интенсивности роста в отдельных сегментах машиностроения, а также химических и пищевых производств. По отдельным видам продукции нами были устранены несколько идиосинкратических шоков, идентифицированных нами как ошибки в отчетности предприятий.

Весьма примечательно, что в 2019 г. «отраслевая структура» роста кардинально не изменилась. Можно утверждать, что механизм роста – с точки зрения состава факторов и основных драйверов роста – остался прежним, лишь количественно меняется вклад отдельных факторов. Это проявилось в том, что «костяк» растущих секторов изменился в 2019 г. очень слабо. Фактически прирост выпуска был обеспечен практически тем же составом секторов, что и в предшествующие несколько лет (график 3). Новым феноменом стало лишь замедление интенсивности роста в широком числе секторов.

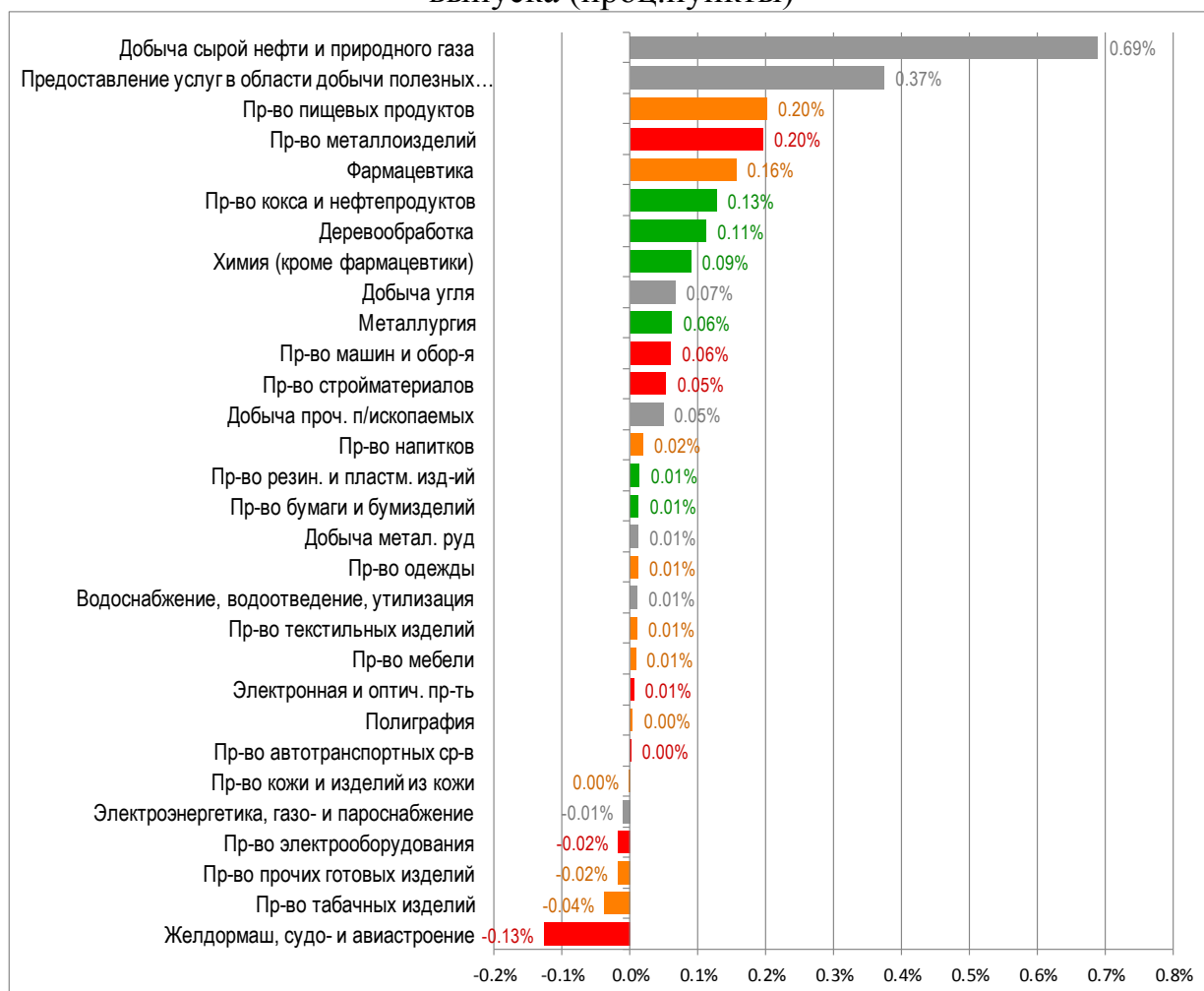
График 3 - Динамика производства в 2019 г. на фоне предшествующей пятилетки по основным видам деятельности
(оценка по данным Росстата)



Драйвером роста остается добыча полезных ископаемых, где отмечается наращивание производства. В 2019 г. 1.1 проц. п. был обеспечен одним лишь увеличением добычи углеводородов (общий вклад вместе с другими видами полезных ископаемых – 1.2 проц. п.). К другим устойчиво растущим и значимым секторам относятся: химический комплекс (вместе с фармацевтикой и производством готовых изделий вклад составил 0.26 проц. п) и пищевые производства (вместе с производством напитков вклад – 0.22 проц. п). Эти три комплекса суммарно обеспечили около 3/4 всего прироста общепромышленного выпуска. Если к ним добавить производство нефтепродуктов и неожиданно «выстрелившее» производство металлоизделий, то это объяснит практически весь прирост промышленного выпуска в 2019 г. (график 4).

Из значимых же «неудач» года следует отметить лишь производство «прочих транспортных средств» (куда входит желдормаш, судостроение и производство военной техники). К сожалению, подробный анализ именно этого сегмента – особенно до окончания года – ограничен из-за закрытости прямой статистической отчетности по этой группе.

График 4 - Вклады видов деятельности в общепромышленный прирост выпуска (проц.пункты)



3. Арифметика роста

Низкие темпы роста имеет в своей основе структурные параметры – чрезмерно узкую его базу, основывающуюся лишь на расширении потребительского спроса. Судя по данным за второй квартал (в третьем оценить вклады отдельных факторов пока нельзя), в основе роста лежит почти исключительно расширение потребления населения (1.4 проц. п. прироста ВВП «при прочих равных условиях») и прирост запасов на предприятиях (0.5 проц. п.), отчасти связанный с ростом запасов сельскохозяйственной продукции нового, необычно высокого, урожая. При этом вклад валового накопления основного капитала – околонулевой (см. раздел 4), а экспорта – вообще отрицательный (-1.5 проц. п. прироста ВВП!); правда, в последнем случае во

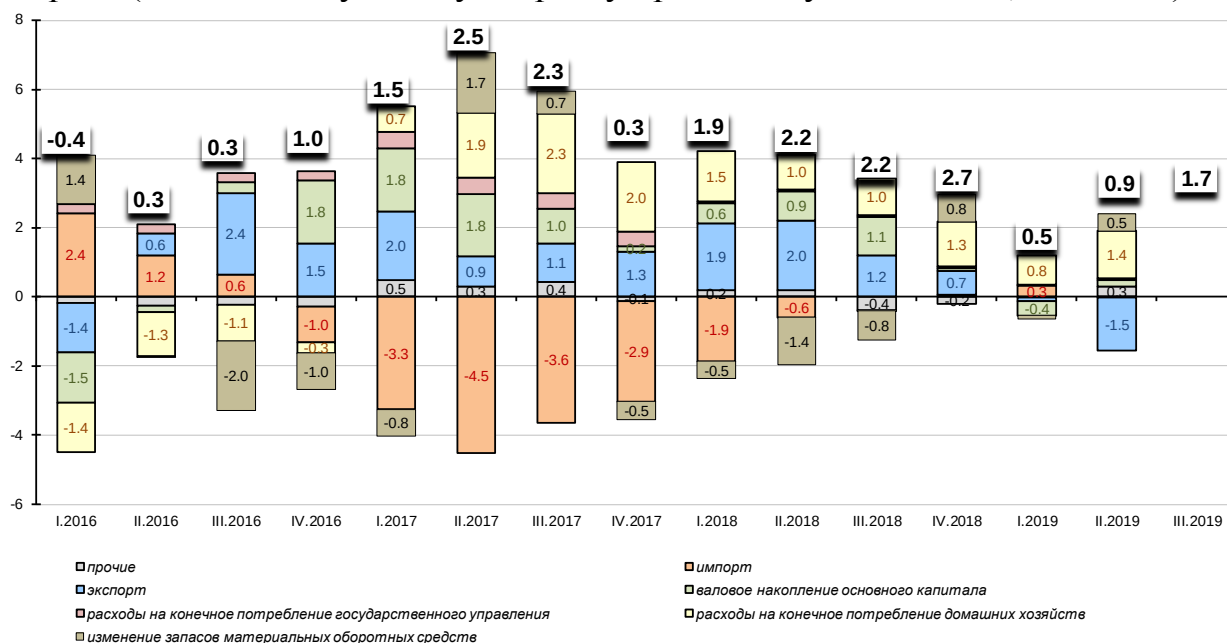
втором квартале сложились несколько сугубо временных факторов – и сейчас экспорт товаров, в целом, растёт (см. раздел 10).

Проблема заключается в том, что динамика потребления населения (см. раздел 8) – в силу ограниченности возможности дальнейшей кредитной экспансии – вероятно, тоже будет ограничена. Поэтому и вклад потребления домохозяйств, скорее, снизится до прошлогоднего 1 проц. п.

При этом признаков существенного ускорения инвестиционного процесса сейчас не просматривается; поэтому вклад накопления основного капитала едва ли будет возрастать.

В целом, можно ожидать, что прирост ВВП в третьем квартале в 1.7% сформирован, в значительной мере, за счёт расширения экспорта товаров и прироста запасов (график 5).

График 5 - Вклады компонентов использованного ВВП³ в экономический рост (к соответствующему кварталу предшествующего года, % к ВВП)



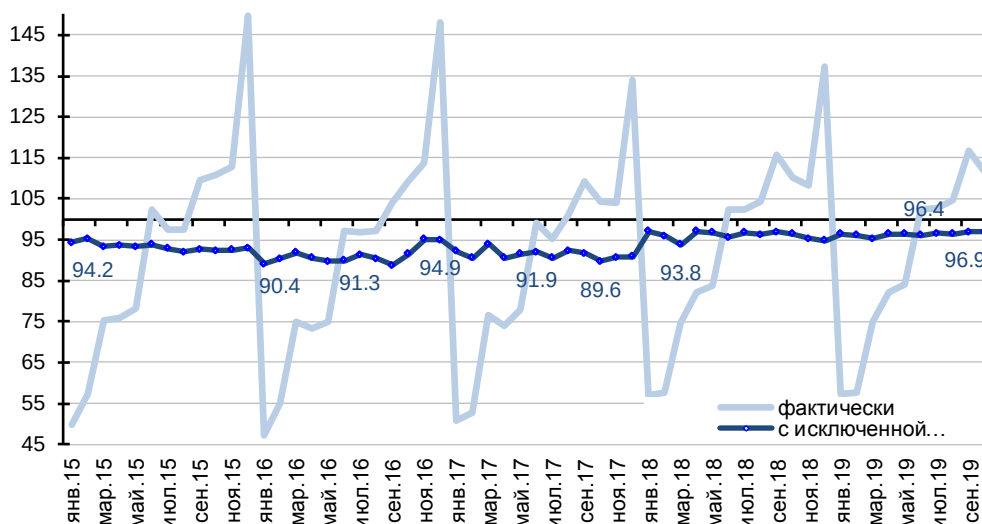
³ Прочие факторы: конечное потребление НКООДХ, невязка

4. Инвестиционная активность

Инвестиции в основной капитал в российской экономике растут медленно (первый квартал: -0.1% к предшеств. кварталу, второй: +0.6%, третий: +1.0%, сезонность устранена).

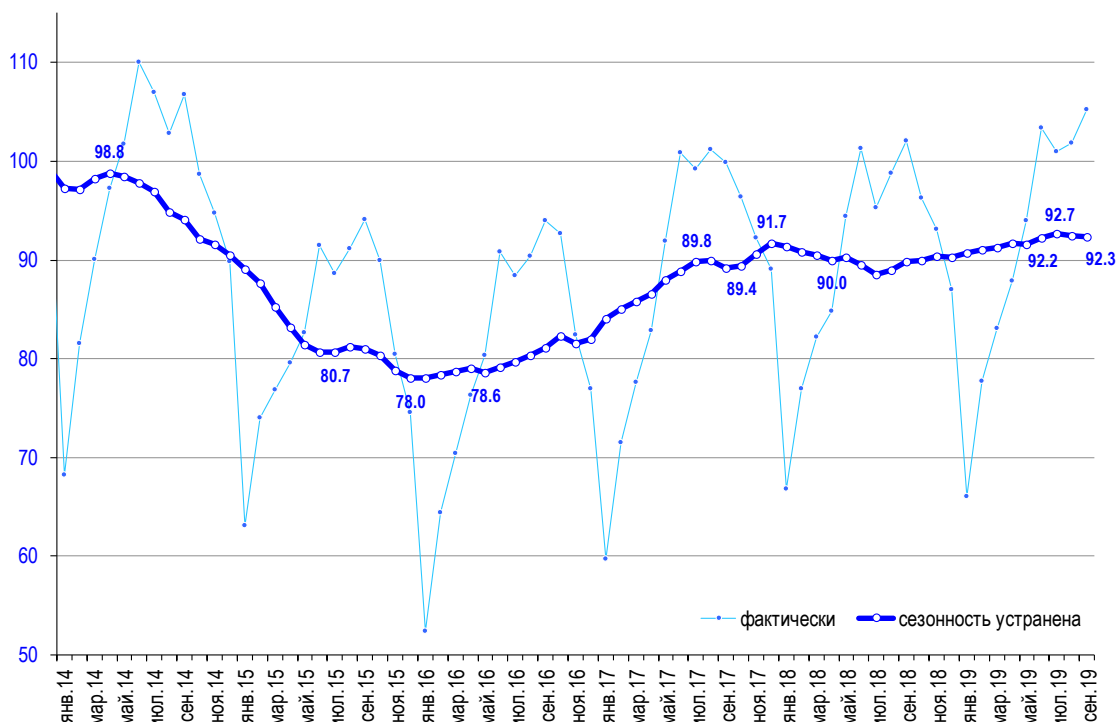
Динамика строительных работ – как и самих инвестиций – на грани весьма умеренного роста (скорее стагнации). Сочетание сложной финансовой ситуации и изменений в сфере регулирования в отрасли привели к чрезвычайной шаткости оживления (+0.3% в среднем за месяц во втором квартале, +0.5% в июле, -0.1% в августе, +0.5% в сентябре, -0.1% в октябре; действие сезонного фактора устранено, график 6).

График 6 - Динамика выпуска в строительстве
(% к среднемесячному значению 2012 г.)



К концу третьего квартала объем предложения инвестиционных товаров оставался на уровне трёхмесячной давности (сезонность устранена, график 7).

График 7 - Индекс инвестиционной активности
(индекс авторов работы) (предложение инвестиционных товаров,
среднемесячное значение 2013 г. = 100)



По отдельным компонентам индекса наблюдались вялые разнонаправленные тенденции. Едва заметное снижение импорта машин и оборудования сочетается со слабым ростом производства машин и оборудования при стагнации производства базовых стройматериалов (в соответствии с графиками 8-11).

По итогам января-сентября общий объем предложения инвестиционных товаров оценивается в 102% к уровню годовой давности, в том числе импорта машин и оборудования – 98%, отечественных машин и оборудования – в 101%, базовых стройматериалов – в 104%

В целом за 2009 г. мы ожидаем прироста инвестиций в масштабах 1.0-1.3%, в 2020 г. – 1.1-1.4% (что соответствует тренду) или 3.2-3.5% (при успехе стимулирующей политики).

График 8 - Импорт машин и оборудования (оценки ЦМАКП, среднемесячный уровень 2013 г.=100)

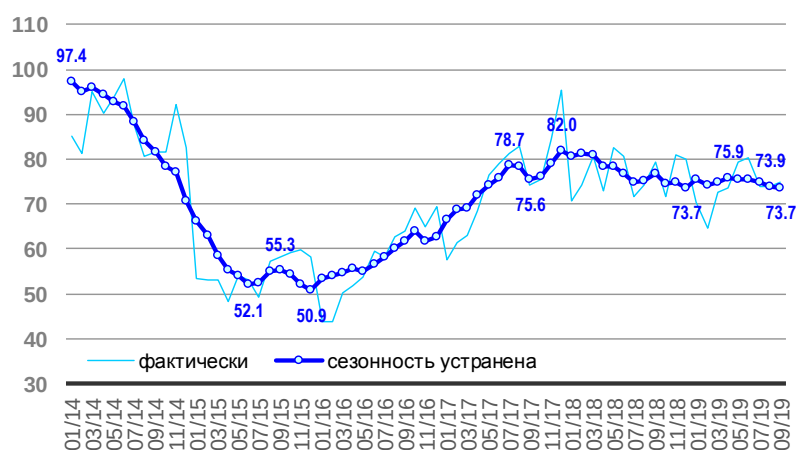


График 9 - Производство машин и оборудования для внутреннего рынка (оценки ЦМАКП, среднемесячный уровень 2013 г.=100)

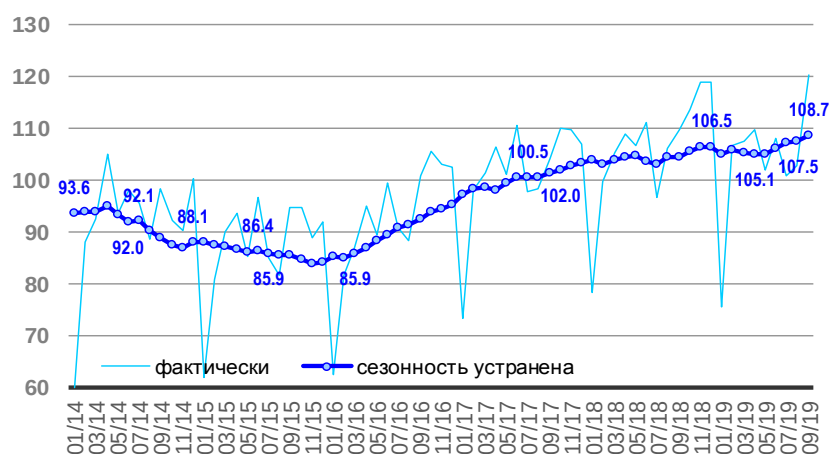


График 10 - Предложение (производство + чистый импорт) стройматериалов (оценки ЦМАКП, среднемесячный уровень 2013 г.=100)

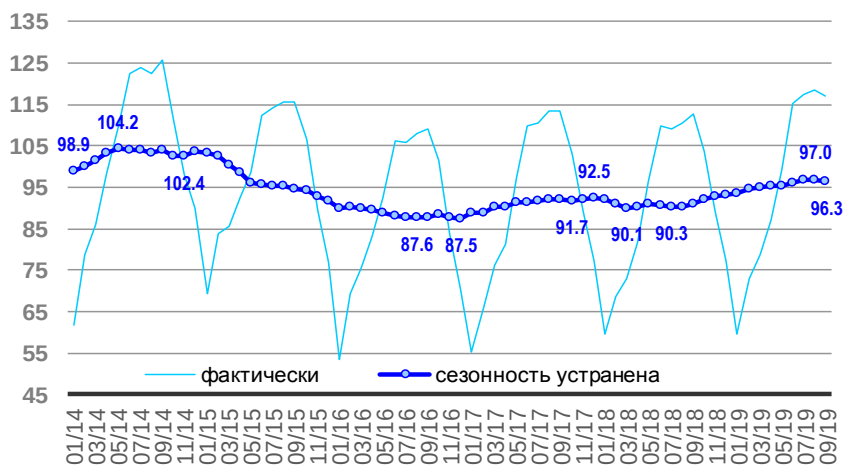
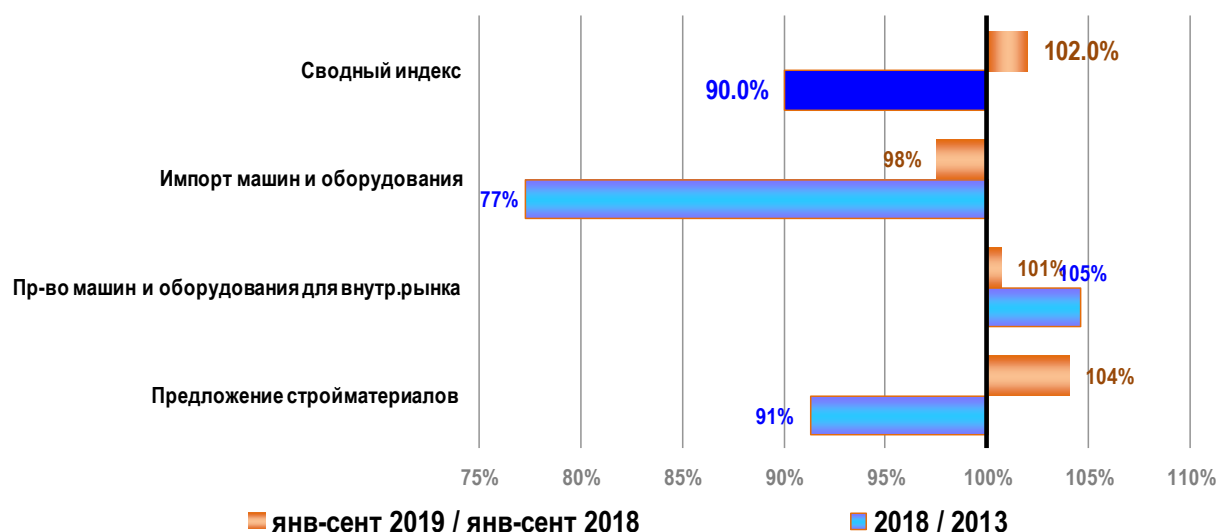


График 11 - Индексы инвестиционной активности в 2018 г.
(январь-октябрь 2018 г. в % к среднемесячному уровню 2013 и 2017 гг.,
сезонность устранена)



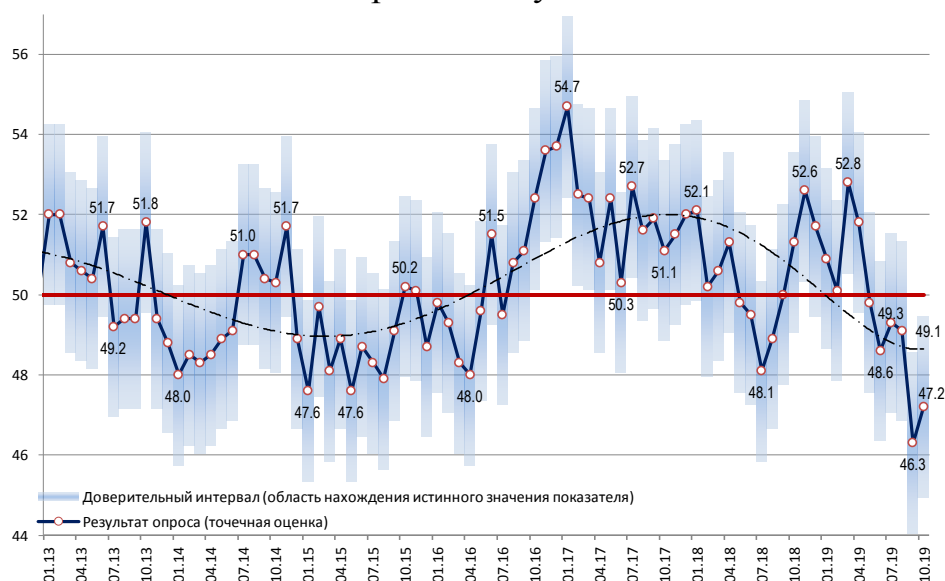
5. Ожидания менеджмента компаний и населения

Одним из самых неблагоприятных факторов сложившейся ситуации выступает необычно длительный и затяжной – уже пять месяцев подряд – «провал» в отрицательную (PMI⁴ ниже 50% - причем, надежный, - в размере всего доверительного интервала, график 12) область самооценок менеджеров компаний. Очевидно, имеет место негативный «перелет оценок» – столь же малообоснованный, сколь и оптимизм, наблюдавшийся в начале года.

Отметим, что если конъюнктурное оживление в мировой экономике сменится новой кризисной волной, негативный фон оценок менеджментом может стать самостоятельным кризисным фактором.

⁴ Индекс Markit PMI® Обрабатывающих отраслей России PMI, разрабатывается исследовательской компанией IHS Markit Ltd

График 12 - Индекс менеджеров по закупкам PMI компании Markit (%)



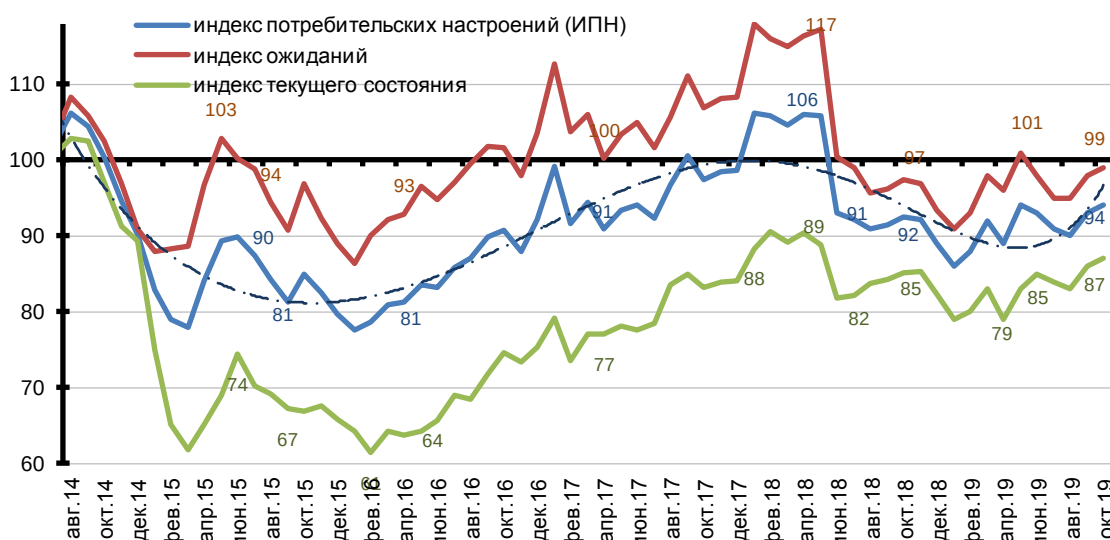
Скорее всего, в основе таких оценок лежит сочетание самого «привыкания» к условиям кризиса и разочарования в излишне стабилизационной, не дающей пока значимого эффекта для экономического роста, политике государства.

Самоощущение населения, наоборот, медленно улучшается.

После «провала» летом прошлого года, на волне новостей о пенсионной реформе (и о стагнации в экономике и в сфере благосостояния) индекс потребительских настроений⁵ стал постепенно расти, хотя и немного не дотянул пока до границы баланса отрицательных и положительных оценок (100%, график 13).

⁵ Индекс потребительских настроений, ООО «инФОМ» и ЦБ РФ

График 13 - Индекс потребительских настроений
и два частных субиндекса (пункты)

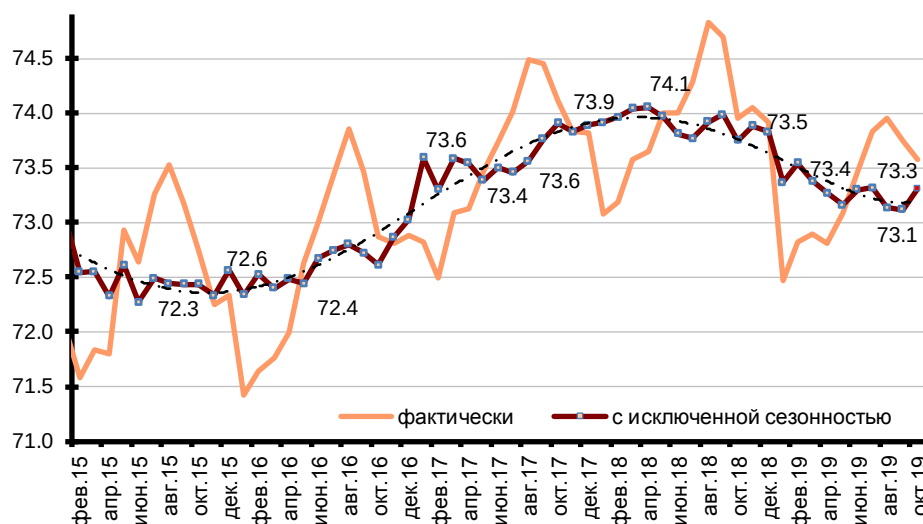


6. Сфера труда и занятости

Ухудшение оценок ситуации менеджерами компаний спроецировалось на рынок труда и, соответственно, сферу занятости.

Как отмечалось ранее, спрос на рабочие места в российской экономике довольно заметно и устойчиво падает, что и означает «адаптацию компаний к кризису» (график 14). Этот процесс происходит на фоне стабилизации безработицы – и, соответственно, в основном за счёт снижения числа вакансий.

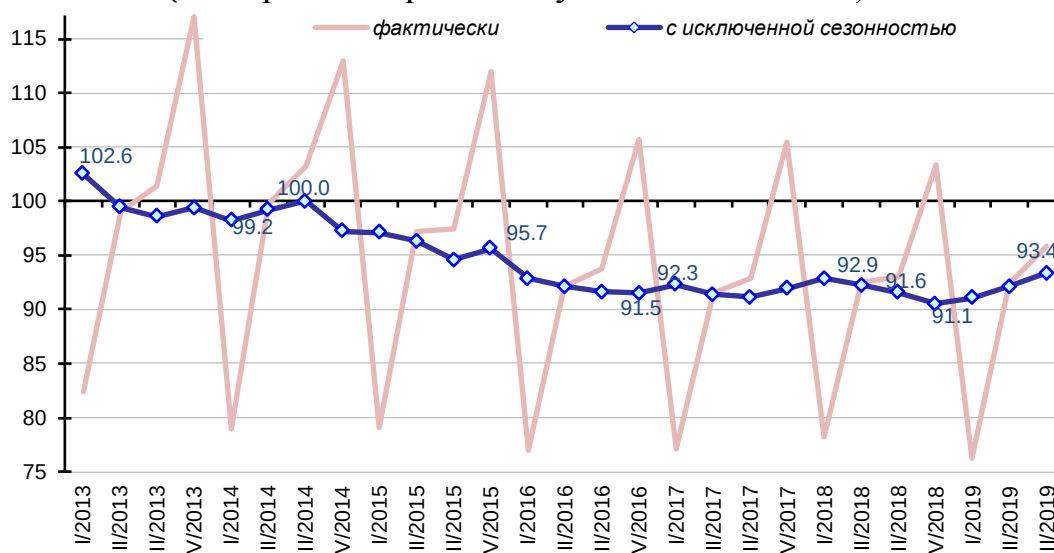
График 14 - Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике
(численность занятых + вакансии), млн. чел.



7. Реальные доходы, потребительское поведение

Формально, реальные располагаемые доходы (с учётом перехода Росстата к новой методологии их вычисления) в последнее время стали довольно быстро расти (третий квартал: +1.3%, действие сезонного фактора устранено; график 15). Однако оснований полагать, что благосостояние населения действительно улучшается, вероятно, нет. Это не подтверждается динамикой косвенных индикаторов – ни динамикой реальной оплаты труда, ни потребления населения (см. раздел 8).

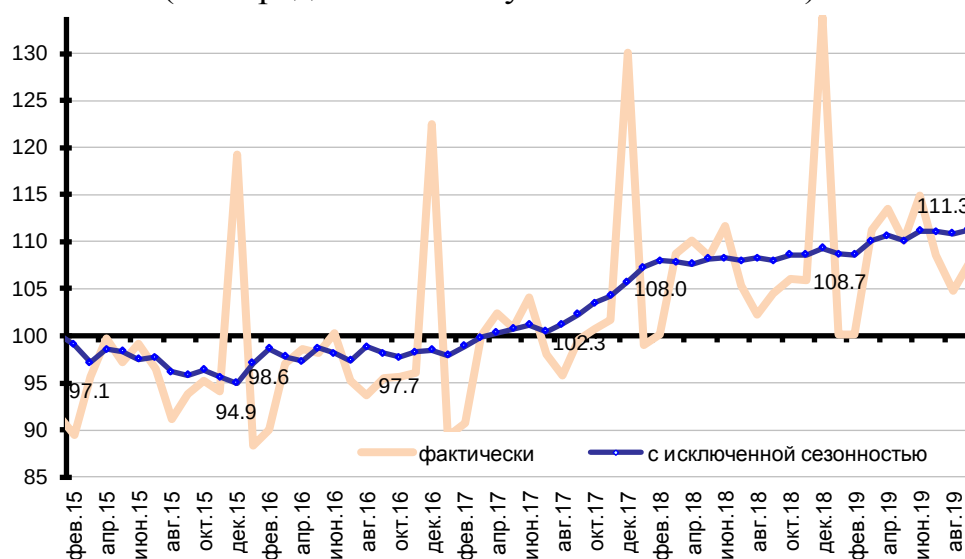
График 15 - Реальные располагаемые доходы населения⁶
(% к среднеквартальному значению 2013 г.)



Динамика реальной заработной платы хорошо «ложится» на общую картину стагнации в экономике. Её прирост в третьем квартале был околонулевым (в том числе: -0.1% в июле, -0.2% в августе, +0.4% в сентябре, действие сезонного фактора устранено; график 16).

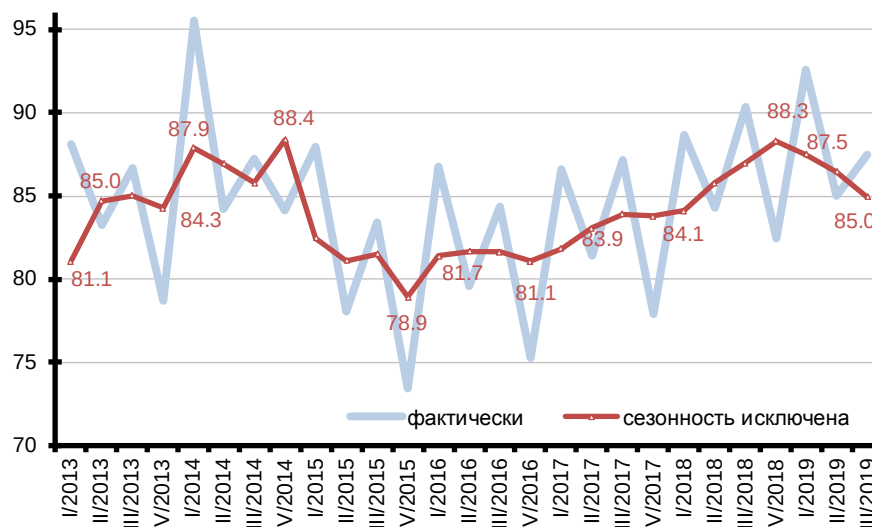
⁶ Росстат изменил методологию расчета денежных доходов населения. Динамика реальных располагаемых доходов населения представлена согласно новой методологии 2014 г.

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



На этом фоне наметился явный перелом в сберегательном и потребительском поведении населения. Норма сбережения во вкладах в третьем квартале возрастала, прирост задолженности по кредитам физлицам затормозился, норма потребления устойчиво снижалась (график 17).

График 17 - Норма потребления
(% к располагаемым доходам, по кварталам)



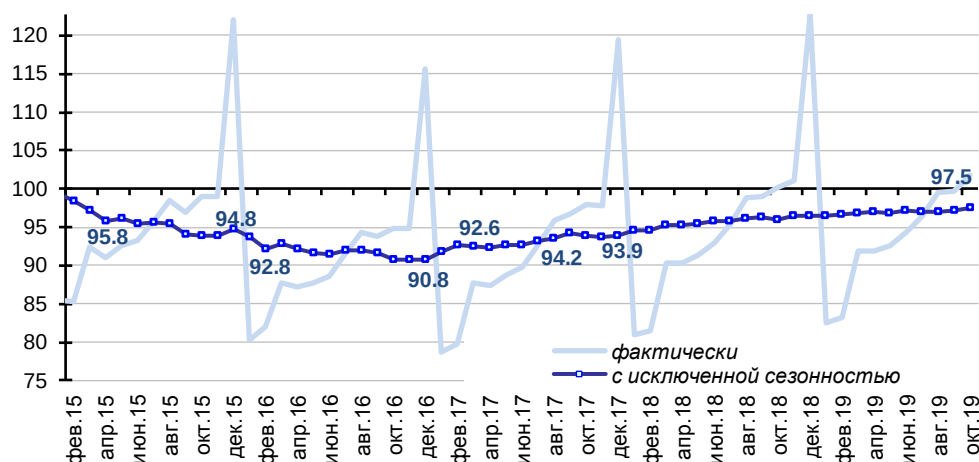
Отметим, что снижение ключевой ставки Банка России вполне может развернуть тренд, стимулируя покупки непродовольственных товаров и, отчасти, услуг.

8. Потребление населения

Наблюдается слабый рост товарооборота (август и сентябрь: по +0.1%, октябрь: +0.4%, действие сезонного фактора устранено, график 18).

При этом, продажи продовольствия (несмотря на высокий урожай и, соответственно, очень умеренную динамику цен на продукты питания) скорее снижаются, непродовольственных – медленно, но устойчиво растут. Такая картина, в условиях нестабильности доходов населения, вероятно, свидетельствует о негативных социальных сдвигах – усилении расслоения населения по благосостоянию.

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



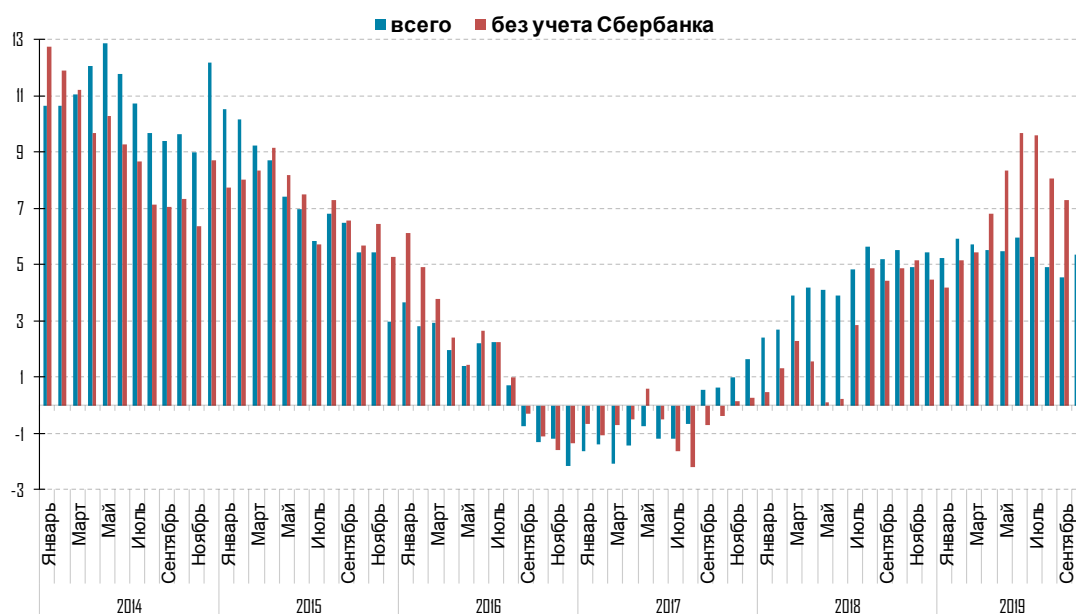
Косвенным оперативным индикатором состояния потребительского рынка и потребительских настроений являются продажи легковых автомобилей. Следует отметить, что довольно устойчиво падают продажи отечественных автомобилей и иномарок среднего класса. В то же время, наблюдается заметный рост продаж «инвестиционных машин» - дорогих легковых иномарок и легких коммерческих автомобилей; возможно, это предвестник намечающегося оживления инвестиций.

9. Кредитование

Переход к смягчению процентной политики Банка России пока не успел оказать значимого воздействия на динамику кредитного рынка.

Правда, в октябре годовые (к аналогичному периоду предшествующего года) темпы прироста банковского портфеля кредитов предприятиям перестали снижаться. Однако это результат только одного месяца, и о формировании новой позитивной тенденции пока говорить преждевременно (график 19).

График 19 - Темп прироста банковского портфеля кредитов предприятиям (к аналогичному периоду предшествующего года, с исключением влияния фактора валютной переоценки, %)



Что касается портфеля банковских кредитов населению, то здесь продолжается замедление динамики. Темп прироста портфеля кредитов населению к аналогичному периоду прошлого года в октябре составил +19.7%, что на 1.0 проц. п. ниже, чем в сентябре, и на 3.0 проц. п. ниже, чем в июне (график 20).

График 20 - Темп прироста банковского портфеля кредитов населению
(к аналогичному периоду предшествующего года, с исключением влияния фактора валютной переоценки, %)

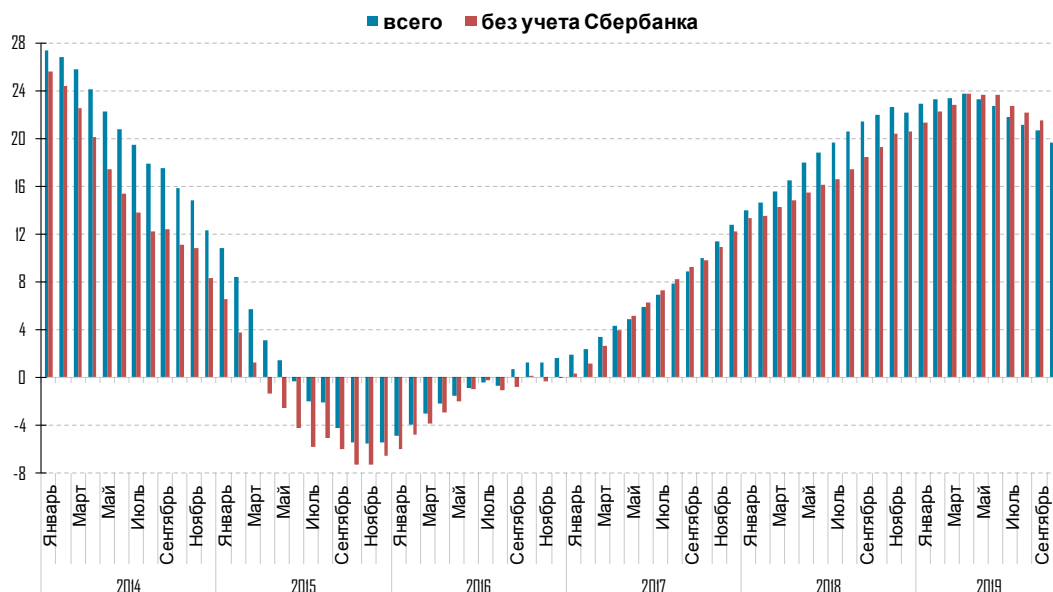
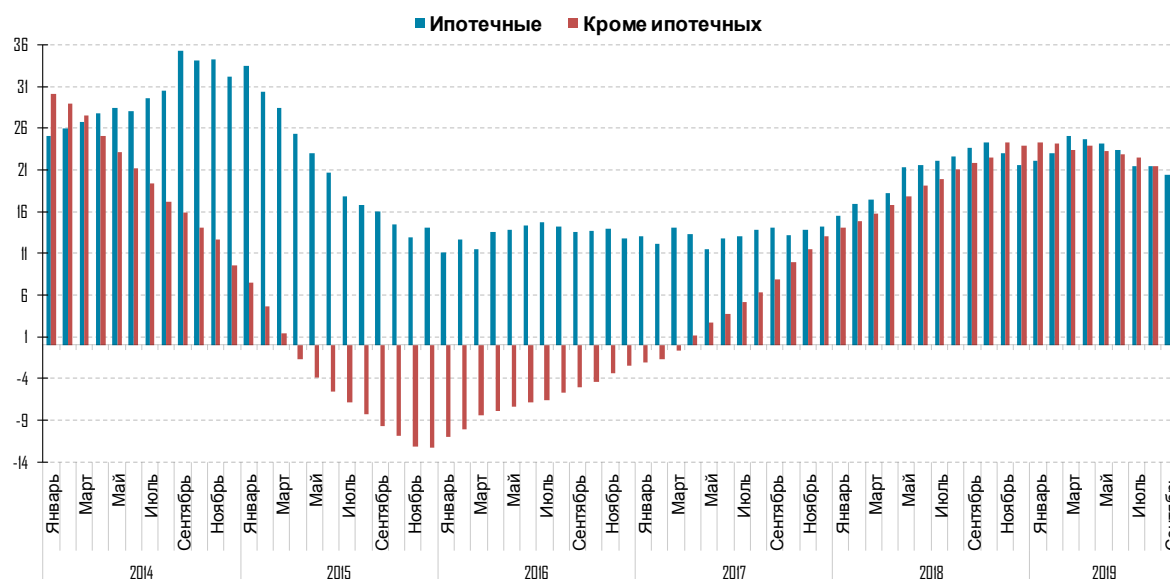


График 21 - Темп прироста портфеля ипотечных ссуд и других видов кредитов населению (к аналогичному периоду предшествующего года, с исключением влияния фактора валютной переоценки, %)



10. Экспорт: «техническая стабилизация» или поворот к росту?

В III квартале 2019 г. (по данным ФТС) прекратилось снижение физических объемов экспорта, но пока фиксируется скорее «технический отскок», нежели начало устойчивого роста (График 22). В то же время, спектр растущих позиций по экспорту — очень невелик. Это, в первую очередь, интенсивно расширяющийся вывоз нефти и газа⁸. Кроме того, продолжается увеличение экспорта химической продукции. С другой стороны, экспорт инвестиционных товаров — черных металлов и машин и оборудования — быстро падает.

⁸ Заметим, что существует риск нарастания проблем с вывозом газа (сейчас стабилизировался его экспорт; дополнительные факторы - теплая погода в Европе, заполненность подземных газохранилищ в Европе и на Украине, неясные перспективы «газовой сделки» в условиях сохраняющегося давления США).

График 22 - Экспорт товаров в 2012-2019 гг. (в сопоставимых ценах, к среднему уровню 2012 г., с устраненной сезонностью)



Источник: рассчитано автором по данным ФТС России.

С одной стороны, наблюдается тенденция расширения физических объемов экспорта (2%, квартал к предшествующему кварталу, сезонность устранена), его объемы значительно возросли впервые с середины 2018 г. Такой «технический отскок» экспорта как минимум на две трети связан с ростом вывоза топливно-энергетических ресурсов после восстановления поставок по нефтепроводу «Дружба» и началом экспорта агропромышленной продукции нового высокого урожая⁹ (Таблица 1), в деревообработке отмечено даже ускорение вывоза продукции.

С другой стороны, условия торговли в III квартале снова ухудшились (в результате очередного «цикла» падения мировых цен на нефть, алюминий и медь): несмотря на рост физических объемов экспорта, стоимостные объемы сократились по отношению к и так невысокому уровню II квартала. В таких условиях стимулы к наращиванию экспорта ослабляются, что может отрицательно повлиять на его перспективы.

⁹ По информации Минсельхоза России на 25.11.2019, в течение года намолочено 125,8 млн. тонн зерна (для сравнения, в 2018 г. – 116,1 млн. тонн).

Таблица 1 - Вклад отраслевых комплексов в прирост экспорта в 2019 г. (в сопоставимых ценах)

Товарная группировка	Вклад в изменение экспорта, сентябрь 2019 г. к июню 2019 г.*		Доля в экспорте в 2019 г. (%)
	(млн. долл.)	(%)**	
Добыча и нефтепереработка	663	59.2	69.6
Металлургия	-41	-78.7	9.7
Агропромышленный комплекс	93	8.3	5.1
Химический комплекс	303	27.1	7.8
Машиностроение	20	1.8	4.2
Лесопромышленный комплекс	40	3.6	2.6
Прочие отрасли	-11	-21.3	0.8

* Оценка с устранением сезонного фактора

** Раздельно указан вклад в прирост и сокращение экспорта

Примечание - рассчитано автором раздела по данным ФТС России.

В металлургии – многолетней «зоне риска» российского экспорта – напротив, затягивается спад, однако его структурные причины изменились. Снижение экспорта в первой половине года в значительной степени было вызвано коррекцией в черной металлургии (после больших поставок труб для газопроводов в 2018 г.) и снижением спроса со стороны Турции и Германии. В III квартале сектор «тянула на дно», прежде всего, цветная металлургия (поставки никеля резко упали на фоне взлетевших мировых цен: основные импортеры стали откладывать спрос).

По остальным товарам наблюдается стабилизация или даже спад (машины и оборудование).

Физические объемы *импорта товаров*, медленно, но неуклонно, растут (в постоянных ценах; сезонность исключена). Расширяется ввоз «прочих товаров», за которым стоит, в значительной мере, импорт сырья, комплектующих и материалов для продукции, производимой в режиме «промышленной сборки». При этом ввоз потребительских товаров растёт очень медленно, а инвестиционных, по понятным причинам – снижается.

11. Платежный баланс и валютный рынок

Несмотря на умеренный уровень экспортных цен и новые санкции, платёжный баланс России и обменный курс рубля в целом сохраняют устойчивость.

В третьем квартале 2019 г. величина сальдо по текущим операциям составила 13 млрд. долл. – это более чем вдвое ниже уровня аналогичного периода 2018 г. (27 млрд. долл.). Сокращение обусловлено двумя причинами: во-первых, более низким, чем в прошлом году, уровнем цен экспортируемых сырьевых товаров, во-вторых, слабой (но устойчивой) тенденцией роста чистого импорта услуг и чистых выплат за рубеж инвестиционных доходов. Последнее, в свою очередь, стало следствием укрепления рубля, произошедшего в начале текущего года.

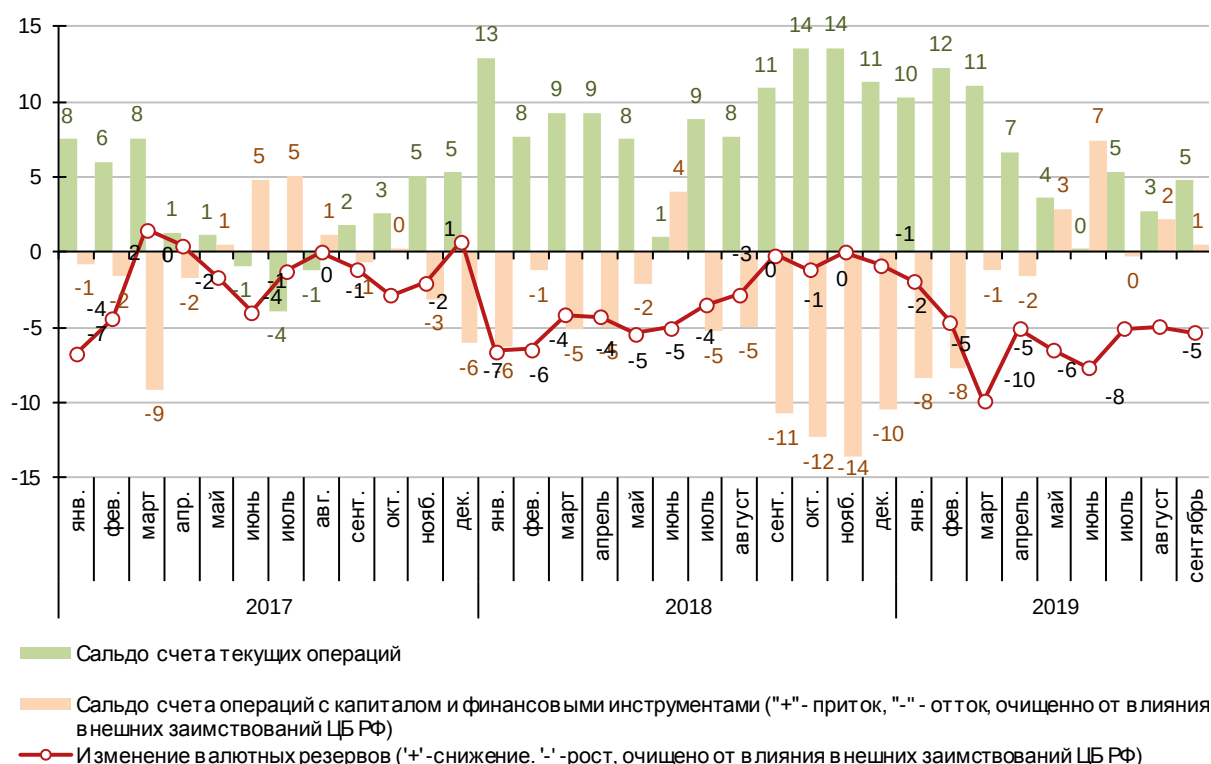
Однако ухудшение ситуации с сальдо текущих операций компенсируется улучшением ситуации с сальдо по операциям с капиталом и финансовыми инструментами. Так, в третьем квартале 2019 г. по этому каналу наблюдался чистый приток средств в Россию в размере около 3 млрд. долл.¹⁰ Это разительно контрастирует с ситуацией аналогичного периода 2018 г., когда происходил чистый отток капиталов из страны, составивший около 22 млрд. долл. (таким образом, улучшение по сравнению с ситуацией прошлого года составляет 25 млрд. долл. за квартал). Позитивные изменения связаны с восстановлением притока прямых иностранных инвестиций в нефинансовые компании, сокращением чистых иностранных активов российского банковского сектора и расширением вложений нерезидентов в государственные облигации.

Что касается сравнения со вторым кварталом 2019 г., то ситуация практически не ухудшилась – вопреки ожиданиям, связанным с одобрением в августе Конгрессом США очередных санкций). Чистый приток трансграничных капиталов – явление нечастое в российских условиях – сохранился, но уменьшился, по сравнению со вторым кварталом всего лишь на 3 млрд. долл.

¹⁰ Здесь и далее при расчетах значения чистых ошибок и пропусков платежного баланса относились к операциям с капиталом и финансовыми инструментами. В основе этого лежит гипотеза, что эта статья платежного баланса отражает не наблюдаемый непосредственно, скрытый отток или приток капитала.

Тенденция улучшения в части капитальных потоков сформировалась в конце прошлого года (график 23). Её возникновение было обусловлено двумя причинами: во-первых, обозначением ФРС США намерения перейти к смягчению процентной политики; во-вторых, снятием с текущей повестки дня вопроса о введении «драконовских» санкций в отношении России (точнее, перенесением этого вопроса на неопределённый срок). Последняя порция санкций имеет сугубо «гомеопатический» характер, поскольку масштабы заимствований российского Минфина на рынке еврооблигаций невелики (да и американские инвесторы не являются на этом рынке самыми главными игроками). При этом возможности размещения американскими инвесторами средств в рублевые гособлигации как на первичном, так и на вторичном рынке сохранены.

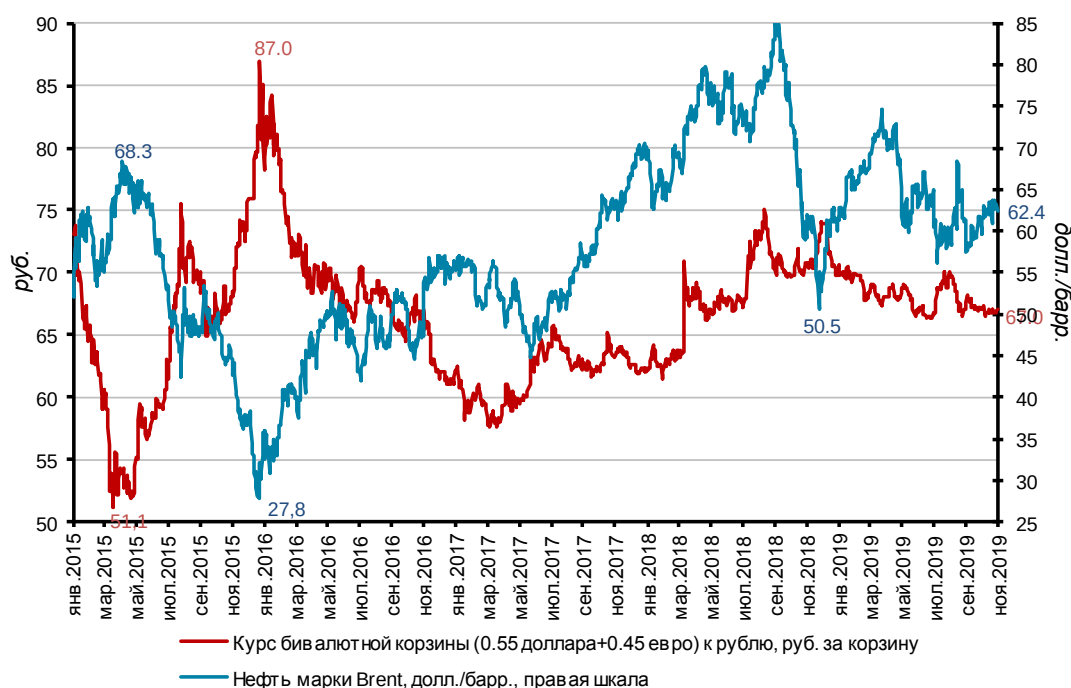
График 23 - Основные позиции платёжного баланса России
(млрд. долл., с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ)¹¹



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

Позитивная ситуация с притоком капитала, компенсирующая сокращение и нестабильность поступлений валюты по каналам внешней торговли, обуславливает высокую устойчивость обменного курса рубля. Несмотря на некоторые скачки мировых цен на нефть, стоимость бивалютной корзины к рублю в течение июля-ноября, оставалась относительно стабильной, двигаясь в коридоре 67-69 руб. за корзину (график 24).

График 24 - Мировые цены на нефть и курс рубля



Поскольку ожидается дальнейшее смягчение процентной политики в США, а введение «драконовских санкций» (в редакции DASKA 1.0) против России всё-таки маловероятно, то, по крайней мере, в ближайшее время, можно рассчитывать на сохранение относительно благоприятной ситуации в части операций с капиталом и финансовыми инструментами. Переход от умеренного притока к небольшому оттоку возможен, но возникновение масштабного вывода капиталов, подобного тому, что наблюдался в середине 2018 г., маловероятно.

Это, в свою очередь, обусловит достаточную устойчивость обменного курса рубля. Ведь с начала 2018 г. (с тех пор, как начались покупки валюты

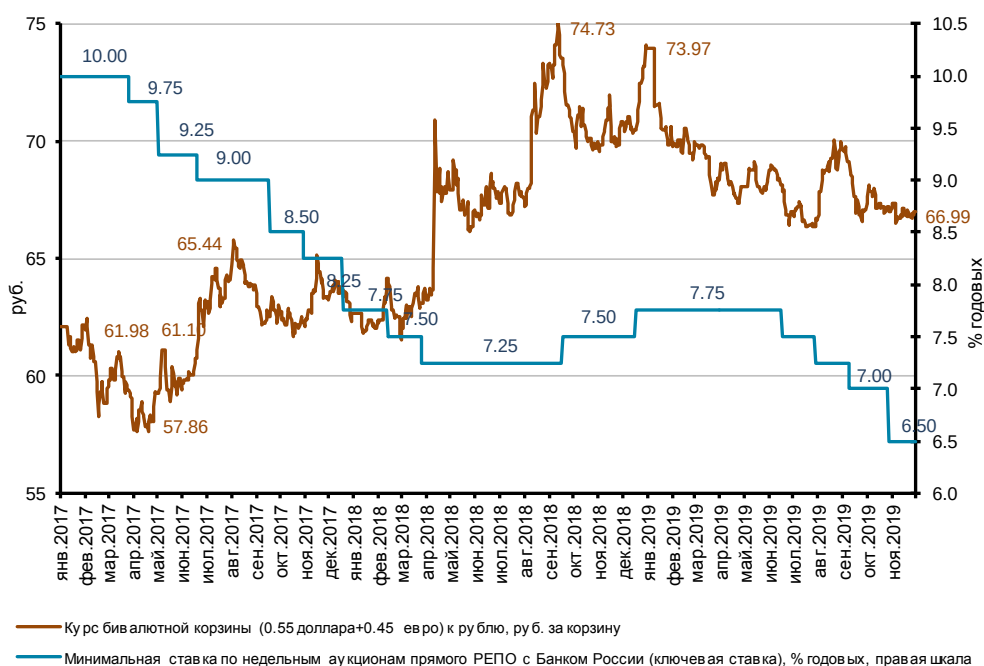
Минфином в рамках бюджетного правила, нейтрализующего воздействие конъюнктуры мирового рынка нефти на российский валютный рынок) динамика курса рубля в основном определяется направлением потоков капитала.

12. Процентная политика

В условиях нарастания дезинфляционных процессов и стабильности на валютном рынке Банк России ускорил снижение ключевой ставки, что, в свою очередь, обусловило синхронное снижение всех основных ставок и доходностей внутреннего рынка.

С середины июня Банк России приступил к циклу снижений ключевой ставки. За это время уже четыре раза принималось решение о её снижении, уменьшив с уровня 7.75% годовых до 6.5% годовых – на 1.25 проц.п. Причем последний шаг, сделанный 25.10.2019 г. был весьма решительным – сразу на 0.5 проц.п. (график 25).

График 25 - Курс рубля и ключевая ставка Банка России



В комментариях к решению по ставке Банк России отмечал усиление рисков существенного замедления мировой экономики, а также более низкую, чем ожидалось, динамику экономического роста. Это происходило на фоне стабильной ситуации на валютном рынке (см. выше) и устойчивого снижения инфляции.

Поэтому в комментариях к своим решениям Банк России отмечал, что «замедление инфляции происходит быстрее, чем прогнозировалось», и «инфляционные ожидания продолжают снижаться». Действительно, в сентябре ИПЦ составил ровно 4% к аналогичному периоду прошлого года, что точно соответствует целевому ориентиру Банка России. Учитывая эту тенденцию, Банк России существенно пересмотрел свои ожидания по уровню годовой инфляции к концу 2019 г. Если ранее она прогнозировалась в диапазоне с 4.2-4.7, затем 4.0-4.5%, то сейчас – 3.2-3.7%.

Тем самым Банк России посылает рынку сигнал о возможности продолжения снижения ставки при условии развития ситуации в соответствии с базовым прогнозом. В комментариях отмечается, что при принятии решения будут «учитываться фактическая и ожидаемая динамики инфляции относительно цели, развитие экономики на прогнозном горизонте, а также оцениваться риски со стороны внутренних и внешних условий и реакции на них финансовых рынков».

Под влиянием изменения ключевой ставки ЦБ РФ с июня по сентябрь средние ставки по краткосрочным (сроком от 1 мес. до 1 года) кредитам предприятиям сократились с 10.1% до 9.3% годовых, по долгосрочным (свыше 1 года) - с 9.6% до 9.2% годовых. Однако ставка по краткосрочным кредитам ещё на 0.4 проц. п. превышала свой минимальный исторический уровень, зафиксированный в сентябре 2011 г., в условиях более высокой инфляции. Ставка по долгосрочным кредитам предприятиям в сентябре всё ещё на 0.7 проц. п. превышала свой минимальный исторический уровень, зафиксированный в июне 2018 г.

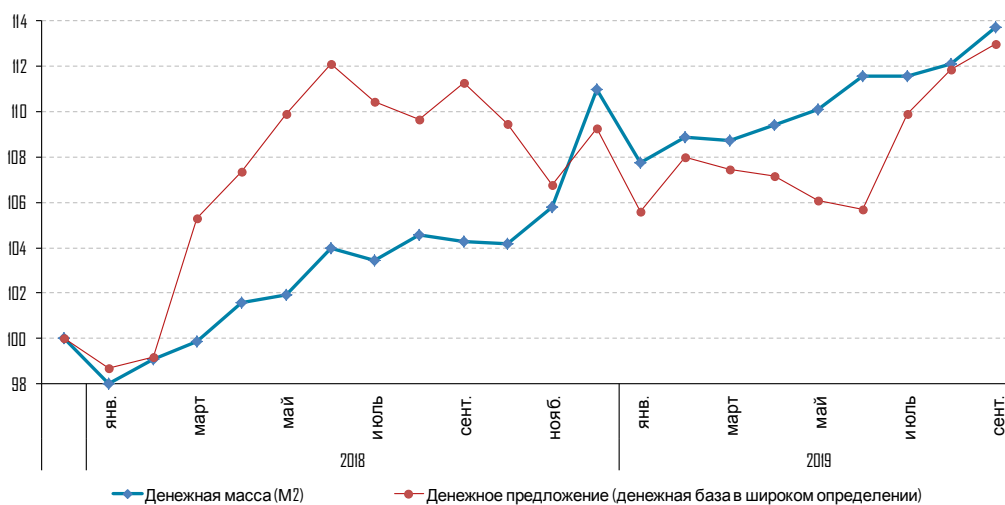
Максимальная ставка по рублевым депозитам населения в крупнейших банках с конца июня по середину ноября уменьшилась с 7.3% до 6.0% годовых.

13. Монетарная сфера

Благодаря приостановке чистого оттока средств из экономики на счета бюджета в Банке России прекратилось опасное для экономического роста сжатие денежного предложения.

В третьем квартале 2019 г. денежное предложение (денежная база в широком определении) прекратило снижаться и перешло к росту (график 26). Так, если с июня 2018 г. по июнь 2019 г. денежное предложение уменьшилось на 5.7%, то за июль-сентябрь 2019 г. оно увеличилось на 6.9%.

График 26 - Денежное предложение (денежная база в широком определении) и денежная масса М2(на конец месяца, декабрь 2017=100)



Это произошло благодаря переходу Минфина к более активному размещению своей свободной ликвидности на депозитах в коммерческих банках: за третий квартал прирост остатков средств на этих депозитах, размещенных через аукционы Минфина, достиг 1.1 трлн. руб. Последнее было равносильно увеличению денежного предложения (денежной базы) на 7.1%

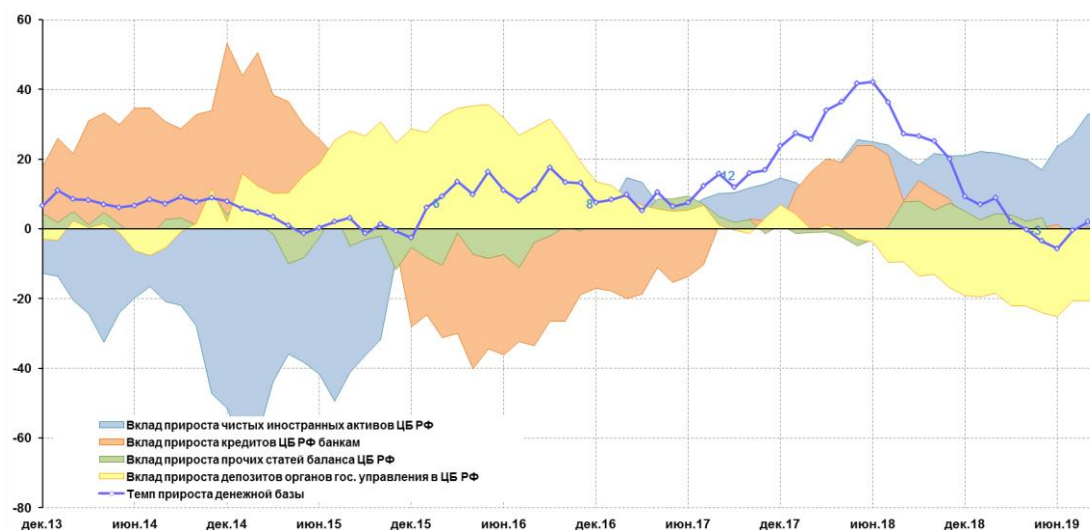
В итоге, возникший в условиях бюджетного профицита мощный отток ликвидности из экономики на счета бюджета в ЦБ РФ был «компенсирован»

встречным потоком средств с этих счетов на депозиты в коммерческих банках (график 27).

Благодаря произошедшему изменению динамика денежного предложения, наконец, стала «догонять» динамику спроса экономики на деньги (денежную массу). Смягчение ограничений со стороны денежного предложения, в свою очередь, привело к некоторому ускорению динамики денежной массы (M2).

Если эта тенденция продолжится, это благотворно скажется на перспективах экономического роста.

График 27 - Динамика денежного предложения (денежной базы) и его факторы (к аналогичному периоду предшествующего года, %)



Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления В. Сальников

Руководитель направления О. Солнцев

Ведущий эксперт А. Гнидченко

При участии:

Ведущий эксперт Д. Галимов

Ведущий эксперт К. Михайленко

Ведущий эксперт Р. Волков