



**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА
И КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

Тел.: 8-499-129-17-22, факс: 8-499-129-09-22, e-mail: mail@forecast.ru, <http://www.forecast.ru>

Тезисы об экономике. 2018 год. Итоги

Выпуск 7

09.04.2019 г.

Самое главное	2
Экономический рост	3
Общий итог	3
Арифметика роста.....	5
Промышленность, реальный сектор	7
Динамика выпуска	7
Финансовое положение предприятий	11
Инвестиции	13
Экспорт	20
Оценка ситуации бизнесом.....	22
Рынок труда.....	23
Доходы и благосостояние населения	24
Обменный курс	32
Процентные ставки, денежное предложение	35
Банковский сектор	38
Среднесрочный прогноз	44

Самое главное

Прошлый 2018 год характеризовался вполне благополучными итогами экономического развития: ВВП вырос на 2.3%, инвестиции – на 4.3%, реальная заработная плата – на 6.8%, положительное сальдо торгового баланса достигло почти 200 млрд. долл.

Однако за этими успехами стоят негативные тренды, возникшие еще в предыдущие годы – прежде всего, закрепление потенциально неустойчивой и не способной к экономическому прорыву экспорто-сырьевой модели экономики.

Отмеченный рост на треть обусловлен результатами, полученными в нефтегазовой сфере, где одновременно, сложилась комбинация благоприятных внешних факторов (возможность наращивать вывоз нефти без излишнего регулирования со стороны ОПЕК+ – внезапный «подарок» от венесуэльского кризиса и санкций США против Ирана) и ввод в эксплуатацию мощностей СПГ на Ямале.

Следует отметить, что энергосырьевой сектор превратился в последние годы и в центр роста выпуска, и в центр рентабельности, и в основную зону частных инвестиций в российскую экономику. В итоге сформировалась, воспроизведясь в несколько карикатурной форме, модель «двухсекторной» экономики с углеводородным сектором, имеющим возможность (пока) нормально воспроизводиться, и находящейся в состоянии тяжелой стагнации основной массой производств (включая весь спектр машиностроительных и существенная часть потребительских производств), положение которых вновь ухудшилось.

Рост реальной заработной платы был во многом обусловлен реализацией майских (2012 г.) Указов Президента России о повышении оплаты труда в бюджетной сфере и на сегодняшний день лишь в очень ограниченном объеме компенсировал ухудшение экономического положения населения в 2015-2016 гг.

Такая ситуация стала результатом компромисса в экономической политике:

- между необходимостью поддержания стабильности в условиях вероятного ужесточения экономических санкций против России со стороны США, а также ожидаемого в начале 20-х годов нового циклического кризиса мировой экономики (см. Приложение), что, в свою очередь, потребует наращивания различного рода резервов и сокращения масштабов ожидания роста у субъектов экономики;
- между настоящей потребностью создания механизмов модернизации российской экономики, что предполагается реализовывать в рамках запускаемых Национальных проектов 2018 г. в значительной мере за счёт крупномасштабных инфраструктурных проектов и стимулирования развития новых технологий.

Сочетание двух этих факторов ведет к снижению эффективности крупномасштабных проектов, как драйверов экономического роста; вместо

распространения соответствующих эффектов на остальную экономику (через развитие сопряженных производств и т.д.) есть риск того, что этот эффект окажется сугубо "точечным". Отметим, что из-за самого масштаба их бизнеса и наличия финансовых ресурсов эффект "больших проектов" проще улавливается крупными, в прежде всего, сырьевыми и инфраструктурными, компаниями.

В денежно-кредитной политике также проявляется ряд противоречий.

Первое. С одной стороны, маневрируя ключевой ставкой и объемом покупок валюты, монетарные власти (ЦБ и Минфин) перешли к более активному использованию денежно-кредитной политики для противодействия нестабильности на валютном рынке. Это позволило рублю относительно безболезненно пережить колебания мировых цен на нефть и новые витки санкций, и, тем самым, ограничило валютные риски экономических агентов. С другой стороны, результатом этого стала более тесная привязка ставок и денежного предложения к неустойчивой внешнеэкономической конъюнктуре, соответственно, повышение процентных рисков, а в перспективе – рисков ликвидности.

Второе. С одной стороны, ускорение роста кредитного портфеля банков, происходящее на фоне стабилизации доли просроченной задолженности, способствовало повышению прибыльности банков и началу их рекапитализации. С другой стороны, в банковском кредитном портфеле постепенно формируются два новых локальных очага кредитных рисков – краткосрочное потребительское кредитование и долги строительного комплекса. Их формирование может ускориться в случае внезапного ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры.

Экономический рост

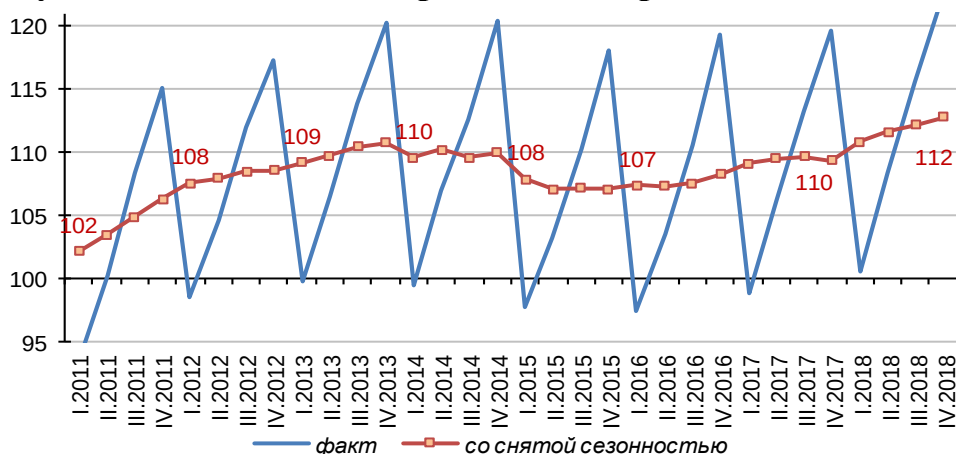
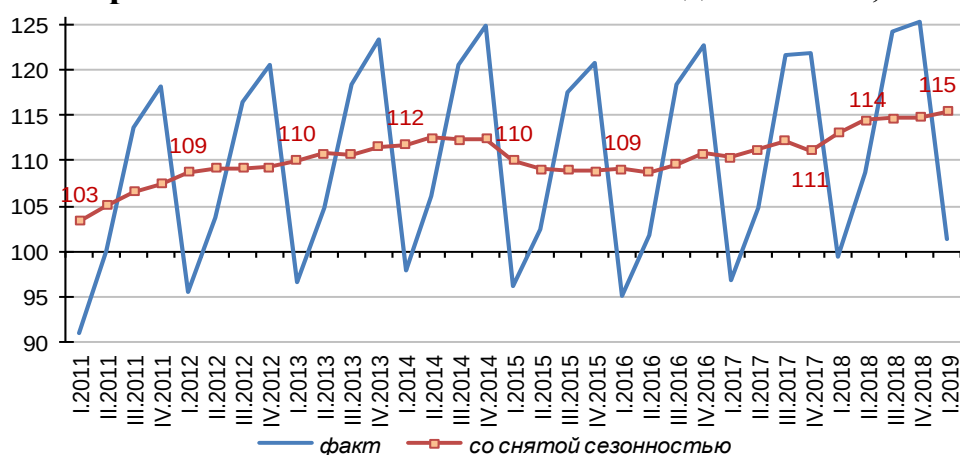
Общий итог

Общий итог развития российской экономики оказался в прошлом году совершенно неожиданным. Вместо почти «консенсусных» среди экспертов 1.5-1.7% прироста ВВП, он, по оценке Росстата, подскочил на 2.3%.

При этом наблюдается существенное расхождение в динамике между ВВП (см. рисунок 1) – и рассчитываемым на базе хорошо статистически наблюдаемых данных Агрегатом экономической активности¹, отражающим процессы в реальном секторе экономики (см. рисунок 2). В отличие от динамики ВВП, темпы роста этого агрегата в течение практически всего года были стабильны.

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

Рисунок 1. ВВП России, в реальном выражении 2010=100%

Рисунок 2. Агрегат экономической активности для России, 2010=100%²

В конечном итоге, стоит отметить, что весь прирост ВВП в прошлом году был обусловлен высокой динамикой четырех секторов (см. таблицу 1):

- строительства, где скачок на 4.7% определил вклад в ВВП на 0.3 проц. пункта (главный фактор – ввод в строй «Ямала СПГ»³),
- финансовой деятельности с приростом на 6.2% (из-за высокой процентной ставки и, соответственно, банковской маржи), что обусловило прирост ВВП на 0.2 проц. п. Такой способ стимулирования роста является своеобразным know how Банка России;
- добычи полезных ископаемых с приростом 3.9%;
- государственного управления и обеспечения военной безопасности, с приростом на 3.3% и вкладом в прирост ВВП в 0.2 проц. пункта.

² Первый квартал 2019 г. – предварительная оценка ЦМАКП.

³ Фактически мы имеем дело не столько с реальным оживлением инвестиций (весьма умеренном), сколько с чисто методологической проблемой: учитываемый объем строительных работ, связанных со строительством комбината, оказался смещен к завершению строительства и недооценен на ранних стадиях.

За исключением «сверхроста» (выше среднего по экономике) этих сфер деятельности, прирост ВВП составил всего 1.8%. Так что никакой интриги в прошлогоднем росте, видимо, нет.

**Таблица 1. Структура прироста ВВП в 2018 г.
по видам экономической деятельности (%)**

	Динамика, %	Вклад, проц. пунктов
ВВП	102.3	2.3
в т.ч. отдельные быстрорастущие секторы		
Строительство	104.7	0.3
Деятельность финансовая и страховая	106.2	0.2
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	103.3	0.2
<i>ВВП за вычетом "сверхроста" в отдельных быстрорастущих секторах</i>	<i>101.8</i>	<i>1.8</i>

В начале 2019 г. ситуация в экономике России почти не изменилась – хотя наблюдается небольшой рост, баланс его факторов ухудшился: инвестиции растут слабо и неуверенно, потребительский спрос немного сжался.

Арифметика роста

Что касается «арифметики роста», то здесь налицо закрепление его, по большому счёту, тупиковой модели, сложившейся еще в прошлом году (см. рисунок 3).

Ключевыми факторами роста стало торможение роста импорта⁴ (см. рисунок 4), которое снизило его отрицательный вклад в ВВП с -3.6% до -0.6%, что эквивалентно «при прочих равных условиях» приросту ВВП в 3.0 проц. п.

Второй крупный источник роста – экспорт (вклад в прирост ВВП в 2018 г. составил 1.4 проц. п. против 1.3 проц. п. – в 2017 г.). Связано это с благоприятной для российской экономики ситуацией, сложившейся в последние два года на мировых рынках, когда уход с рынка значительных объёмов венесуэльской нефти,⁵ а также общий «разогрев» мировых рынков привел к возможности активного наращивания вывоза углеводородов, причём без значимых негативных последствий для цен.

Одновременно отмечалось снижение вклада в экономический рост потребления населения (что хорошо корреспондирует и с данными о товарообороте). В 2017 г. он

⁴ Речь собственно идет о чисто «арифметическом» феномене – стагнации импорта вслед за столь же унылой динамикой конечных потребительских и инвестиционных рынков, а не о следующем шаге импортозамещения.

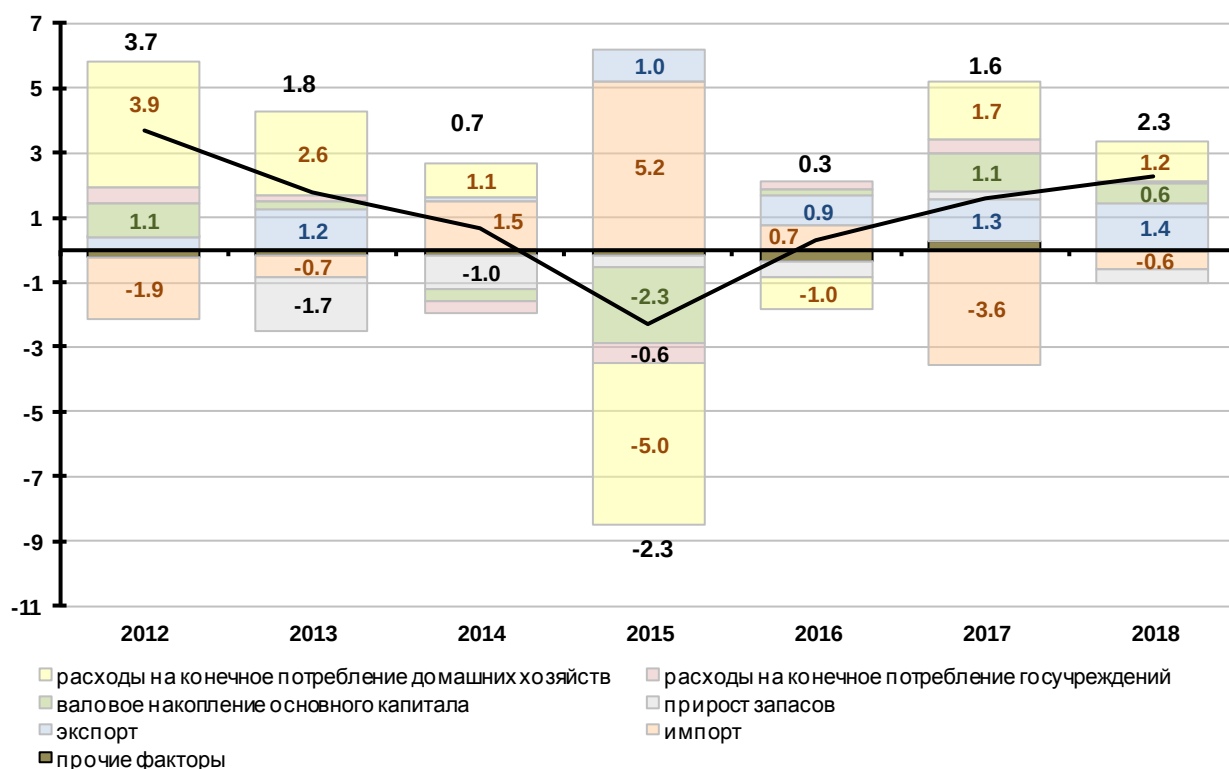
⁵ И небольших объёмов (единицы миллионов тонн) – но очень дешевой, с дисконтом 60-75% от рыночной цены, нелегальной нефти сирийских антигосударственных группировок

составил 1.7 проц. п. прироста ВВП, в 2018 г. – 1.2 проц. п., что было значительно меньше докризисного уровня (порядка 2.5-3.5 проц. п.).

Вклад накопления основного капитала в прирост ВВП снизился почти вдвое – с 1.1 до 0.6 проц. п.⁶, что соответствует, скорее, кризисным показателям.

Наконец, нельзя не отметить близкий к нулевому вклад в экономический рост расширения запасов, что вполне понятно в условиях, с одной стороны, завершения восстановительного роста (что предполагает интенсивное наращивание запасов), с другой – высоких процентных ставок.

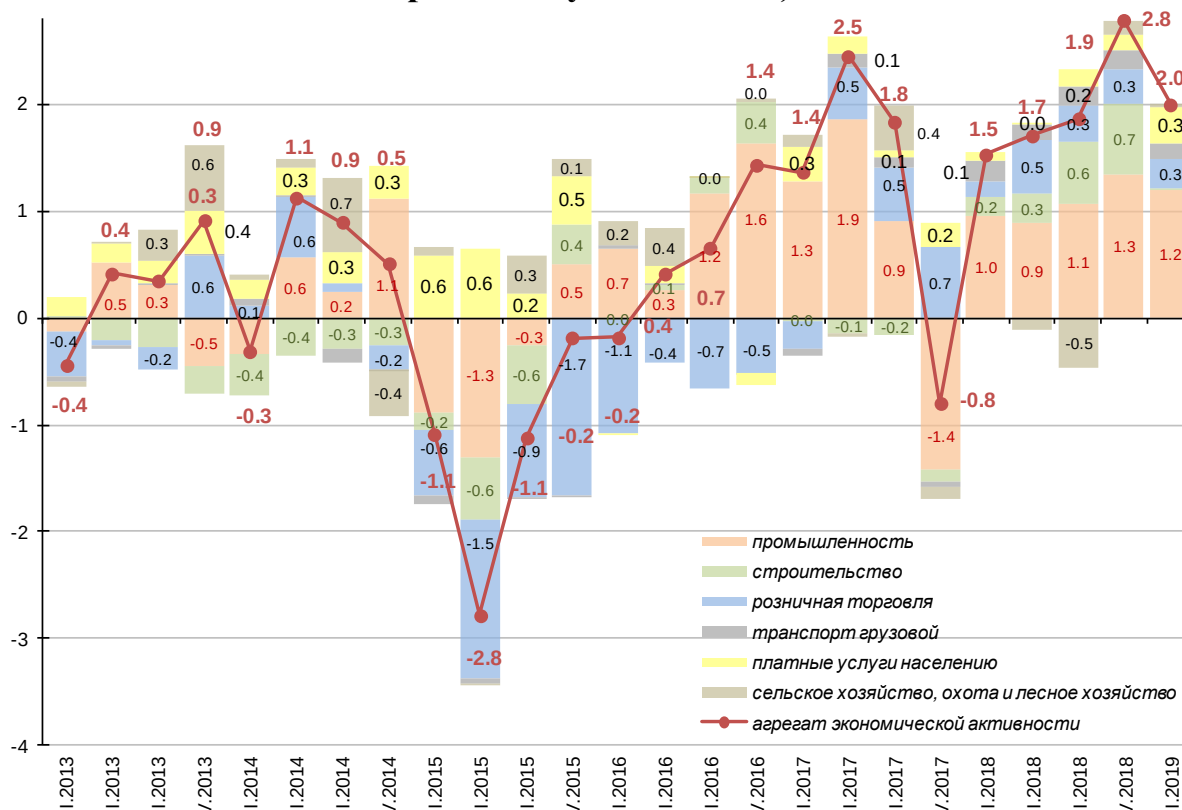
Рисунок 3. Вклады компонентов использованного ВВП¹ в экономический рост (к предшествующему году, % к ВВП)



Что касается отраслевой структуры прироста, то в течение всего года его основой было расширение выпуска в промышленности (включая сырьевой сектор; вклад порядка 1 проц. п.) и розничной торговле (0.3-0.4 проц. п., см. рисунок 4). Обращает на себя внимание отрицательный вклад сельского хозяйства, что связано с более низким, чем в рекордном 2017 г., урожаем. Наконец, строительство сыграло определяющую роль в экономическом росте только в самом конце года – что еще раз подчёркивает «разовый» характер скачка в этой отрасли.

⁶ Заметим: это крайне слабо соответствует последней информации Росстата о скачке объемов строительных работ.

Рисунок 4. Вклады производственных факторов (важнейших видов экономической деятельности) в прирост агрегата экономической активности¹ (проц. пунктов АЭА к соответствующему кварталу предшествующего года)⁷



В целом, можно подтвердить уже сказанное в предшествующих Обзорах: российская экономика, во-первых, «зависла» между стадиями роста – восстановительный рост (на импортозамещении и восстановлении запасов) уже закончился, а «инвестиционный» никак не начнётся, во-вторых, рост пока имеет сугубо конъюнктурный и структурно негативный характер, будучи основан на расширении экспорта углеводородов и в углеводородном секторе (включая транспортировку и переработку), где концентрируются и собственные доходы, и кредиты, и инвестиции.

В то же время, и производство, и экспорт машин и оборудование фактически стагнируют, а доходы, получаемые в секторе, не позволяют активно привлекать среднесрочные кредиты на обновление производственного аппарата.

Промышленность, реальный сектор

Динамика выпуска

Реальный сектор в 2018 г. закрепил прошлогодний «сырьевой успех» – едва ли оставляющий шанс на устойчивость развития российской экономики. Согласно данным Росстата, индекс физического объема промышленного производства в 2018 г.

⁷ Первый квартал 2019 г. – предварительная оценка ЦМАКП.

составил 102.9%, что представляется весьма внушительным результатом. Более высокими темпами выпуск рос лишь в период 2010-2012 гг. (но – в ходе восстановления после кризисного спада 2009 г.), а также в период «сырьевого бума 2000-х» (до 2007 г.).

По оценке ЦМАКП, индекс промышленного производства в 2018 г. составил 102.5% (оценка Центра Развития ГУ-ВШЭ – 102.8%). Расхождение ЦМАКП и Росстата в 0.4 проц. п. не следует воспринимать как существенное, оно вполне укладывается в «пределы статистической погрешности» при расчете индекса с учетом нынешнего качества первичной статистики.⁸ Общий вывод поэтому не меняется: по итогам 2018 г. промышленность продемонстрировала вполне достойный результат.

Весьма примечательна отраслевая⁹ структура промышленного роста в 2018 г. Подъем наблюдался в подавляющем большинстве секторов, причем в каждом третьем виде деятельности рост был весьма динамичным, 4-5% или даже более (Рисунок 5). Одновременно, число отраслей со снижающимся или стагнирующим выпуском составило менее четверти от их общего числа.

В целом, можно говорить о следующих наиболее примечательных отраслевых особенностях динамики выпуска в промышленности в 2018 г.

1. В основе успеха прошлого года – необычно высокие темпы роста выпуска в *добыче полезных ископаемых*, и прежде всего – *нефти и газа*. В части нефти – это результат наращивания добычи после ослабления ограничений, связанных со сделкой ОПЕК+. В части газа – это полномасштабный запуск проекта «Ямал СПГ». Только эти два фактора обеспечили треть всего прироста промышленного производства в 2018 г. (см. Рисунок 6), а в целом «добывающий и энергетический» сектор – почти 2/3 прироста (!).

2. Прошедший год стал периодом достаточно активного восстановления объемов производства *широкого спектра непродовольственных потребительских товаров*: автомобилей, бытовых приборов, ювелирных изделий, игр и игрушек,

⁸ Методика ЦМАКП аналогична методике Росстата. Существенное расхождение есть лишь в составе корзины товаров-представителей. Если в Росстате используется свыше 1100 товаров, то в ЦМАКП – только 620. Отметим, что в значительном числе случаев сужение корзины проводилось в связи с тем, что анализ выявлял крайне низкое качество первичных данных (классический случай – частые и кратные, а иногда и на порядки (!), «уточнения» предприятиями данных об объемах производства).

⁹ Употребляя термин «отрасль», мы бы хотели способствовать более широкому введению в оборот данного термина. Интересно, что с середины 2000-х годов у статистиков и, отчасти, аналитиков начало формироваться своего рода табу на использование этого термина. Данному процессу способствовал переход от «Общероссийского классификатора отраслей народного хозяйства» (ОКОНХ) к «Общероссийскому классификатору видов экономической деятельности» (ОКВЭД). Отсюда, «отрасль» стала ассоциироваться с прежним методологическим подходом, в то время как «вид деятельности» – с новым. Между тем, хотелось бы напомнить, что в рамках действующей СНС-2008 термин «отрасль» существует и означает «группу заведений, занимающихся одним и тем же или аналогичными видами деятельности». (В свою очередь, «заведение – это предприятие или часть предприятия, которое находится в одном месте и которое занято только одним видом производственной деятельности или в котором на основной вид деятельности приходится преобладающая доля добавленной стоимости».)

спортивных товаров, мебели, полиграфической продукции (Рисунок 6). Тем не менее докризисный уровень (2013 г.) во всех этих сегментах пока не достигнут.

3. Выдающийся результат зафиксирован в *фармацевтике*, где темп прироста выпуска в 2018 г. составил 8.2%, причем, в предшествующие 4 года (с 2013 г.) среднегодовой темп прироста составлял 10.2% (!). Одна из составляющих такого успеха – активная стимулирующая политика государства. Несколько портит картину ускоренный рост импорта: он возрос в 2018 г. в долларах США – на 15% и на 24% – в рублях (при том, что валовая добавленная стоимость в секторе возросла в текущих ценах лишь на 8.3%¹⁰).

4. В состоянии затяжного кризиса находится производство *одежды, кожаных изделий, и обуви*, а также часть секторов, ориентированная на инвестиционный спрос: *производство машин и оборудования, производство стройматериалов*. Причем, в 2018 г. началось снижение ранее наращивавших выпуск производств летательных аппаратов, а также «прочих транспортных средств»¹¹.

Следует подчеркнуть, что «сырьевой успех» прошлого года вряд ли сможет быть повторен в текущем 2019 г. Один из основных драйверов прошлого года – нефтедобыча – будет, как известно, сдерживаться взятыми новыми ограничениями в рамках ОПЕК+. Производство СПГ притормозится в силу выхода на проектную мощность новых производств.¹² Причем эти два сегмента – уже почти процентный пункт прошлогоднего роста. От остальных секторов какого-то дополнительного значимого ускорения в 2019 г. ожидать не приходится.¹³ Позитивный же эффект от роста отдельных видов государственных расходов в рамках нацпроектов проявить себя еще не успеет. Так что в ближайшей перспективе возврат к «нормальным» темпам роста – в районе 1.5-2.0% в год – почти неизбежен (с точностью до возможных новых обязательств по нефтедобыче и погодного фактора, обуславливающего колебания как масштабов урожая в сельском хозяйстве, так и выработку тепла и электроэнергии¹⁴).

¹⁰ Близость оценок динамики физобъема выпуска и ВДС в текущих ценах обусловлена практически полным отсутствием удорожания продукции в 2018 г.

¹¹ Группировка включает виды деятельности «Строительство кораблей, судов и лодок» и «Производство военных боевых машин» (отдельно по компонентам данные закрыты).

¹² Статистически добыча СПГ еще даст позитивный эффект в 2019 г. за счет «эффекта базы» (так как наращивание добычи шло в течение всего прошлого года).

¹³ В том числе и потому, что уже достигнутые темпы роста – весьма неплохие, вот только масштабы секторов невелики (типичные примеры – деревообработка и производство пластмассовых изделий).

¹⁴ Последний фактор не стоит недооценивать: в 2018 г. при среднегодовой температуре в 3.88°C против 4.50°C годом ранее, вклад температуры в общепромышленный рост оценивается нами в +0.3% проц. п.

Рисунок 5. «Карта роста» промышленности



Добыча, инфраструктура

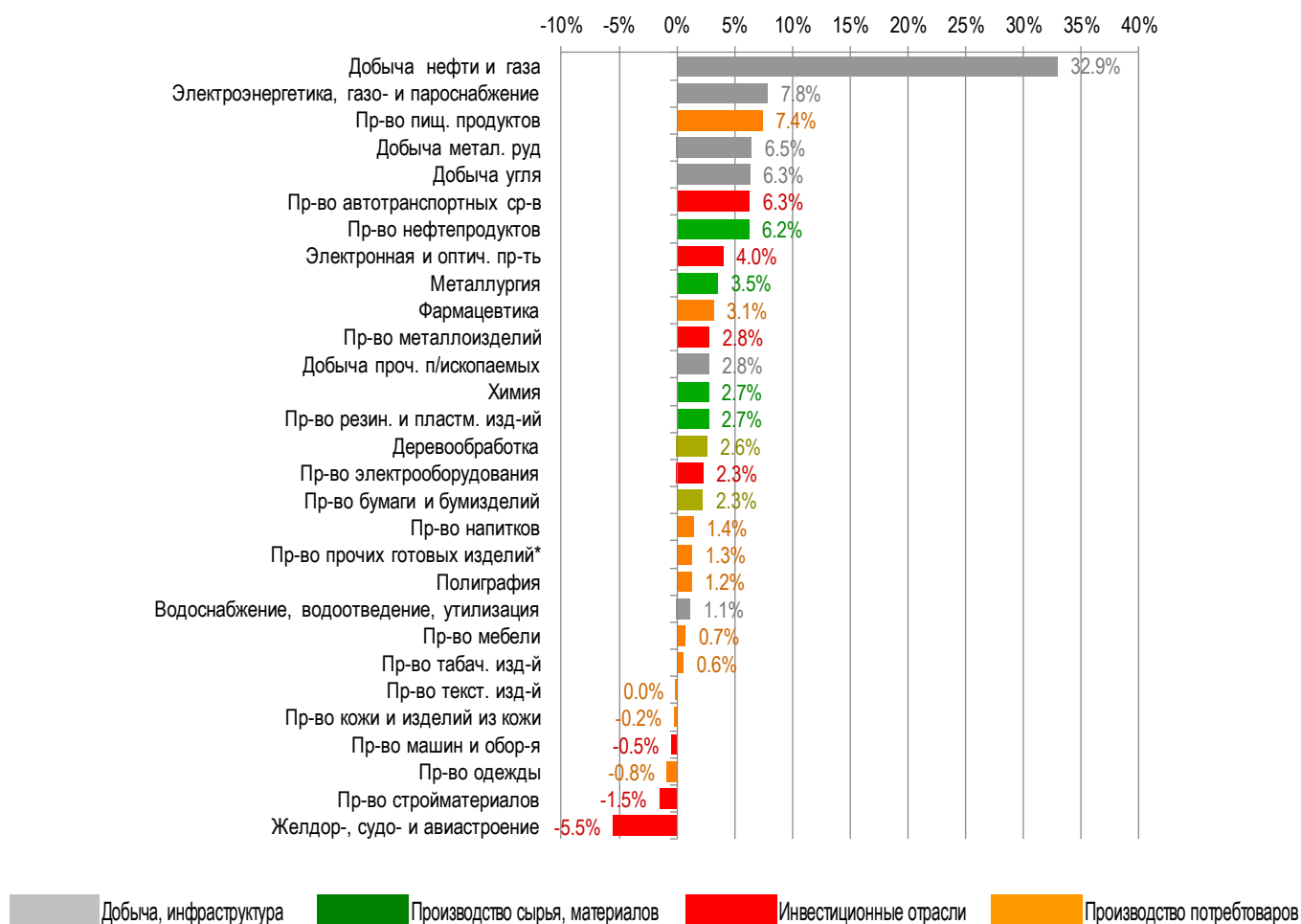
Производство сырья, материалов

Инвестиционные отрасли

Производство потребительских товаров

* производство ювелирных изделий, бижутерии, музыкальных инструментов, спортивных товаров, игр и игрушек, медицинских инструментов и медицинского оборудования

Рисунок 6. Разложение прироста промышленного производства в 2018 г. по видам деятельности



* производство ювелирных изделий, бижутерии, музыкальных инструментов, спортивных товаров, игр и игрушек, медицинских инструментов и медоборудования

Финансовое положение предприятий

Тренды изменения *финансового положения предприятий* в 2018 г. были неоднозначными.

С одной стороны, в целом по экономике ситуация с прибылью в 2018 г. существенно улучшилась. Сальдированный финансовый результат существенно возрос – на 47% (!), не только компенсировав некоторое проседание в 2017 г., но и достигнув рекордно высоких значений, в том числе в реальном выражении (см. Рисунок 7).

С другой стороны, рост прибыли 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 рентабельностью¹⁵ (см. Рисунок 8).

Рисунок 7. Объем сальдированного финансового результата в реальном выражении¹⁶ (трлн. руб., в сопоставимых ценах 2018 г.)

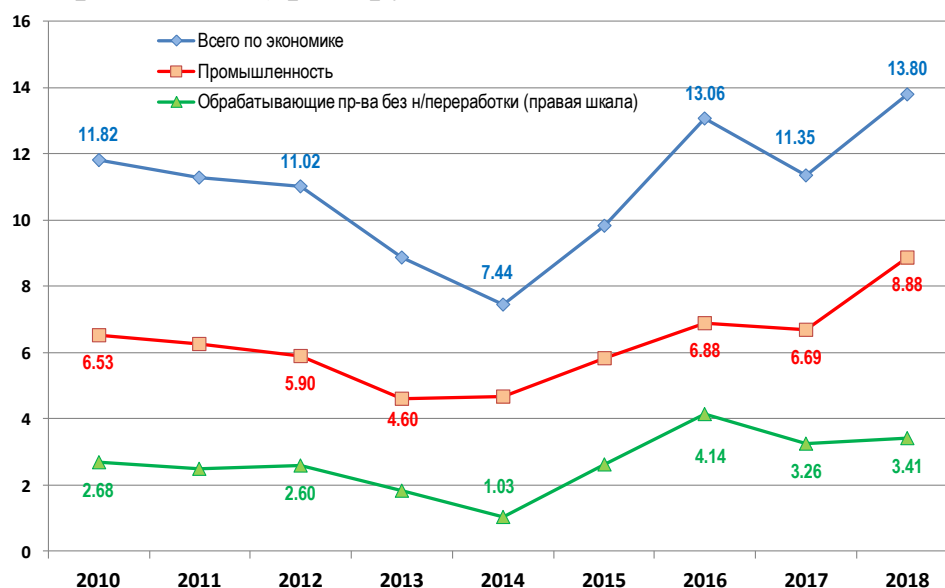


Рисунок 8. Рентабельность производства с учетом скорости оборота оборотного капитала

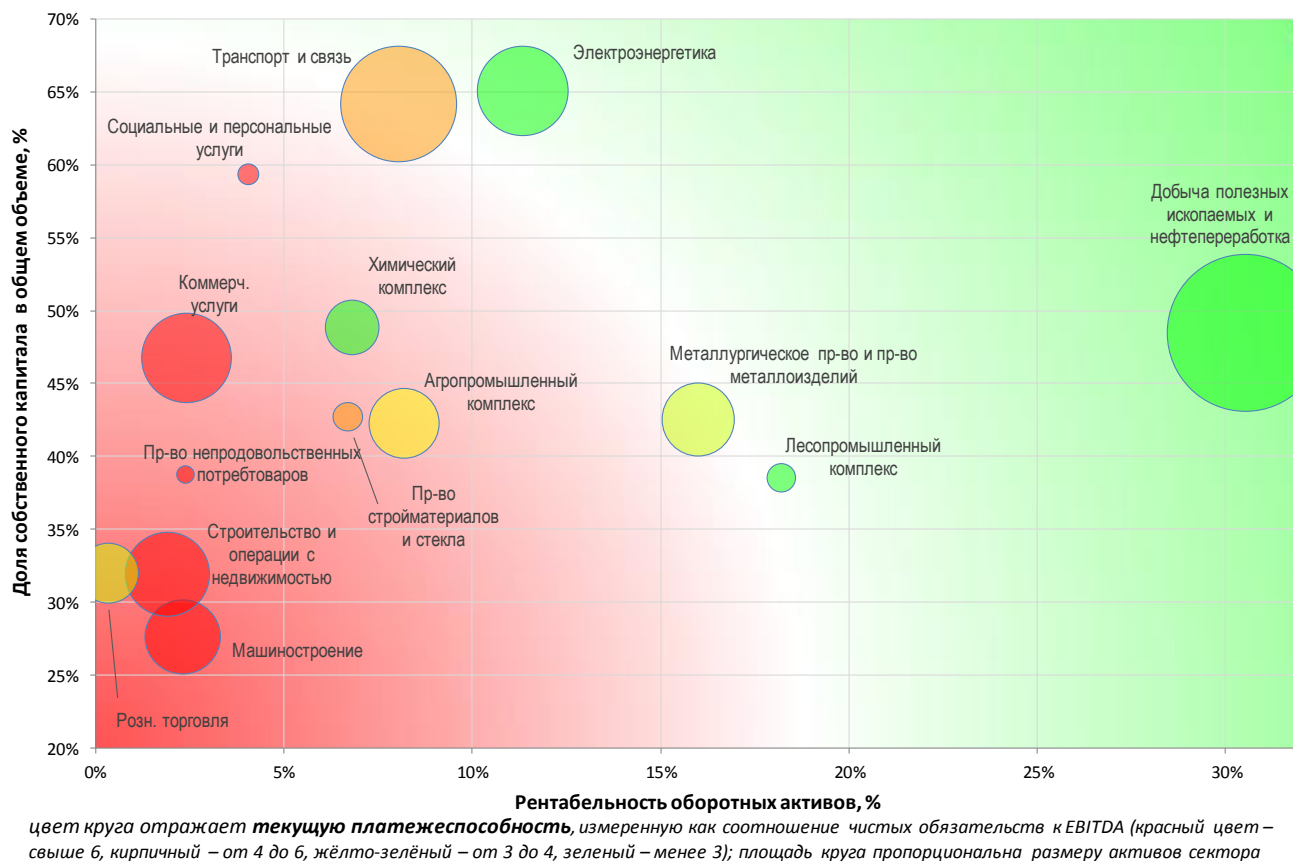


¹⁵ Так, доходность оборотного капитала почти в половине секторов оказывается ниже, чем доходность альтернативных безрисковых направлений размещения свободных средств (гособлигации) и уж тем более – ставки по кредитам предприятиям.

¹⁶ Для перевода в сопоставимые цены использовался дефлятор ВВП.

В целом, если учитывать доходность бизнесов, масштабы собственного капитала и нагрузку со стороны обслуживания долга, то можно констатировать, что в остро кризисной ситуации у нас находится практически весь инвестиционно-ориентированный сегмент экономики: строительство, операции с недвижимостью, машиностроение, и, во многом, производство стройматериалов (см. Рисунок 9).

Рисунок 9. Карта «финансовой состоятельности» бизнесов в 2018 г.



Инвестиции

Важной особенностью прошедшего года стала вялая и неустойчивая динамика инвестиций в основной капитал. Их общий прирост составил, по данным Росстата, 4.3% (что несколько ниже прошлогоднего, 4.8%) – при этом, данный прирост, в значительной степени, обусловлен статистическим эффектом от вступления в строй комбината «Ямал-СПГ».

В целом же в течение всего года инвестиции почти не росли (см. Рисунок 10), что отражает и официальная статистика Росстата, и оперативные индикаторы ЦМАКП (см. Рисунок 11), построенные на основе хорошо наблюдаемой информации о производстве и импорте инвестиционных товаров.

Прежде всего, уже который год речь идет только о восстановлении и довольно медленном. В 2018 г. уровень инвестиций лишь вплотную приблизился к докризисному (составив почти 97% от уровня 2013 г., см. Рисунок 12). Докризисный

уровень будет, видимо, превзойден лишь в наступившем году, так что в контексте инвестиций можно в известном смысле говорить о «потерянном пятилетии» (2014-2018 гг.).

**Рисунок 10. Инвестиции в основной капитал
(% к среднеквартальному значению 2012 г.)**

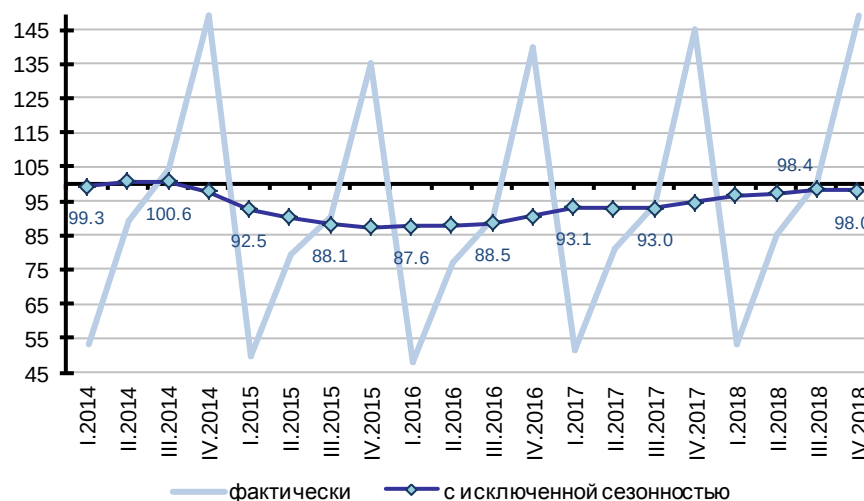
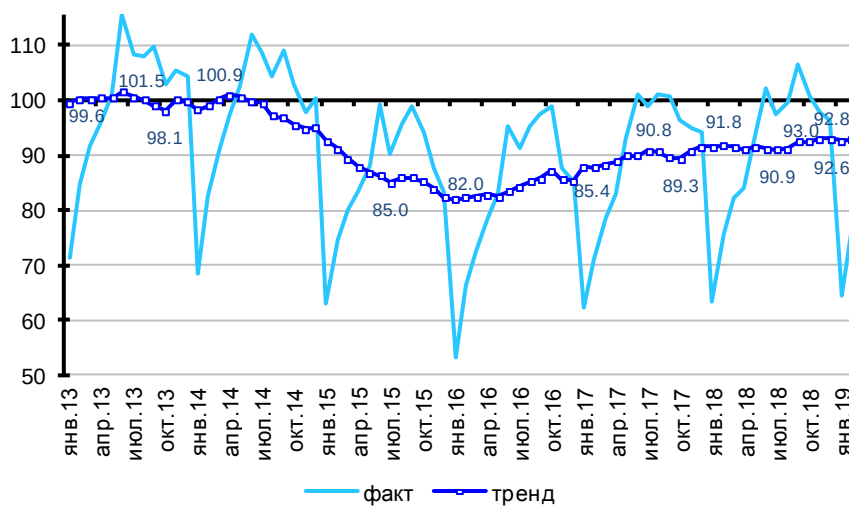
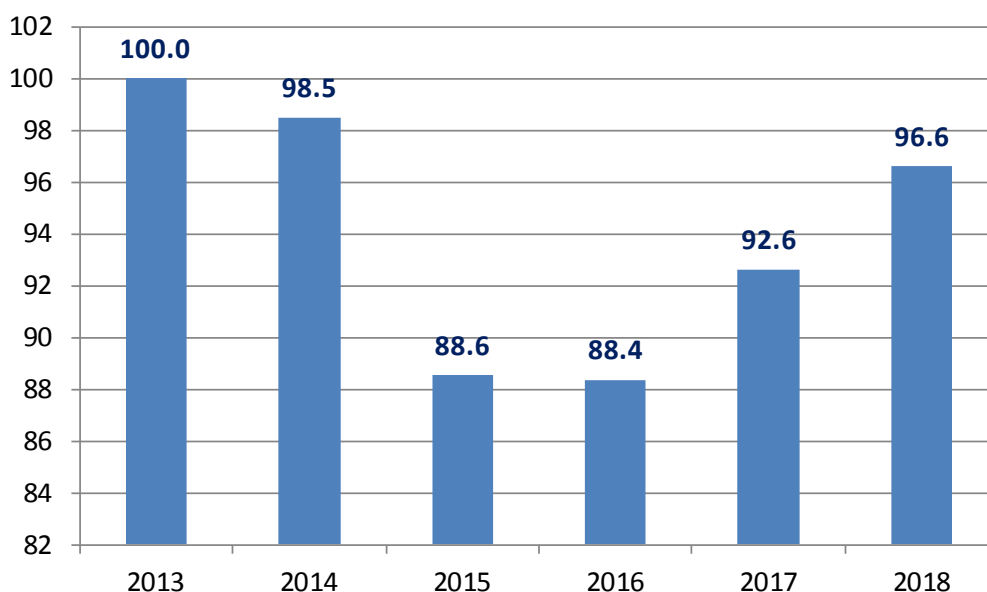


Рисунок 11. Индекс инвестиционной активности (индекс предложения инвестиционных товаров, среднеемесячное значение 2013 г. = 100)



**Рисунок 12. Динамика инвестиций в основной капитал
(сопоставимые цены, 2013=100)**



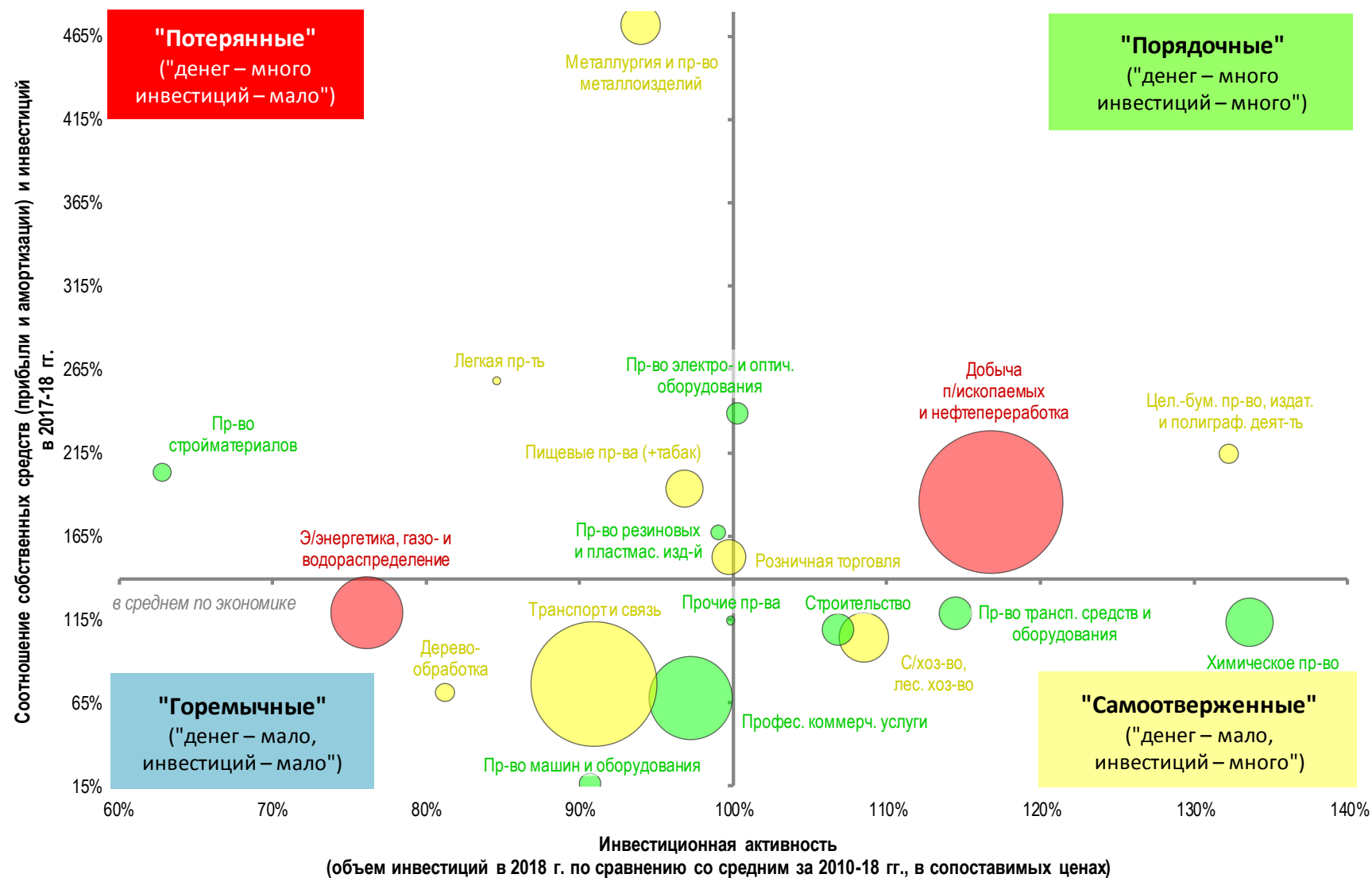
Но гораздо важнее другое. В российской экономике имеется явный структурный дисбаланс между наличием собственных средств, инвестиционной активностью и потенциалом будущего роста.

Это выражается в том, что в большинстве секторов при высокой инвестиционной активности наблюдается явная нехватка собственных средств – либо, наоборот, относительный избыток этих средств сочетается с пониженной инвестиционной активностью (см. Рисунок 13). При этом большинство секторов с потенциалом роста не располагают значимым объемом собственных средств.

Очень показательны, что I квадрант, содержащий кластер секторов с повышенной инвестиционной активностью и большим объемом финансовых ресурсов, практически пуст, а располагающиеся там немногие виды деятельности «жмутся» к осям графика, причем основные инвестиции здесь – в добыче полезных ископаемых.

Особый интерес представляет кластер «Потерянных» – секторов, где наличие ресурсов сочетается с низкой инвестиционной активностью. К крупнейшим из таких секторов относятся металлургия и, что характерно, производство пищевых продуктов. Оба этих сектора «уперлись» в масштабы внутреннего рынка при наличии серьезных барьеров на внешних рынках. На другом полюсе – активно инвестирующих в условиях дефицита ресурсов – химическое производство, производство транспортных средств, сельское хозяйство.

Рисунок 13. Карта инвестиционной активности по секторам



Такая ситуация обусловлена отсечением значительной массы компаний от заемного капитала и, соответственно, их переориентации на самофинансирование инвестиций. (В реальности, конечно, это относится лишь к тем компаниям, у кого сконцентрирована ликвидность, то есть, в существенной мере, у экспортеров энерго-сырьевых товаров)

Так, только в «нефтянке», металлургии и лесном комплексе соотношение процентной ставки и рентабельности активов позволяет (в среднем по отрасли, конечно) осмысленно привлекать кредиты на финансирование инвестиций в основной капитал (см. рисунок 14)¹⁷. В этом смысле задача недопущения перегрева экономики Банком Росси решена вполне успешно.

Рисунок 14. Рентабельность активов, средневзвешенная ставка по рублевым кредитам предприятиям и депозитная ставка (без депозитов до востребования, без учета Сбербанка) в 2018 г. (%)

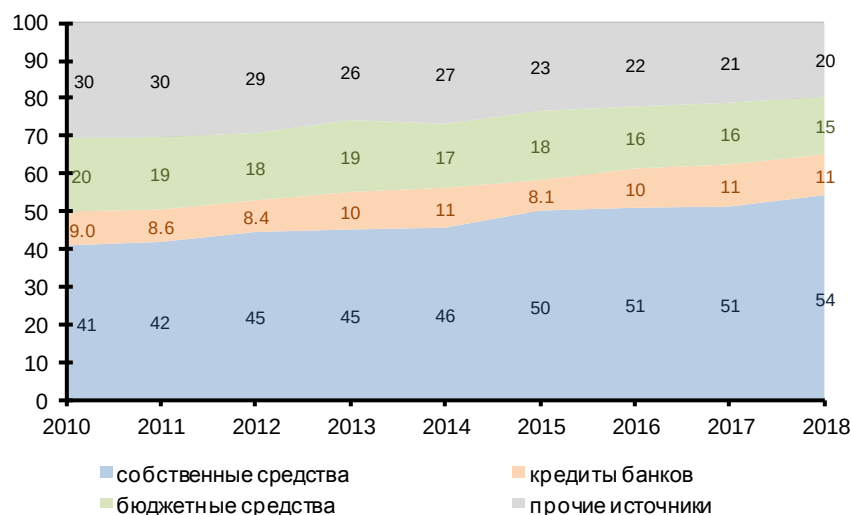


Соответственно, структура финансирования инвестиций продолжает медленно деградировать. Доля собственных средств компаний в финансировании инвестиций рывком достигла исторического максимума – 54%, в том числе за счёт сжатия долей

¹⁷ При этом в большей части оставшихся отраслей, за исключением ИКТ, АПК и химического комплекса, инвестирование еще и бессмысленно само по себе: доходность активов, инвестиции в которые дело, по определению, рискованное – оказалась ниже доходности держания свободных средств на депозитах (что ещё и низкорисковано).

«прочих» источников финансирования (в основном – кредитных ресурсов, перераспределяемых с уровня головных структур холдингов, привлекающих кредиты и ресурсы фондового рынка) и государственных инвестиций (см. Рисунок 15).

Рисунок 15. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, % (по крупным и средним предприятиям)



Такая модель инвестиций закрепляет сложившуюся деформированную структуру российской экономики – с доминированием экспорто-ориентированных энергетических и сырьевых производств, надолго затрудняя модернизацию обрабатывающей промышленности (особенно относительно малорентабельных компаний машиностроения).

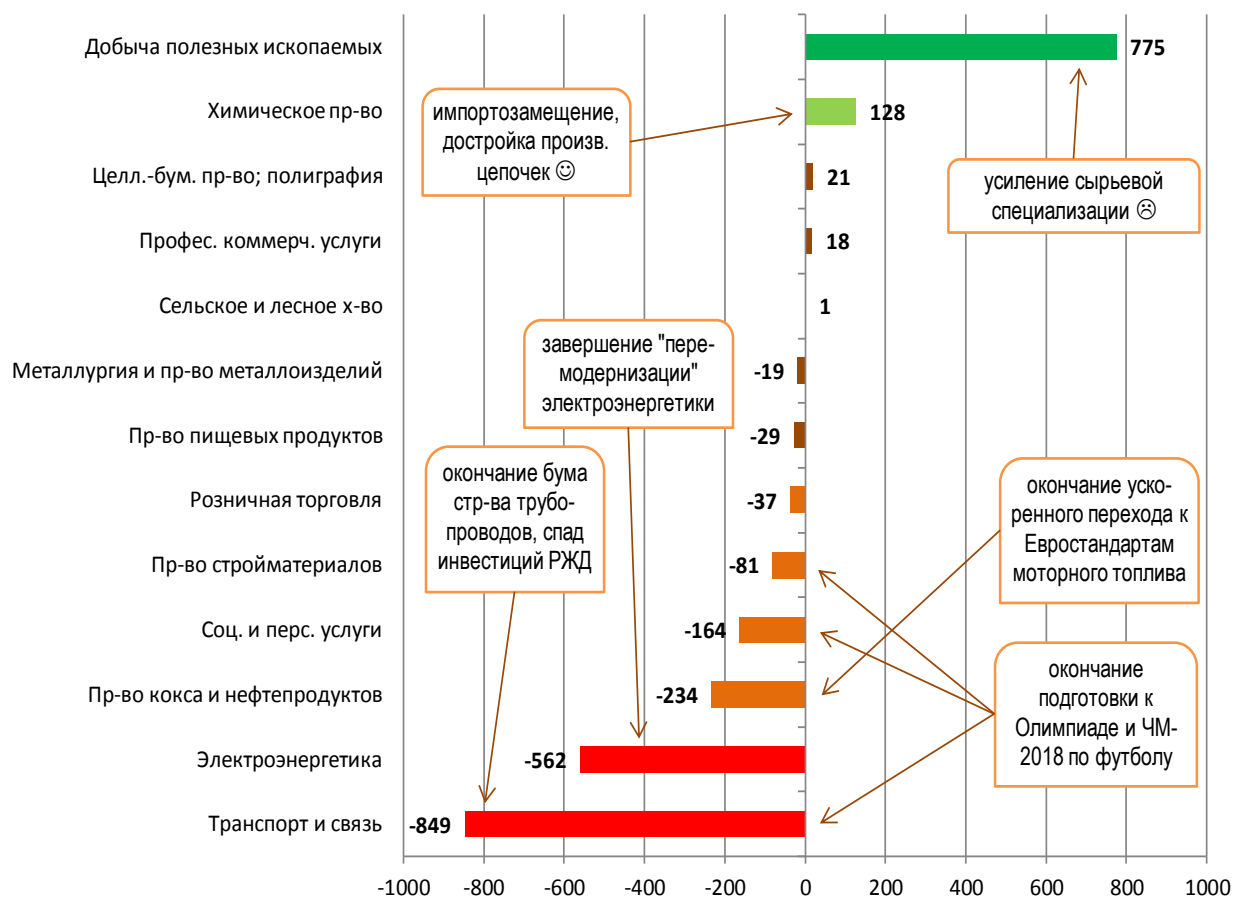
Завершить краткую характеристику состояния инвестиционной активности следовало бы анализом структуры прироста инвестиций по итогам «кризисной пятилетки». Результаты такого анализа свидетельствуют о следующем.

Спад инвестиций в 2014-2018 гг. стал во многом следствием ограниченного числа разноплановых решений, причем в основе ряда из них – окончание политически обусловленного (и частично вынужденного) «бума госинвестиций» первой половины 2010-х годов (Рисунок 16).

При этом «знамя инвестиций» не было подхвачено бизнесами, относящимися к широкому спектру секторов. Напротив, были созданы основы для дальнейшего закрепления сырьевой модели развития: практически весь прирост инвестиций обеспечен добычей полезных ископаемых. Лишь около одной шестой прироста пришлось на эффективные импортозамещающие проекты химических производств.¹⁸

¹⁸ Безусловно, примеры отдельных успешных проектов в конечных отраслях есть, но в узких сегментах и перекрываются неудачами «соседей по отрасли», так что оказываются «статистически незначимы».

Рисунок 16. Изменение объема инвестиций по крупнейшим секторам (млрд. руб., в сопоставимых ценах 2017 г.)



В четвертом квартале прошлого года уровень инвестиций в основной капитал в российскую экономику снизился, после заметного роста в два предшествующих квартала (второй квартал: +0.7%, третий: +1.3%, четвертый: -0.4%, сезонность устранена).

Следует отметить, что в текущем году имеется значительный риск возникновения кризиса в строительной отрасли, обусловленный сочетанием ряда факторов: шока перехода к новой модели финансирования жилищного строительства (от долевого финансирования к эскроу-счетам), высоких процентных ставок по кредитам, повышения НДС, новых нормативно-правовых требований к индивидуальному жилищному строительству и т.д.

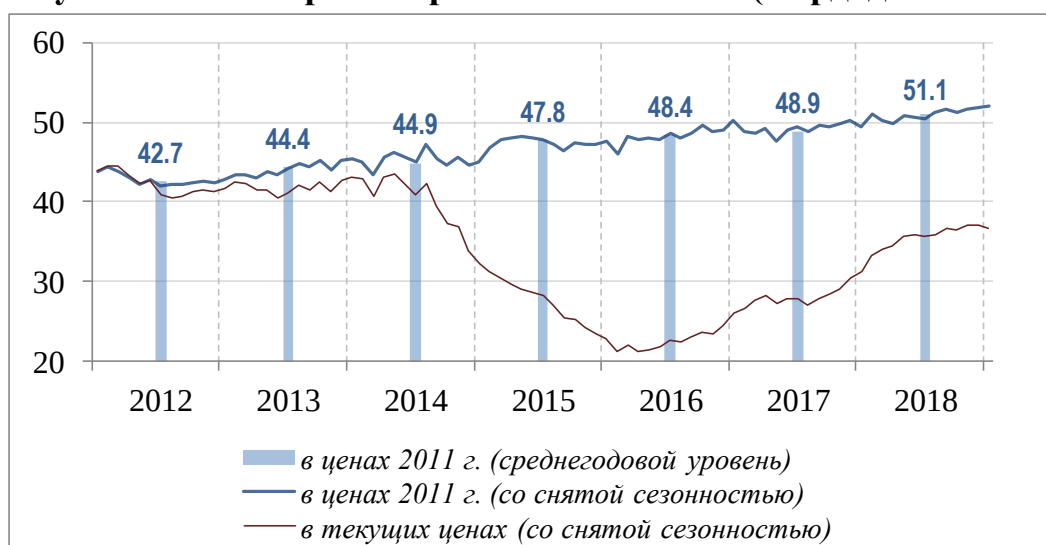
Соответственно, даже в текущем году прирост инвестиций оценивается, в самом благоприятном варианте, в 3.4-3.8%, а в случае реализации кризисных сценариев – в 2.2-2.6%.

Экспорт

Неуклонный рост экспорта товаров, отмечавшийся в последние годы, продолжился и в 2018 г. (см. Рисунок 17). При этом вывоз товаров даже ускорился, после небольшой заминки роста экспорта в 2017 г. Темп прироста физобъема экспорта в 2018 г. оценивается нами в 4.5% (после 1.0% в 2017 г., в сопоставимых ценах). При этом среднесрочный тренд – темп прироста в среднем за последние 5 лет (с 2013 г.) – составил 2.9%.

Объем экспорта в текущих ценах, несмотря на быстрое увеличение (+25.3% в 2018 г., вслед за ростом мировых цен на сырьевые товары), до сих пор не достиг предшокового объема – он составил в прошлом году лишь 85% от уровня 2013 г.

Рисунок 17. Экспорт товаров в 2012-2018 гг. (млрд. долл. США)



Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России.

Половина прироста экспорта в 2018 г. (в сопоставимых ценах) была обеспечена комплексом добывающих отраслей (см. Таблица 2). Металлургия и агропромышленный комплекс попали во «второй эшелон» по вкладу в прирост экспорта (29.2%), а химический комплекс и машиностроение – в третий (17.4%). Вклад лесопромышленного комплекса и прочих отраслей был минимален.

Таблица 2. Вклад отраслевых комплексов в прирост экспорта в 2018 г. (в сопоставимых ценах)

Отраслевой комплекс	Вклад в прирост экспорта в 2018 г.		Доля в экспорте в 2017 г. (%)
	(млрд. долл.)	(%)	
Добыча и нефтепереработка	13.1	50.0	71.1
Металлургия	3.9	14.8	9.9
Агропромышленный	3.8	14.4	4.9
Химический комплекс	2.4	9.2	6.4
Машиностроение	2.2	8.2	4.3
Лесопромышленный комплекс	0.5	1.8	2.4
Прочие отрасли	0.4	1.6	1.0

Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России.

Ускорение роста экспорта в 2018 г. по сравнению со среднесрочным трендом было характерно для подавляющего большинства отраслевых комплексов, за исключением лесопромышленного, который уже начал входить в фазу стагнации (см. Рисунок 18).

В настоящее время экспорт товаров (в постоянных ценах, действие сезонного фактора устранено) продолжает расширяться. Однако его структура ухудшилась: сейчас к числу устойчиво расширяющихся можно отнести лишь весьма ограниченный круг товаров. В то же время вывоз газа, черных металлов и машин сегодня снижается. В 2019 г. рост экспорта, вероятнее всего, замедлится, поскольку:

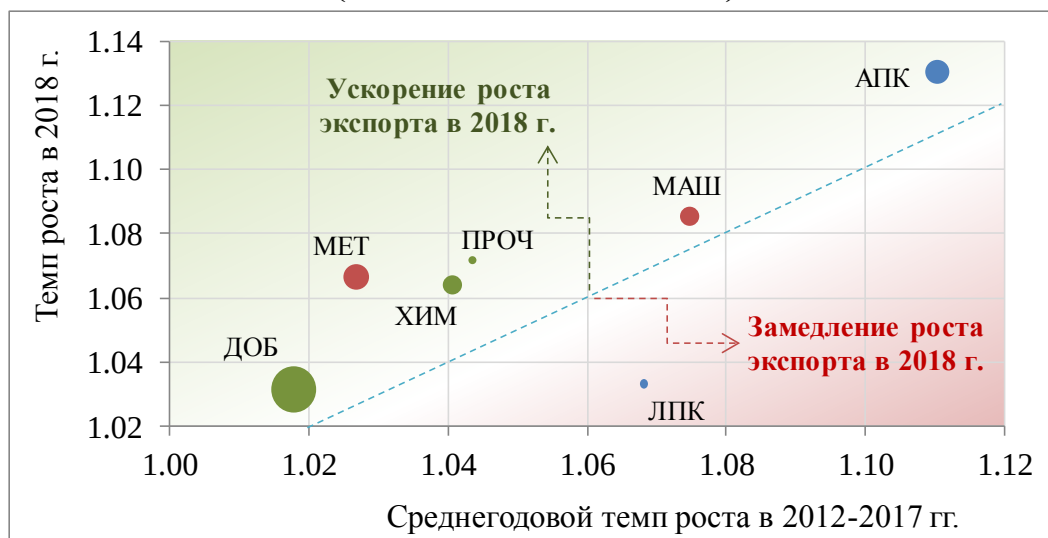
- вывоз продукции металлургии и машиностроения во II полугодии 2018 г. не только перестал увеличиваться, но и ощутимо сократился¹⁹;
- быстрый рост экспорта в ряде секторов в 2018 г. был связан с временными факторами: в добыче²⁰ – ослаблением ограничения вывоза нефти во II полугодии в рамках соглашения ОПЕК+; в агропромышленном комплексе – высокими запасами зерновых в силу большого урожая 2017 г.

Фактически, единственной точкой уверенного роста экспорта в сегодня остается химический комплекс, экспорт продукции которого в 2018 г. рос быстрее долгосрочного тренда, а во II полугодии еще и прибавил в темпах роста. Прочие отрасли (производство текстильных изделий, одежды, обуви, стройматериалов, мебели, игрушек и т.п.) вряд ли будут оказывать значимое влияние на динамику экспорта в целом.

¹⁹ Дальнейший рост экспорта металлов может быть ограничен развертыванием торговой войны между США и Китаем, вводом новых мощностей в развивающихся странах, снижением мирового спроса на металлы.

²⁰ В данном случае включает не только добычу полезных ископаемых, но и нефтепереработку.

Рисунок 18. Сопоставление темпов роста экспорта в 2018 г. с долгосрочными темпами роста экспорта по отраслевым комплексам (в сопоставимых ценах)



Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России.

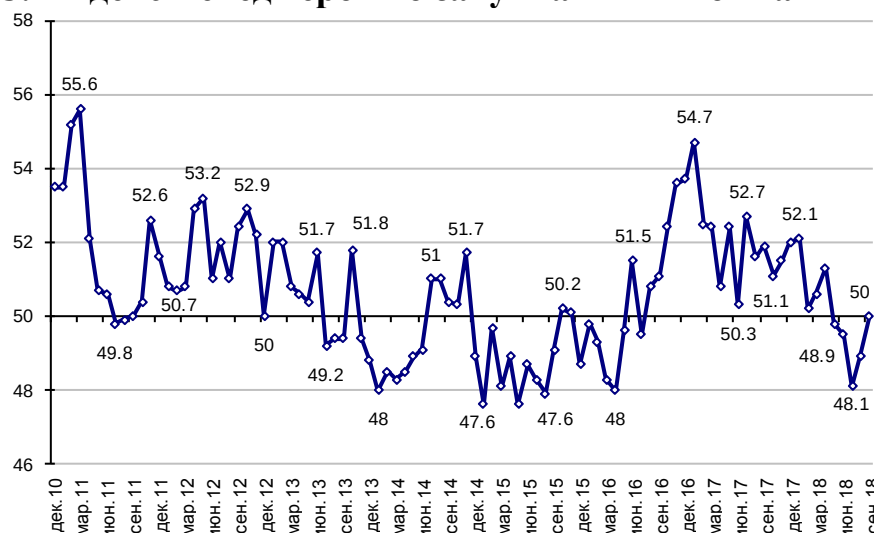
Примечания: размер круга – прирост экспорта в 2018 г.; цвет круга – динамика экспорта во II полугодии (красный – замедление, зеленый – ускорение, синий – стабильность); условные обозначения комплексов: ДОБ – добывающий; МЕТ – металлургический; ХИМ – химический; МАШ – машиностроительный; ЛПК – лесопромышленный; АПК – агропромышленный; ПРОЧ – условный агрегат прочих отраслей.

Оценка ситуации бизнесом

Субъективные оценки экономической ситуации менеджментом и населением в прошлом году, скорее, ухудшались (отметим, что в большей мере это относится к населению). Можно констатировать, что и бизнес, и население сегодня, скорее, «привыкают» к затяжному кризису, чем ожидают (и предпринимают активные действия) его преодоления.

Индекс оценок ситуации менеджерами по закупкам изменялся, в основном, вслед за новостями о курсе рубля и санкционном режиме. Пройдя минимум (на грани 50% – между позитивными и негативными оценками) в августе, он в конце года внезапно «отскочил», почти до докризисных значений, отреагировав на укрепление рубля, но не удержался на этом уровне (см. Рисунок 19).

Рисунок 19. Индекс менеджеров по закупкам PMI компании Markit (%)



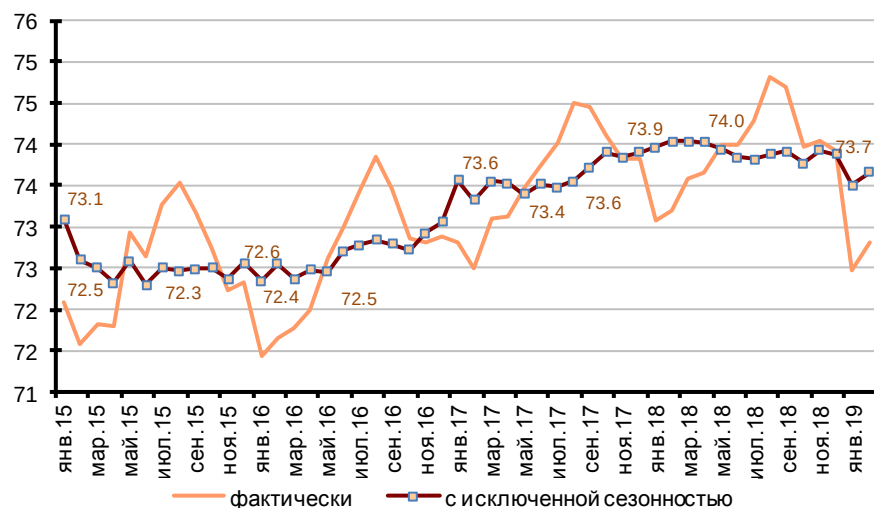
В настоящее время микроуровневые оценки экономической ситуации менеджерами компаний снова ухудшились, выйдя на границу «положительных» и отрицательных оценок (PMI: декабрь – 51.7, январь – 50.9, февраль: 50.1%). Такая ситуация связана, по всей видимости, с обсуждаемой возможностью введения США новых антироссийских экономических санкций.

Обращает на себя внимание и тот факт, что в отличие от прошлых лет, изменение настроения менеджеров немедленно сказывается на макроэкономике.

Рынок труда

Ситуация на *рынке труда* изменилась в худшую сторону. Компании начали сокращать спрос на рабочую силу. В результате многолетний тренд на повышение спроса на труд оказался переломлен (см. Рисунок 20). Несколько сократилась и занятость.

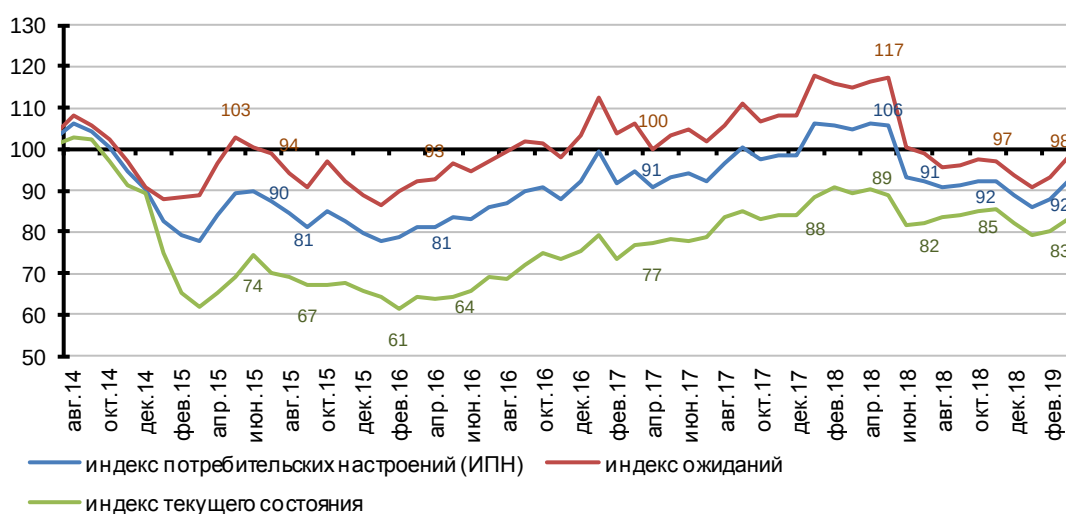
Рисунок 20. Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике (численность занятых + вакансии), млн. чел.



Проблема, в частности, заключается в том, что тренд на снижение спроса на рабочую силу может наложиться на долгосрочную тенденции разогрева ее предложения, связанного с пенсионной реформой, либерализацией миграции из стран ЕАЭС и (в случае успеха) – реализацией Национальных проектов 2018 г.

В середине года, на волне негативной информации (пенсионная реформа, обсуждение санкций, скачок цен на бензин) произошел перелом в тенденциях самооценок населением как экономической ситуации, так и ее перспектив. При этом, несмотря на некоторое улучшение в конце года, уровень этих оценок всё еще значительно ниже, чем год назад (см. Рисунок 21).

Рисунок 21. Индекс потребительских настроений и два его частных субиндекса, пункты



Доходы и благосостояние населения

В сфере доходов и благосостояния населения ситуация выглядит вполне благополучной, хотя на деле за ней стоит, скорее, завершение восстановительных процессов и адаптация населения к условиям затяжного кризиса.

Так, формально прирост реальной заработной платы в прошлом году составил 6.8% (см. Рисунок 22) – в принципе, это соответствует уровню экономического бума. Проблема, однако, в том, что весь эффект роста среднегодовых значений был достигнут благодаря повышению заработной платы в бюджетных учреждениях в рамках реализации «майских Указов» Президента. О том, что повышение зарплаты – не итог экономического оживления, а результат целенаправленных усилий, свидетельствует почти четырехкратный отрыв прироста реальной заработной платы от прироста производительности труда (см. Рисунок 23), причём явно не за счёт ресурсов компаний.

**Рисунок 22. Динамика компонентов доходов населения
(в реальном выражении, %)**

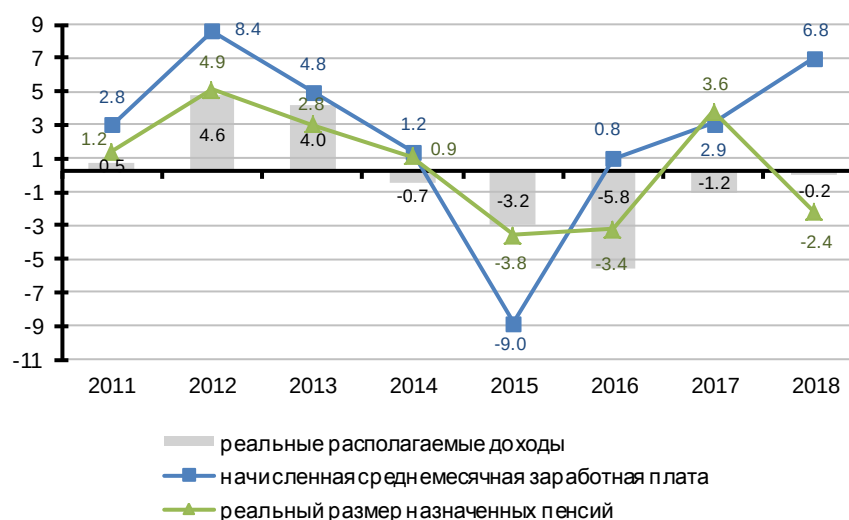
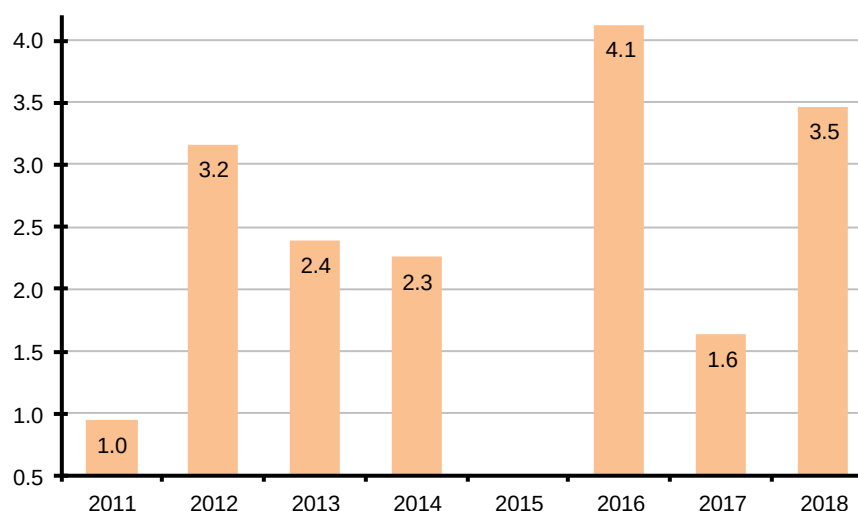


Рисунок 23. Эластичность заработной платы по производительности труда



С середины 2018 г. заработная плата в реальном выражении практически стабилизировалась (см. Рисунок 24). При этом перелом в сторону ухудшения – актуальный тренд (октябрь: +0.4%, ноябрь: -0.1%, декабрь: +0.5%, январь: -1.0%, действие сезонного фактора устранено), что связано и с повышением НДС, и с ростом инфляции. Такая динамика заработной платы хорошо соотносится и с самоощущением бизнеса, и с динамикой спроса на труд.

В то же время стала несколько улучшаться динамика реальных доходов населения (с учётом сезонного фактора, см. Рисунок 25).

Рисунок 24. Реальная начисленная заработная плата (в % к среднемесячному значению 2012 г.)

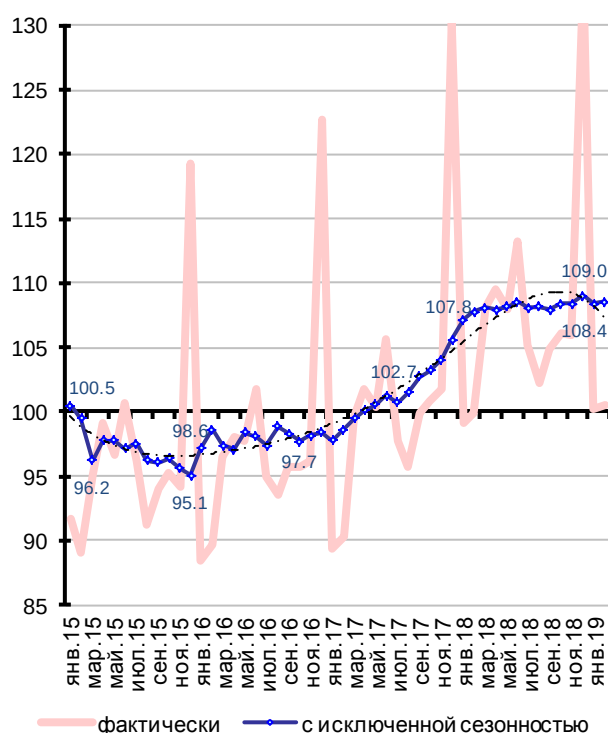
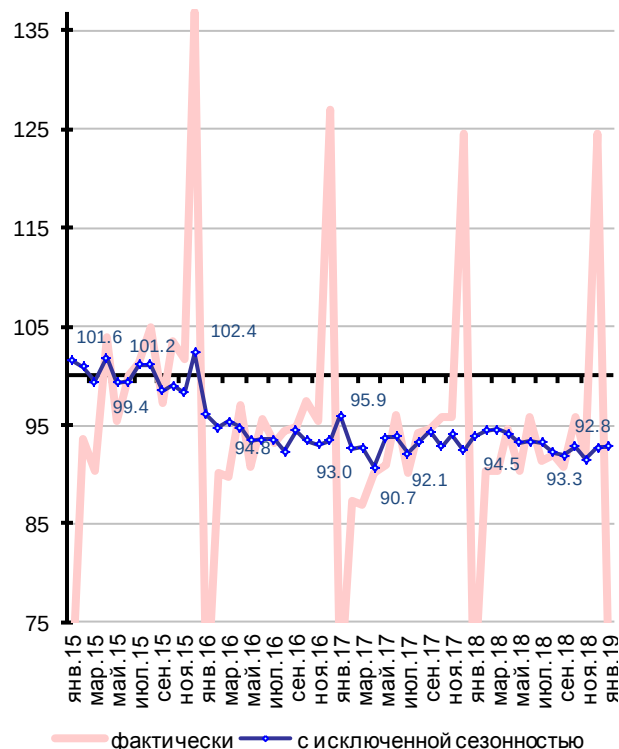


Рисунок 25. Реальные располагаемые доходы населения (в % к среднемесячному значению 2012 г.)



В этой ситуации на стороне потребления населения выступили поведенческие (в значительной части, кризисные факторы) – снижение нормы организованных сбережений населения и бум потребительского кредитования.

С одной стороны, падение доверия населения к банкам, на фоне жесткой санации банковской системы (плюс рост давления со стороны выплат по ранее накопленным долгам) привело к снижению нормы организованных сбережений населения (см. Рисунок 26). Одновременно большую часть года высокие риски корпоративного кредитования «выдавливали» банки в потребительское кредитование, которое ускорено росло.

Временным фактором роста стало повышение нормы потребления населения, которое имеет, в своей основе кризисную природу (см. Рисунок 27)²¹.

²¹ В конце года на фоне и без того усилившейся инфляции добавился феномен «опережающих покупок» товаров длительного пользования населением, с учётом ожиданий повышения основной ставки НДС (с 18% до 20%).

Рисунок 26. Норма организованных сбережений²²
(% к располагаемым доходам, по кварталам)

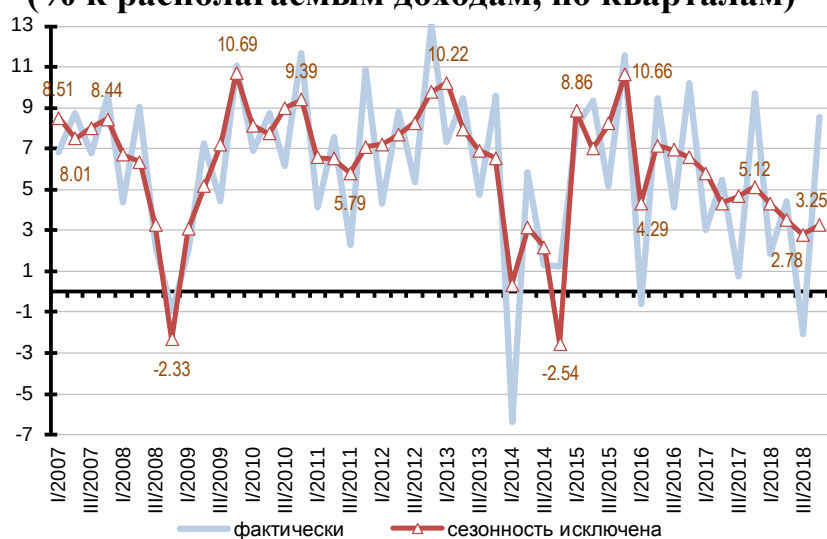
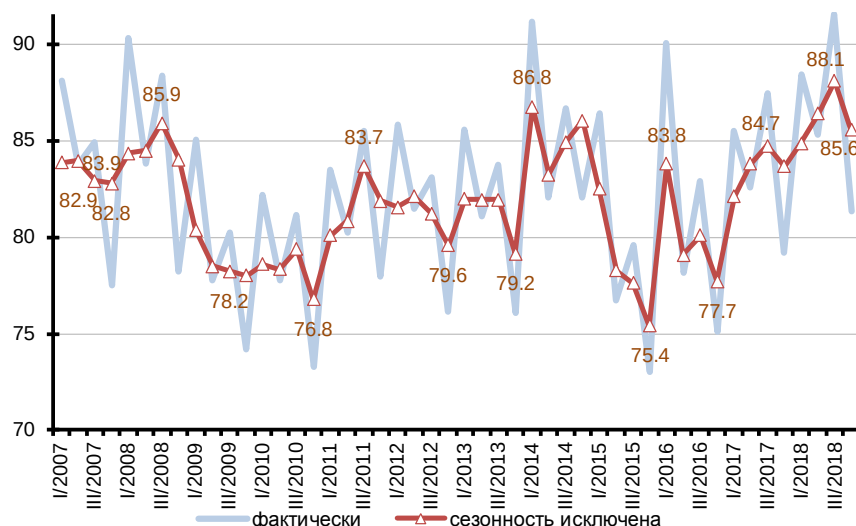


Рисунок 27. Норма потребления
(% к располагаемым доходам, по кварталам)



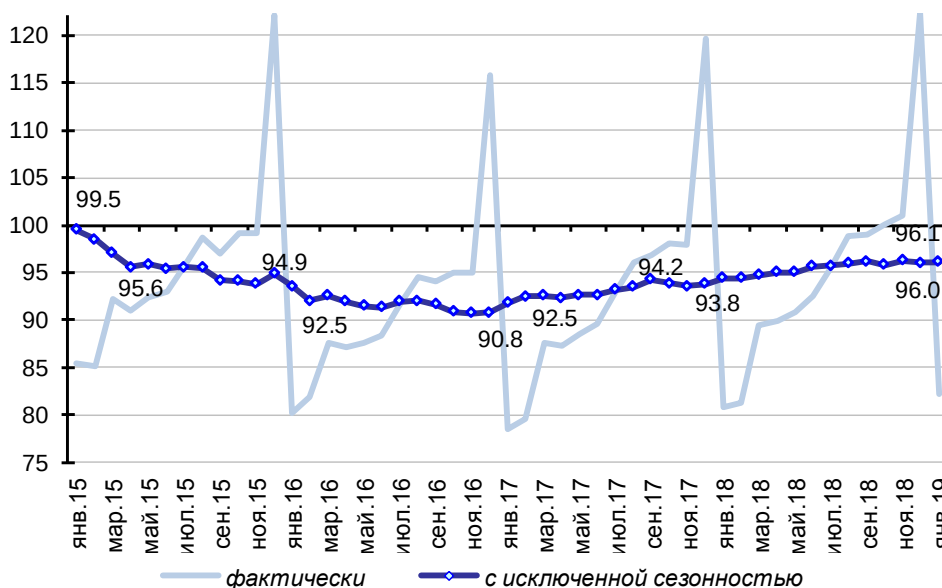
В итоге, потребление населения расширилось крайне медленно (2.6% в год), причём в большей мере в первом полугодии (см. Рисунок 28), когда и доходы росли, и на рынке труда ситуация была несколько лучше.

Заметим, что реальный (в ценах января 2015 г., по базовой инфляции) средний чек, по данным обследования ИХ Ромир, имел устойчивую тенденцию к снижению, которая только в последнее время стала приобретать характер стабилизации (см. Рисунок 29).

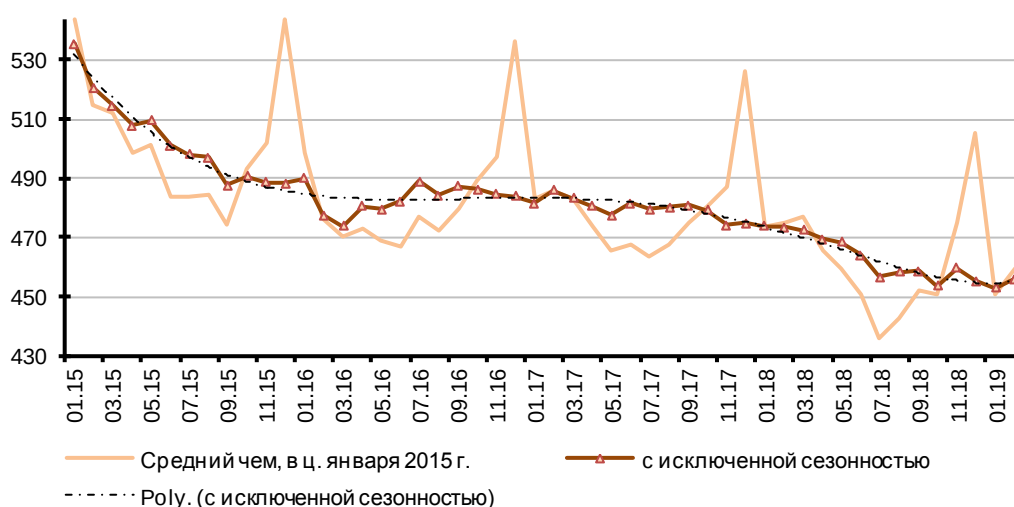
²² Организованные сбережения населения включают прирост рублевых вкладов, прирост валютных вкладов с исключением влияния валютных курсов и приобретение ценных бумаг

В краткосрочном аспекте в сфере потребления населения проявились слабые негативные тренды (оборот розничной торговли, декабрь: -0.2%, январь: -0.1%, сезонность устранена). При этом все проблемы локализованы в сфере продажи непродовольственных товаров (декабрь: -0.5%, январь: -0.4%, сезонность устранена); это обусловлено наметившимся торможением (ранее интенсивного) наращивания потребительского кредитования. Продолжается незначительный рост потребления продовольствия (ноябрь: +0.5%, декабрь: +0.2%, январь: +0.1%, сезонность устранена).

**Рисунок 28. Оборот розничной торговли
(% к среднемесячному значению 2012 г.)**



**Рисунок 29. Размер реального среднего чека
(по данным Ромир, в ценах января 2015 г., руб.)**



В текущем году, в условиях достаточно низкой динамики оплаты труда и, похоже, исчерпавшихся возможностей к снижению нормы сбережения, можно ожидать еще более сильного снижения потребления населения, и даже в лучшем сценарии потребление населения не превысит 2.1-2.4% (в неблагоприятном сценарии: 1.7-2.0%).

В сфере благосостояния населения сложилась ярко выраженная «кризисная стабилизация».

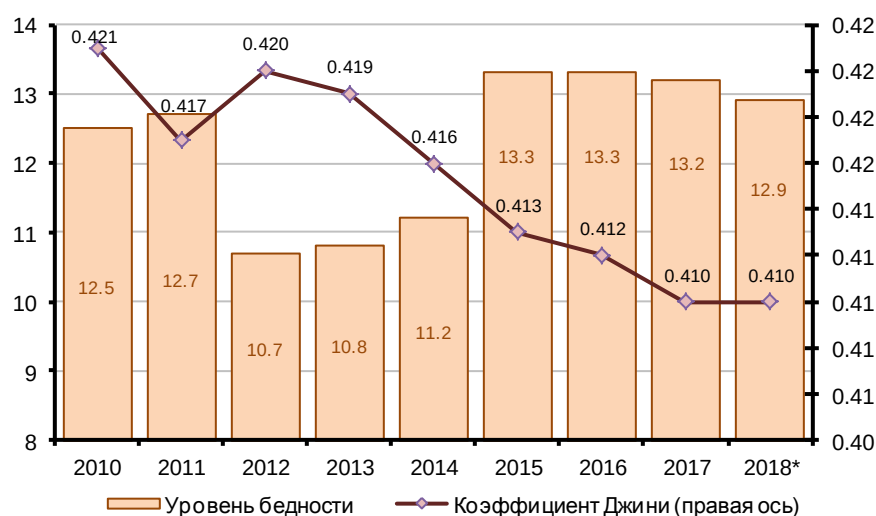
Наращение кризисных процессов, в целом, остановлено. Уровень бедности, резко подскочивший в 2015-2016 гг. (на волне «войны санкций» и резкого удорожания продовольствия), по крайней мере, перестал расти и чуть-чуть снизился. В 2015-2016 гг. доходы ниже прожиточного минимума имели 13.3% населения, в 2018 г. – 12.9% (см. Рисунок 30). Несколько сократилась дифференциация (по коэффициенту Джинни²³ – с 0.42 до 0.41, по соотношению доходов 10% наиболее и наименее обеспеченного населения – с 16.4 раз в 2012 г. до 15.3 раз в 2018 г.

Однако обращают на себя внимание два обстоятельства:

- эта стабилизация (не улучшение ситуации, а только стабилизация!, причём на довольно высоком уровне – в 2012 г. доходы ниже прожиточного минимума имели 10.7% населения) была достигнута на фоне колоссальных усилий по повышению заработной платы бюджетников, сдерживания инфляции (в том числе за счёт жесткой денежной политики), введения временного замораживания цен на отдельные социально-значимые товары и бензин;
- если раньше (2012-2014 гг.) мы находились в ситуации «высокая дифференциация-умеренная бедность», то сейчас мы имеем гораздо более высокий уровень бедности на фоне чуть снизившейся дифференциации, что может вести к возникновению явления застойной бедности (с потерей мотивации к труду или бизнесу – по принципу «из бедности уже не выбраться»).

²³ Коэффициент, отражающий разницу между фактически сложившимся распределением доходов и распределением, подразумевающим их абсолютное равенство у всех граждан, в диапазоне от 0 (полное совпадение, абсолютное равенство) до 1 (абсолютное неравенство).

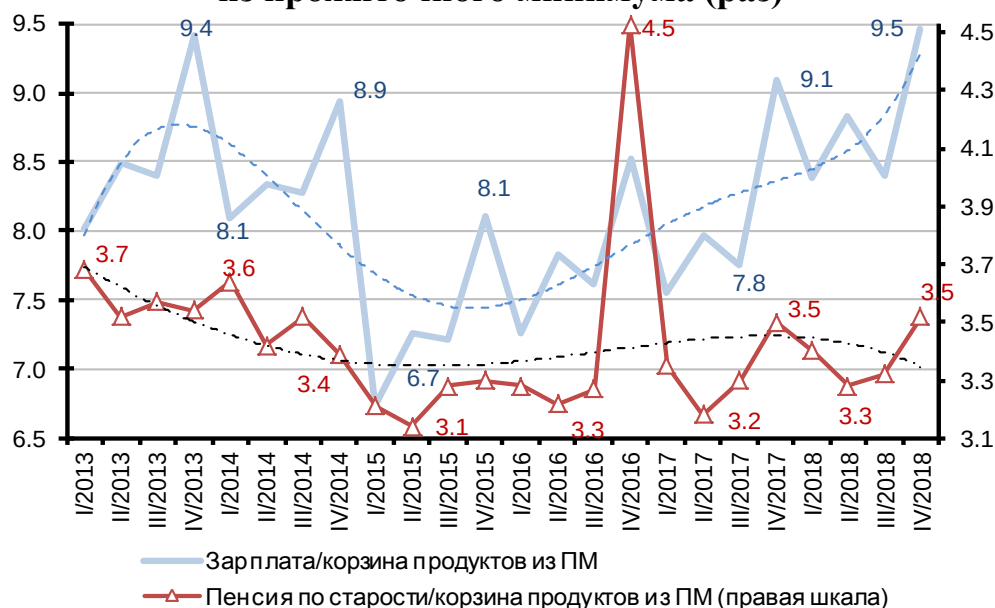
Рисунок 30. Уровень бедности (% населения) и коэффициент социальной дифференциации



* по предварительным данным

Надо отметить, что проблема бедности сконцентрирована в конкретных социальных группах. Так, в последние три года, на волне повышения реальной заработной платы, соотношение средней зарплаты и стоимости корзины продуктов, соответствующих прожиточному минимуму (абсолютная точка отсчёта – уровень физического выживания), увеличилось примерно с 7.5 до 9.5. При этом за 2018 г. аналогичное соотношение для средней пенсии по старости даже несколько ухудшилось (см. Рисунок 31).

Рисунок 31. Соотношение отдельных видов доходов и корзины продуктов из прожиточного минимума (раз)



Эффект «запертости» социальных проблем в нижних группах по доходам хорошо виден на данных о потреблении населения. Так, если потребление «простых», удовлетворяющих минимальные потребности населения в энергии, продуктов (хлеб, картофель, сахар, масло растительное) распределено почти равномерно по всем группам, и самые бедные 10% или вообще не отличаются от наиболее богатых (то есть проблемы голода нет), то на уровне потребления качественных (богатых белками и витаминами) продуктов питания ситуация существенно различается. По среднелюдному потреблению рыбы, молочных продуктов, яиц, мяса разрыв между самыми богатыми и бедными примерно двукратный, а по потреблению фруктов – почти трехкратный (см. Таблица 3).

Таблица 3. Потребление основных продуктов питания (по 10% группам населения, 2017 г., кг на 1 члена домохозяйства)

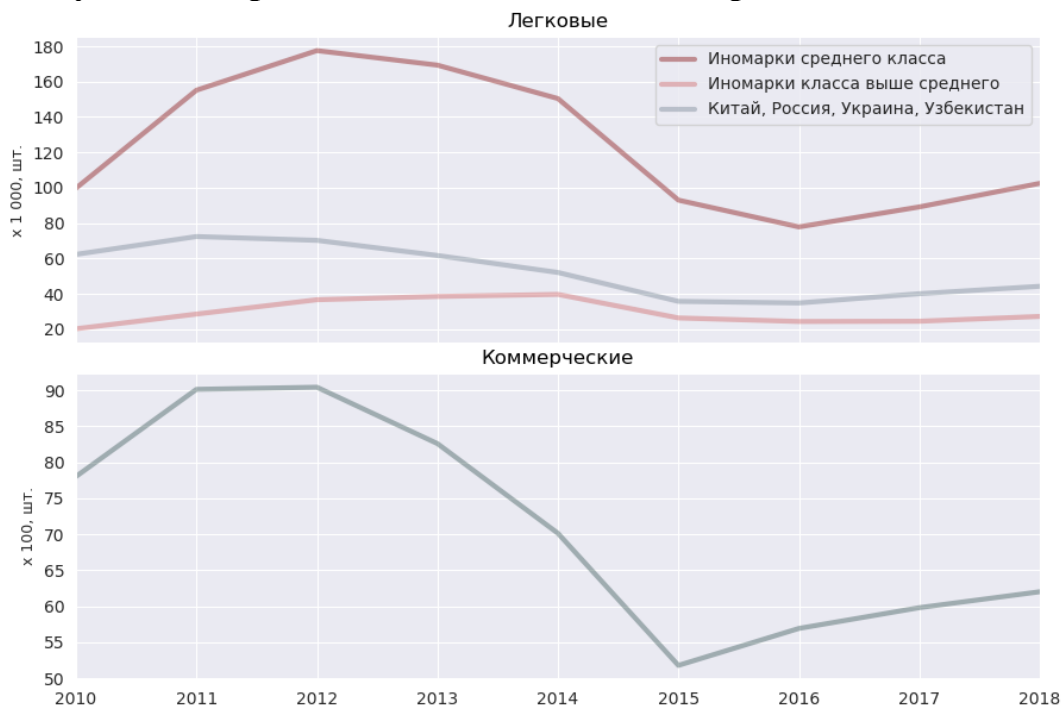
	Первая ¹⁾	Вторая	Третья	Четвертая	Пятая	Шестая	Седьмая	Восьмая	Девятая	Десятая ²⁾
Хлебные продукты	92	94	97	99	98	97	99	101	99	97
Картофель	54	57	59	60	59	61	61	63	61	60
Овощи и бахчевые	67	81	92	98	99	104	109	118	123	129
% от потребления 10-й группы	52%	63%	71%	76%	77%	81%	84%	91%	95%	100%
Фрукты и ягоды	39	52	60	65	68	74	80	90	97	102
% от потребления 10-й группы	38%	51%	59%	64%	67%	73%	78%	88%	95%	100%
Мясо и мясопродукты	56	70	78	82	85	90	96	104	108	111
% от потребления 10-й группы	50%	63%	70%	74%	77%	81%	86%	94%	97%	100%
Молоко и молочные продукты	174	209	237	254	264	272	293	304	321	323
% от потребления 10-й группы	54%	65%	73%	79%	82%	84%	91%	94%	99%	100%
Яйца, шт.	171	195	211	224	227	233	240	255	269	277
% от потребления 10-й группы	62%	70%	76%	81%	82%	84%	87%	92%	97%	100%
Рыба и рыбопродукты	14	17	19	20	21	22	24	26	26	27
% от потребления 10-й группы	52%	63%	70%	74%	78%	81%	89%	96%	96%	100%
Сахар и кондитерские изделия	25	28	30	31	31	32	33	34	35	34
Масло растительное и другие жиры	9	10	11	11	11	11	11	11	12	12

Первая группа – 10% населения с наименьшими располагаемыми ресурсами

Десятая группа – 10%; населения с наибольшими располагаемыми ресурсами

Аналогично, на фоне стабильности «средних» показателей по продажам непродовольственных товаров, последние два года интенсивно растут продажи легковых автомобилей (см. Рисунок 32). Это, вероятно, косвенно свидетельствует о том, что средний класс из кризиса практически вышел.

Рисунок 32. Продажи новых автомобилей различных классов

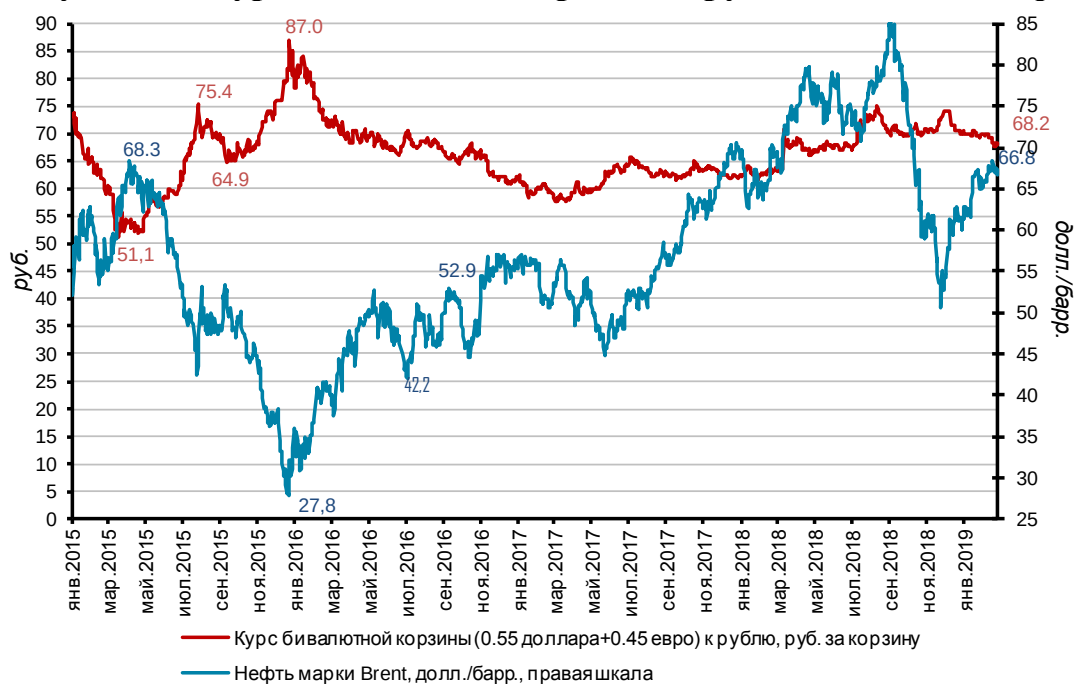
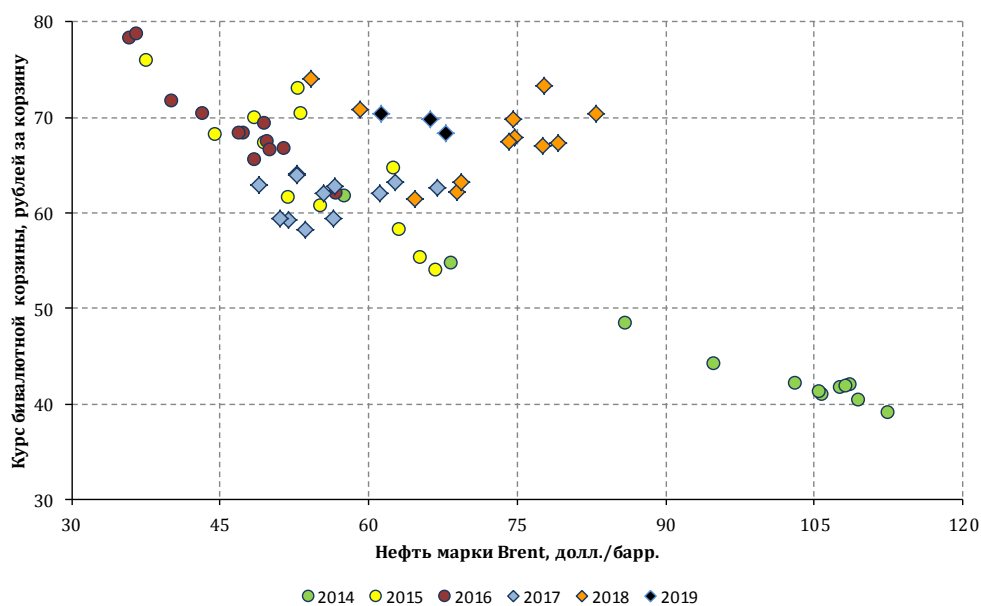


Обменный курс

В 2018 – начале 2019 гг. обменный курс рубля проявил исключительную устойчивость к изменению ситуации на мировых рынках нефти и других экспортных сырьевых товаров. Однако одновременно возрастает зависимость от трансграничных потоков капитала.

Так, за январь-сентябрь 2018 г. нефтяные котировки повысились на 27%, а курс рубля к бивалютной корзине (доллар США, евро) не только не вырос, но наоборот – снизился на 11%. С октября 2018 г. по март 2019 г. нефть подешевела на 21%, а рубль по отношению к бивалютной корзине подорожал на 3% (см. Рисунки 33 и 34).

Рисунок 33. Курс бивалютной корзины к рублю и цена на нефть

Рисунок 34. Курс бивалютной корзины к рублю и цена на нефть
(в среднем за месяц)

Отчасти такая устойчивость стала следствием усиления воздействия на российский валютный рынок со стороны Министерства финансов, покупающего валюту в рамках бюджетного правила. В условиях подорожания нефти объем покупок валюты на открытом рынке со стороны Минфина возрастает, нейтрализуя повышательное давление на рубль. В условиях удешевления нефти Минфин сокращает покупки, или вовсе уходит с валютного рынка (как это было во втором полугодии 2018 г.) – тем самым нейтрализуется понижающее давление на рубль.

Другим фактором стало принятие (или угроза принятия) новых внешнеэкономических санкций против российской экономики со стороны США (в апреле и августе), стимулировавшее усиление чистого оттока капитала из российской экономики. Последнее нейтрализовало рост чистого притока валюты от экспорта и других текущих операций (см. Рисунки 35 и 36).

Рисунок 35. Чистый приток валютных средств по каналам текущих и капитальных операций (% к ВВП, за скользящий год)

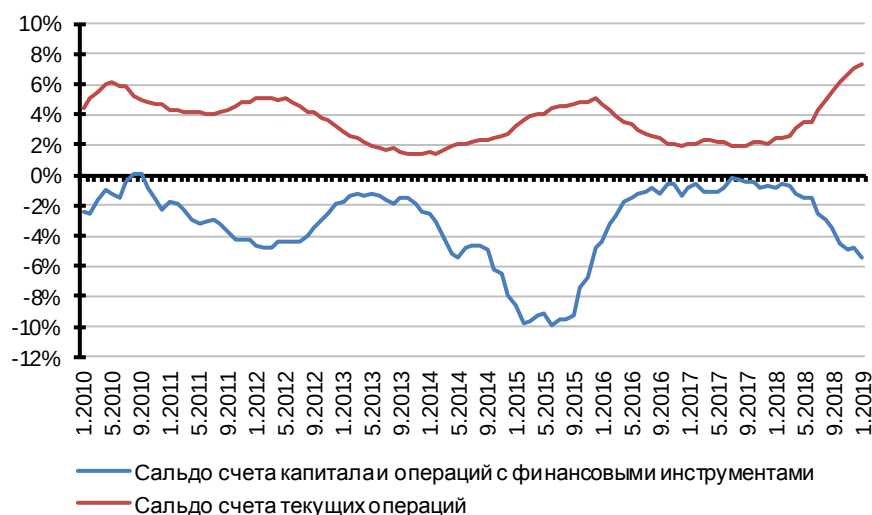
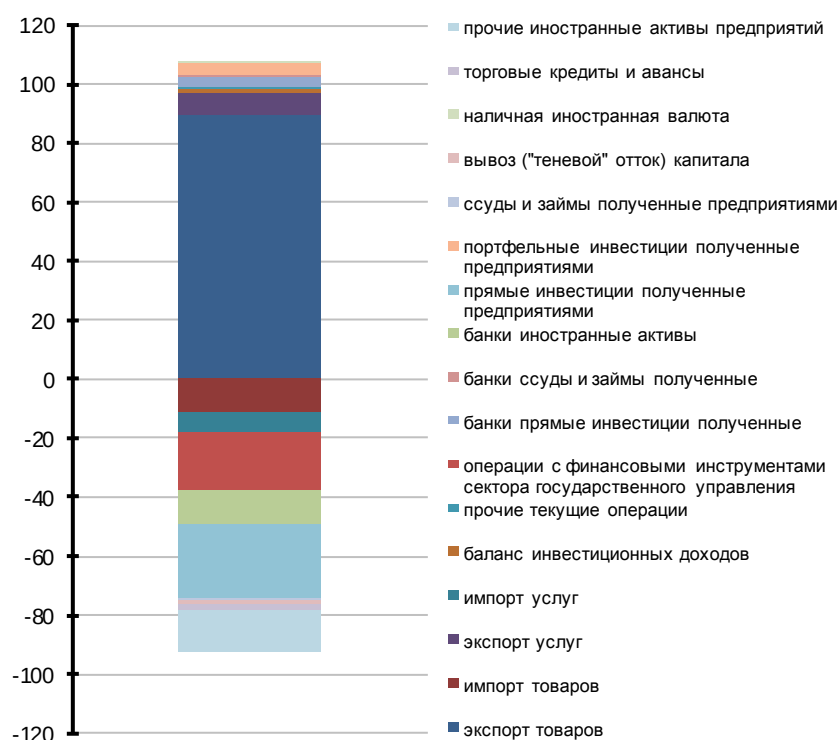


Рисунок 36. Изменение основных позиций платежного баланса России в 2018 г. по сравнению с 2017 г. (млрд. долл., «+/-» – изменение, ведущее к увеличению/уменьшению притока валютных средств)



При этом усиление чистого оттока капитала произошло по трем основным каналам:

- сокращение притока прямых иностранных инвестиций;
- вывод нерезидентами средств из российских государственных облигаций;
- расширение иностранных активов российских компаний и банков.

Последний тренд выглядит парадоксально на фоне роста рисков замораживания зарубежных активов в рамках обсуждаемых новых пакетов санкций (см. ниже). По всей видимости, расширение иностранных активов является вынужденным – оно отражает «зависание» на зарубежных счетах части экспортной выручки в условиях санкционного ужесточения контроля сделок с российскими контрагентами. Также не исключено, что из-за угрозы санкций российские компании и банки вынуждены дублировать каналы расчетов по внешнеторговым сделкам, что также увеличивает остатки средств на зарубежных счетах.

Процентные ставки, денежное предложение

2018 г. стал годом смены трендов в динамике процентных ставок и денежного предложения, резко нарастивших свою зависимость от внешнеэкономической конъюнктуры.

Если до второго квартала Банк России снижал ключевую ставку, реагируя на уменьшение инфляционных рисков, то начиная с третьего квартала – перешел к политике повышений ключевой ставки (см. Рисунок 37). Этот переход был мотивирован необходимостью противодействия ослаблению рубля в условиях рисков существенного ужесточения внешнеэкономических санкций, а также инфляционному эффекту от увеличения ставки НДС.

В первом квартале 2019 г. инфляция стала снижаться; её скачок в начале года был локальным (январь: 1.01%, февраль: 0.4%, март, оценка: 0.3%), и обусловлен коррекцией НДС и тарифов на услуги ЖКХ. В годовом выражении сейчас инфляция оценивается порядка 5.3-5.4%.

Правда, в части инфляции издержек есть значительный потенциал дальнейшего удорожания бензина и, вероятно, хлеба.

К началу 2019 г. величина ключевой ставки, также как и большинства ставок по банковским кредитным и депозитным инструментам вернулись на уровень начала 2018 г. В результате реальные ставки по банковским кредитам конечным заемщикам на российском рынке по-прежнему остаются весьма высокими (см. Рисунок 38).

Отказ регулятора от ранее декларировавшейся линии на неповышение ключевой ставки (см. ниже) привел к переоценке банками процентных рисков, ухудшению ожиданий относительно перспектив возврата заёмщиками кредитов, снижению конкуренции за заемщиков и, в конечном счете – ужесточению условий банковского кредитования – как процентных, так и непроцентных (см. Рисунок 39). К последним относятся требования к платежеспособности заёмщика, обеспечению кредита, ограничения на сроки и размер кредита.

Рисунок 37. Курс бивалютной корзины к рублю и ключевая ставка Банка России

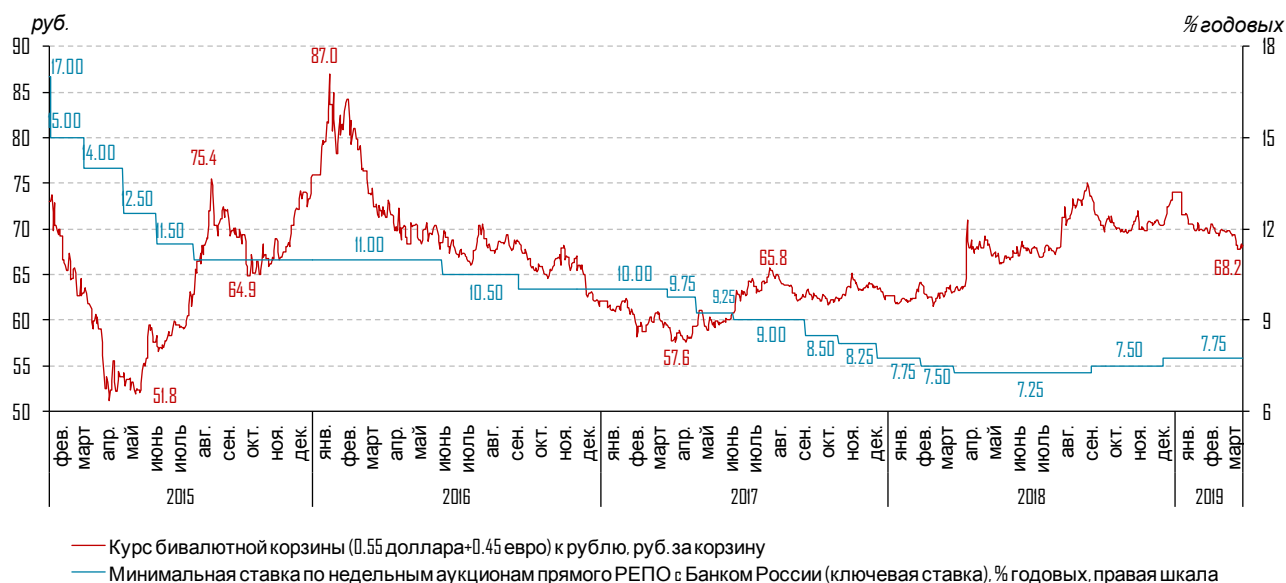
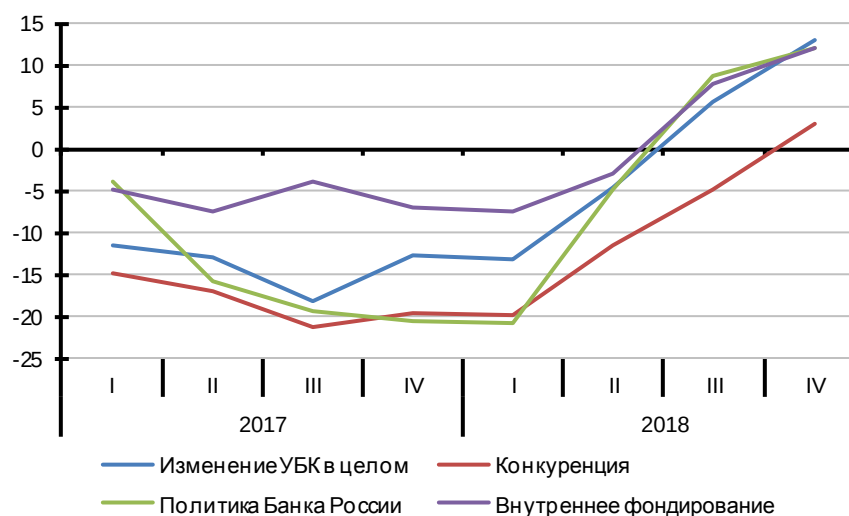


Рисунок 38. Реальная и номинальные ставки по краткосрочным (сроком до 1 года) банковским кредитам предприятиям (% годовых)



Рисунок 39. Изменение условий банковского кредитования (процентных и непроцентных) крупных предприятий и его основные факторы (по данным опросов Банка России, диффузные индексы, «+» – ужесточение условий, «-» – смягчение условий, %)



В то же время пересмотр процентной политики Банка России ограничил отток средств нерезидентов с рынка государственных облигаций, что, при прочих равных условиях, ослабило влияние фактора санкций на курс рубля. Более того, это решение создало предпосылки для восстановительного укрепления рубля в первом полугодии 2019 г. (разумеется, в случае, если недавно анонсированные новые санкции США против российской экономики будут иметь «чисто символический» характер).

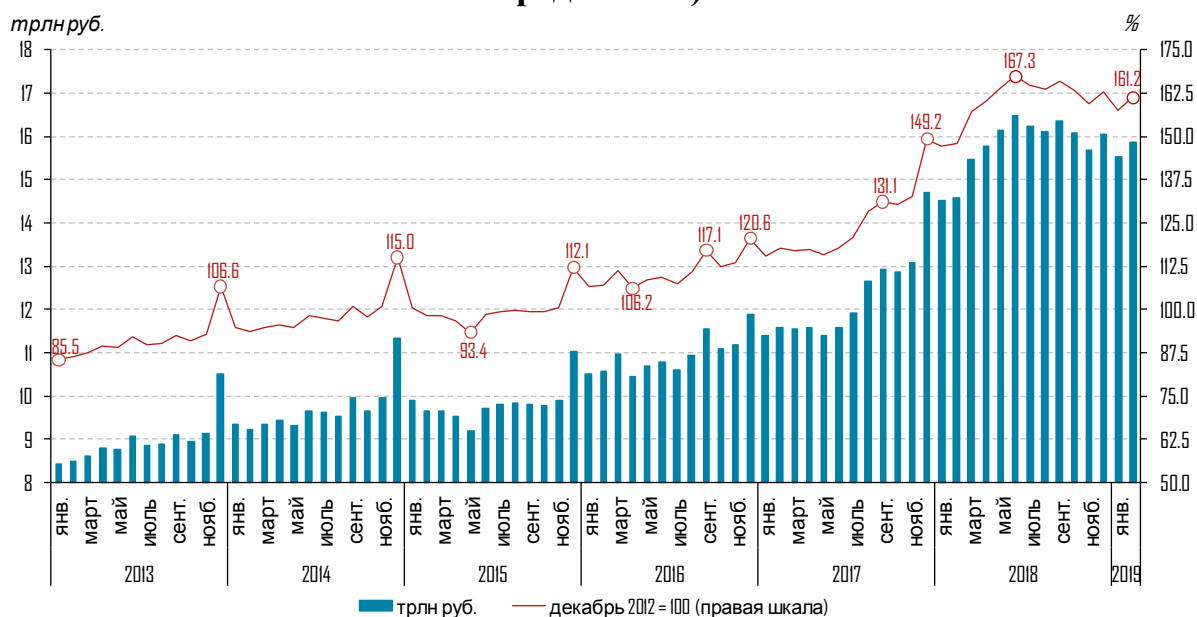
Динамика денежного предложения в 2018 г. также оказалась крайне неравномерной. Если на начало 2018 г. годовой темп прироста денежной базы в широком определении составлял +27%, в середине 2018 г. + 42%, то на начало 2019 г. – всего +9% (см. Рисунок 40).

Это стало следствием приостановки Минфином покупок валюты на открытом рынке во второй половине года²⁴ – с целью компенсировать понижающее давление на рубль в условиях падения мировых цен на нефть и усиления санкционных рисков. Вплоть до этого момента такие покупки являлись основным каналом притока рублевой ликвидности в российскую экономику.

Однако с середины января 2019 г. под влиянием стабилизации нефтяных цен и снижения угрозы введения жестких санкций Минфин возобновил покупки иностранной валюты на открытом рынке в рамках бюджетного правила. Это будет способствовать восстановлению динамики денежного предложения.

²⁴ В этот период Минфин перешел к покупкам валюты непосредственно у ЦБ РФ – вместо покупок на открытом рынке. Это означало приостановку соответствующей рублевой эмиссии.

Рисунок 40. Денежное предложение (денежная база в широком определении)



Таким образом, в 2018 г. монетарные власти перешли к более активному использованию денежно-кредитной политики в качестве инструмента противодействия нестабильности на валютном рынке. Это позволяет снижать валютные риски экономических агентов, но в то же время делает ситуацию с процентными ставками и ликвидностью в банковской системе менее предсказуемой, теснее привязывая её к неустойчивой внешнеэкономической конъюнктуре.

Банковский сектор

В 2018 – начале 2019 гг. сложились предпосылки для стабилизации ситуации в банковском секторе:

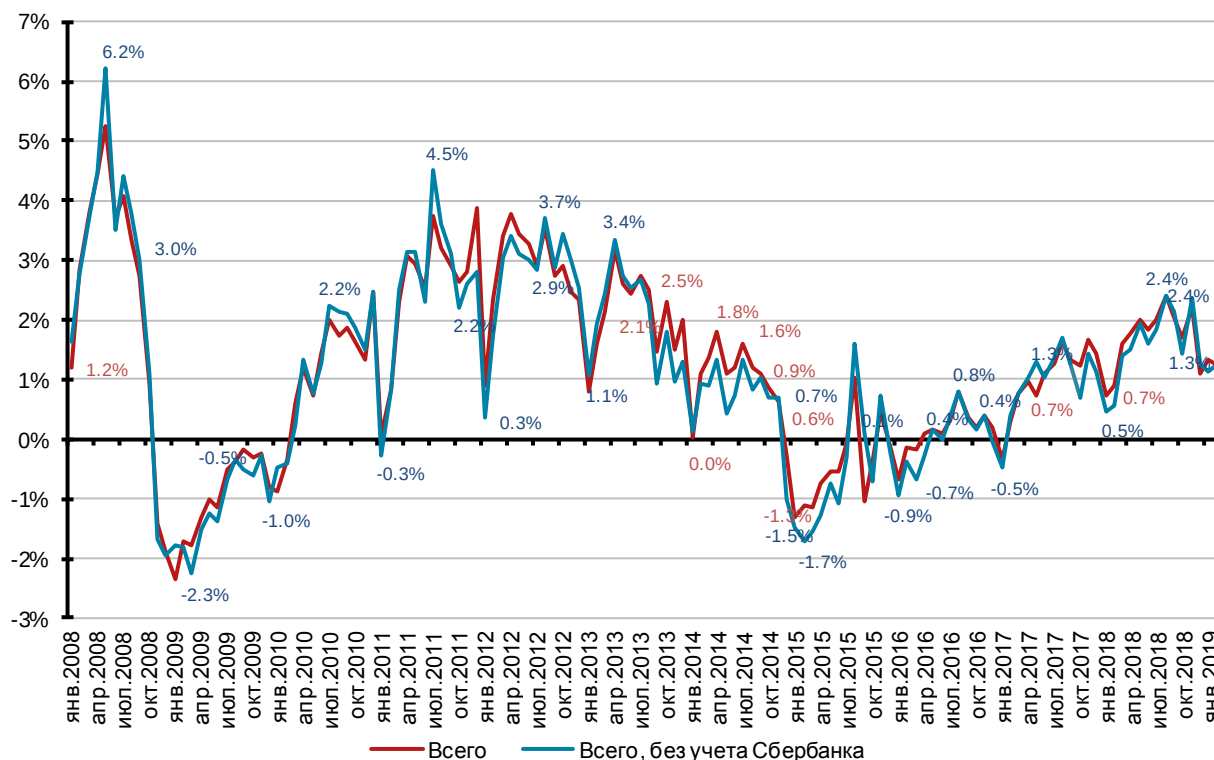
- уровень обеспеченности банков абсолютно ликвидными рублевыми активами остается весьма высоким, даже несмотря на некоторое её снижение в результате ограничения денежного предложения во втором полугодии 2018 г. Ожидаемое в 2019 г. возобновление роста денежного предложения будет способствовать дальнейшему повышению уровня этой обеспеченности;
- под влиянием избытка ликвидности банки перешли к более активному наращиванию кредитных портфелей – как розничного, так и корпоративного (см. рисунки 41 и 42)²⁵. Динамика кредитного портфеля перестала отставать от динамики ВВП. Это означает, что банки более не упускают возможность заработать на расширении доходов экономических агентов. Парадоксальным

²⁵ Темп прироста портфеля кредитов населению в 2018 г. составил +22%, предприятиям +5.4% против, соответственно, +14% и +1.6% в 2017 г. По состоянию на начало марта 2019 г. годовой темп прироста портфеля кредитов населению составлял +23%, предприятиям +6.0%

образом это происходит на фоне начавшегося в конце 2018 г. повышения процентных ставок. Подобный парадокс объясняется традиционно слабой чувствительностью спроса на краткосрочный кредит (потребительское кредитование, займы предприятий для пополнения оборотного капитала) к уровню процентных ставок²⁶;

- следствием активизации кредитования стало восстановление уровней прибыльности и капитализации банков, причем не только крупнейших госбанков (Сбербанк, группа ВТБ, Газпромбанк), но и широкого круга частных банков (за исключением банков, ранее переданных на санацию – см. рисунки 43 и 44). Это повышает их устойчивость к возможным кредитным рискам, а также создает потенциал для дальнейшего расширения бизнеса.

Рисунок 41. Кредиты населению (с исключением валютной переоценки, темпы прироста за месяц)



²⁶ Спрос населения и предприятий на краткосрочный кредит в значительной мере «ведётся» колебаниями уровня оптимизма заёмщиков. В условиях роста позитивных ожиданий дороговизна заимствований зачастую не рассматривается как существенное ограничение для привлечения средств. Что касается спроса на долгосрочный кредит (ипотечное кредитование населения, инвестиционное кредитование предприятий), то здесь, наоборот, чувствительность к уровню процентных ставок весьма высока.

Рисунок 42. Кредиты нефинансовым предприятиям (с исключением валютной переоценки, темпы прироста за месяц)

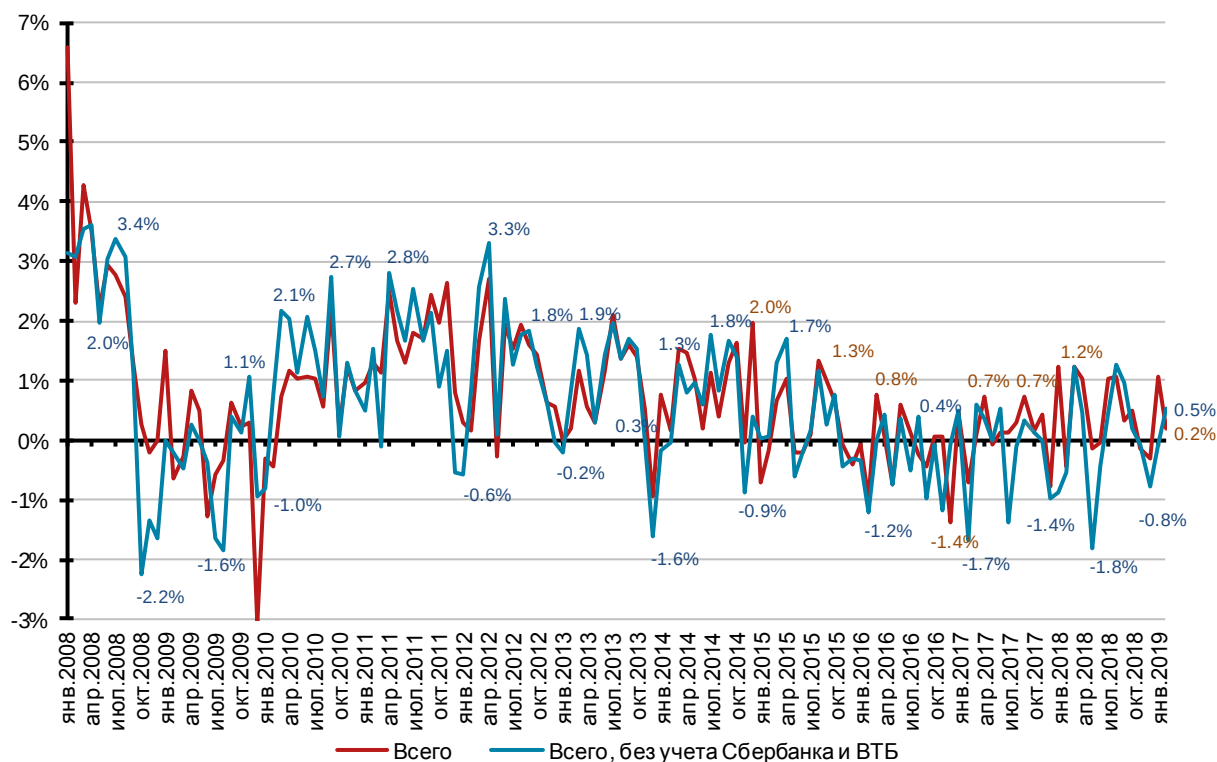


Рисунок 43. Прибыльность активов банков (без учета Сбербанка, ВТБ, Газпромбанка и банков, находящихся на санации, %)

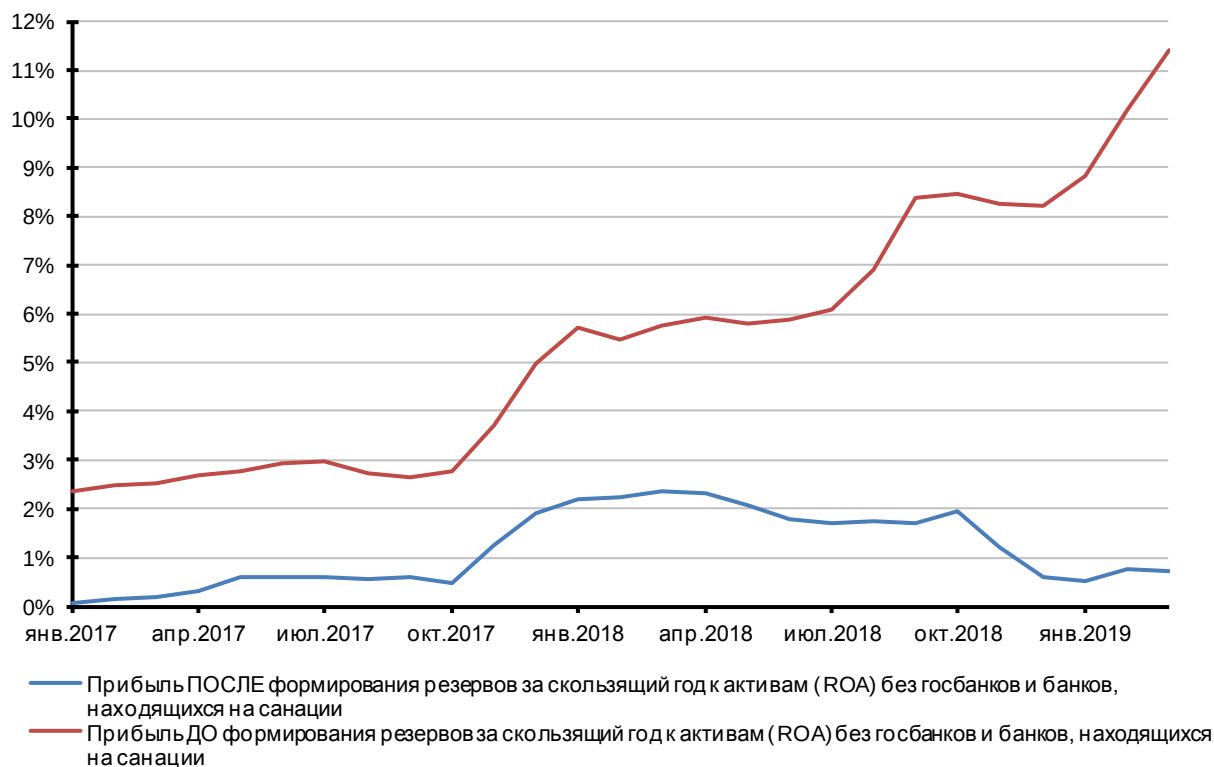
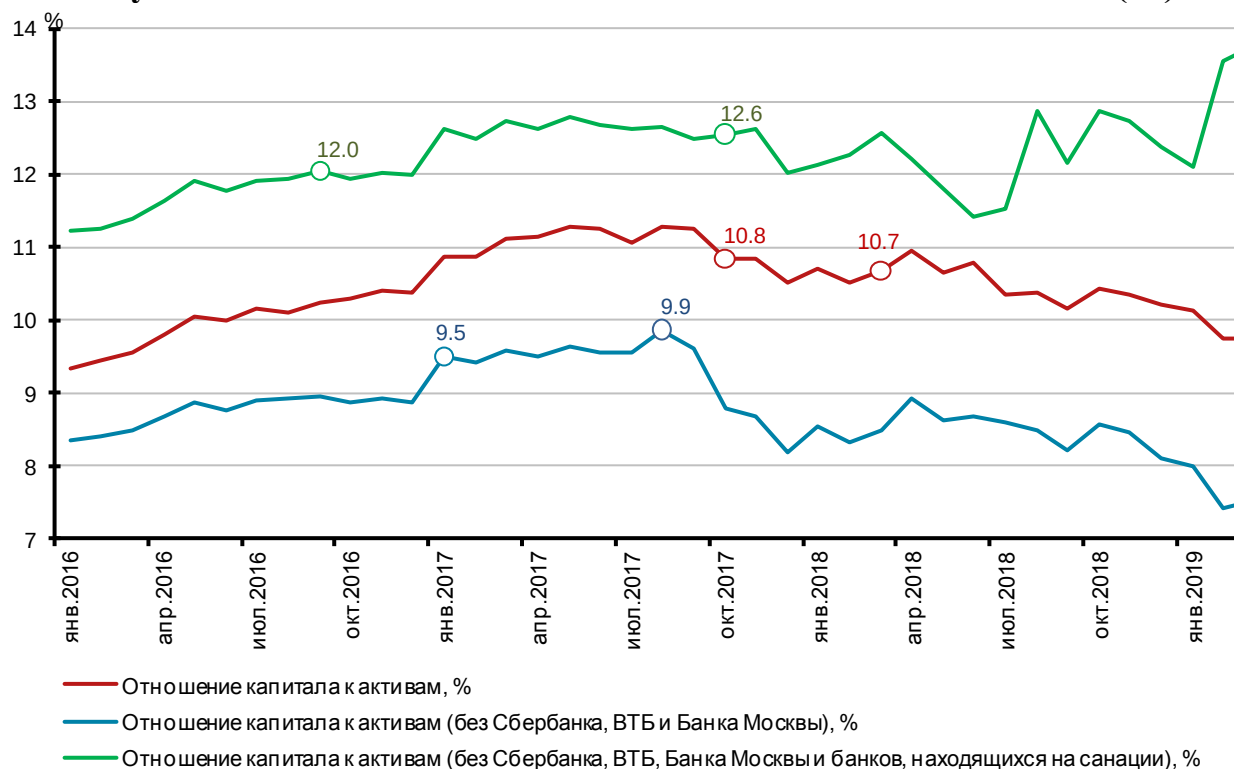


Рисунок 44. Обеспеченность банков собственным капиталом (%)

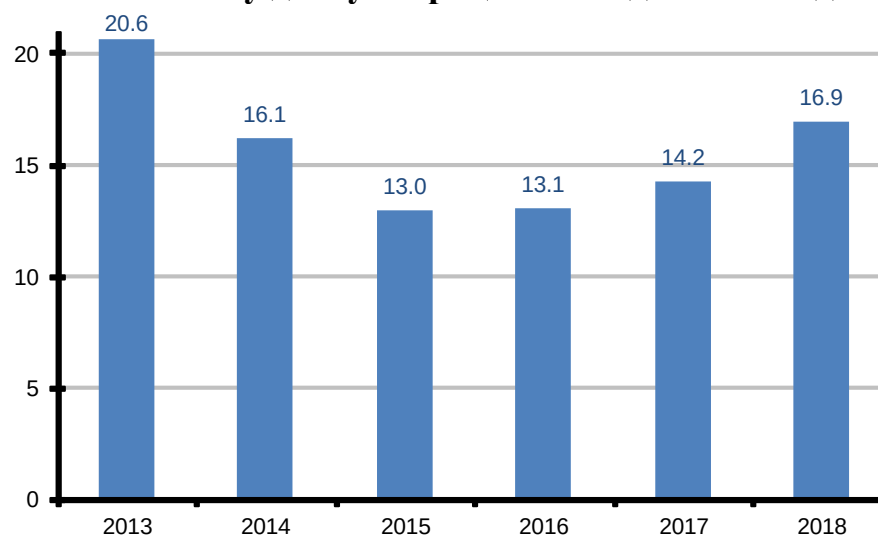


Безусловно, ускорение роста банковского кредитования в условиях повышения процентных ставок заставляет опасаться увеличения долговой нагрузки на доходы заёмщиков, и дальнейшего ухудшения качества обслуживания долга, а в перспективе – новой волны кризиса «плохих» долгов.

Прежде всего, такие опасения возникают в отношении потребительских (неипотечных) кредитов населению.

Действительно, уровень долговой нагрузки на доходы домашних хозяйств за последнее время существенно вырос (см. Рисунок 46). Однако пока он всё-таки заметно ниже предшествующего максимума, достигнутого в 2013 г. Исходя из этого можно предположить, что при сохранении нынешних трендов «вызревание» риска нового кризиса на рынке потребительского кредитования произойдет не ранее начала следующего года.

Рисунок 45. Долговая нагрузка на доходы домашних хозяйств (отношение платежей по основному долгу и процентам к денежным доходам, %)



Что касается корпоративного кредитования, то здесь общая динамика наращивания долга пока невысока. При этом наиболее интенсивный рост долга наблюдается в отраслях с невысокой динамикой просроченной задолженности – в химическом производстве, металлургии, транспорте и связи, торговле (сравни рисунки 47 и 48)²⁷. Как следствие, ситуация в кредитовании большинства отраслей пока не вызывает сильных опасений.

²⁷ Заметим, что для предприятий, занятых в добыче топливных полезных ископаемых было характерно и быстрое расширение привлечения банковских кредитов, и заметный рост объема просроченной задолженности. Однако доля просроченной задолженности в кредитах предприятий этой отрасли всё ещё весьма невелика, что позволяет не опасаться возникновения здесь очага кризиса «плохих долгов»

Рисунок 46. Интенсивность кредитования различных отраслей экономики в 2018 г. (по вертикали – темп прироста кредитов, по горизонтали – прирост доли отрасли в совокупном кредитном портфеле, %)²⁸

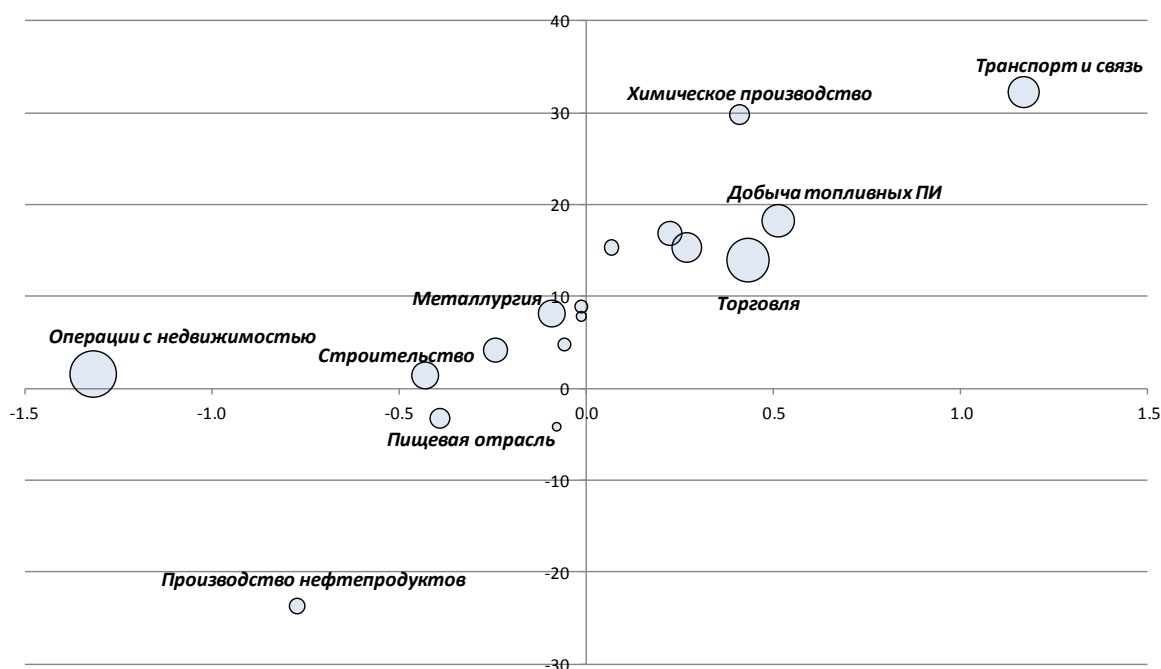
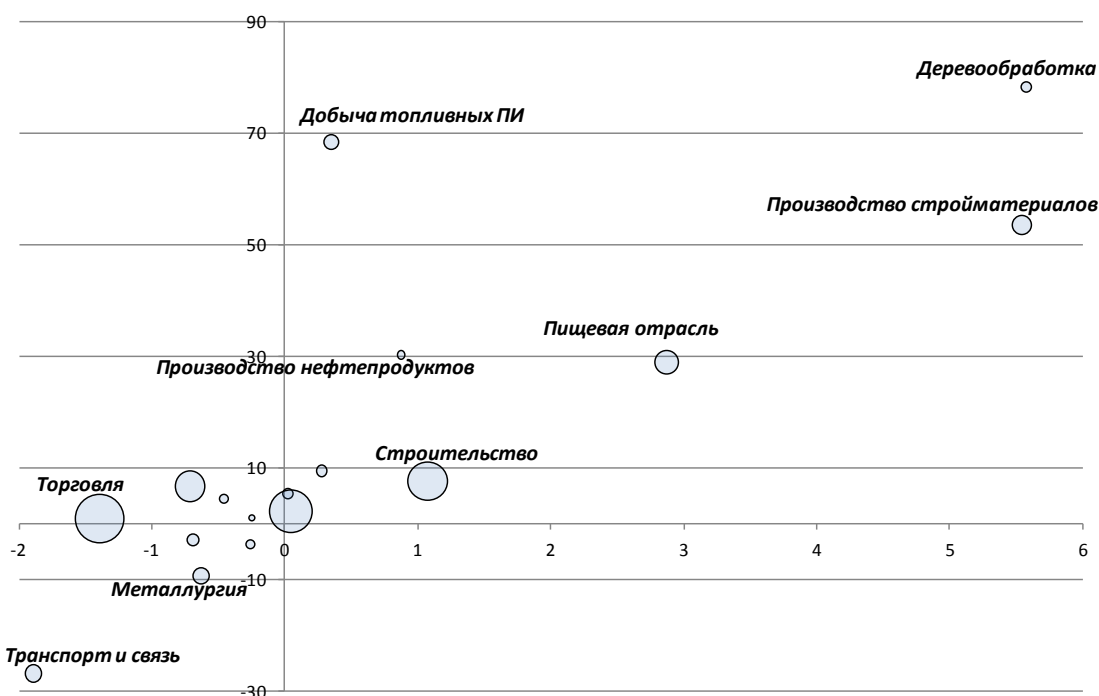


Рисунок 47. Интенсивность увеличения просроченной задолженности по банковским кредитам в различных отраслях экономики в 2018 г. (по вертикали – темп прироста просроченной задолженности, по горизонтали – прирост доли просроченной задолженности в кредитах, %)²⁹



²⁸ Площадь круга соответствует величине долга отрасли перед банками

²⁹ Площадь круга соответствует величине просроченной задолженности отрасли по банковским кредитам

Исключение составляет кредитование строительного комплекса (промышленность строительных материалов, строительство, операции с недвижимостью). Для этого сегмента характерно:

- плохое качество долга уже в настоящее время (доля «официальной» просроченной задолженности в строительстве и производстве стройматериалов составляет 18-20%);
- текущая тенденция к дальнейшему ухудшению этого качества;
- текущая тенденция к сжатию кредитования при высокой зависимости бизнеса компаний сектора от привлечения новых банковских кредитов;
- существенные шоки, связанные с изменением механизма финансирования в ближайшем будущем (запрет на дальнейшее привлечение средств дольщиков, замещение их более дорогим и «труднодоступным» банковским проектным финансированием).

Нельзя исключить, что к концу 2019 г. компании строительного комплекса могут столкнуться со скачком рисков потери платежеспособности.

В случае сохранения нынешней привязки ситуации с процентными ставками и банковской ликвидностью к внешнеэкономической конъюнктуре, новое падение цен на нефть или качественное ужесточение режима санкций может стать триггером вызревающих рисков на рынке краткосрочного потребительского долга и в сфере кредитования строительного комплекса.

В целом, в 2018 г. банковская система адаптировалась к последствиям "старых" шоков, но при этом она стала более уязвимой к новым

Среднесрочный прогноз

Что касается *среднесрочного (на 2019-2022 гг.) прогноза*, то к числу базовых инвариантных трендов, которым предстоит определять развитие российской экономики в перспективный период, относятся следующие:

- инерция замедления экономики, сформировавшаяся ожиданиями её динамики на уровне 1.5-2.5% в год. Реализация новых (2018 г.) Национальных проектов направлена, прежде всего, на перелом этих, уже сложившихся и набравших силу негативных тенденций;
- устойчивость режима антироссийских экономических санкций, практически исключая возможность их смягчения (в США – требует отмены соответствующих законов Конгрессом и утверждения этого решения Президентом; в Евросоюзе – консенсусная позиция делегаций стран-участников). При этом риск ужесточения санкционного режима вполне существенен (см. ниже);

- устойчивость постепенного, но неуклонного снижения цен на нефть, маркирующего, в свою очередь, завершение восходящей фазы цикла мировой экономической конъюнктуры. Скачок мировых цен на нефть в 2017-2018 гг. был в значительной мере обусловлен действием локальных событийных факторов (прежде всего, внезапного снижения добычи и экспорта нефти из Венесуэлы). В настоящее время данный фактор уже «отыгран». Кроме того, на волне высоких цен на нефть, в США существенно усилилась активность компаний, добывающих сланцевую нефть, что в следующем году станет, вероятно, дополнительным фактором, оказывающим давление на цены на углеводороды.
Одновременно, по крайней мере, в США (вероятно, перегретый рынок недвижимости, фондовый рынок) и в Китае (сфера строительства, кредитный рынок) проявились признаки того, что пик экономической конъюнктуры уже пройден. И дальше вопрос состоит, скорее в форме «охлаждения» мировой экономики – мягкого и управляемого, с постепенным замедлением темпов с 3.1% в 2018 до 2.8-2.9%, или с эпизодом масштабного структурного кризиса в районе 2021 г., с падением темпов до 2.4-2.5% в год (о чём отчасти свидетельствует наметившийся рост опережающего индикатора глобального кризиса);
- сохранение в России сформировавшейся в последние пять-восемь лет умеренно жесткой денежно-кредитной и фискальной политики, характеризующейся высокой положительной процентной ставкой, бюджетным профицитом, накоплением резервов в рамках бюджетных правил и т.д. Можно ожидать, что нынешняя модель экономической политики сохранится и в перспективе;
- начало реализации пенсионной реформы, которая будет происходить в течение всего прогнозного периода;
- на этом фоне будут реализовываться Национальные проекты (по крайней мере, их «затратная стадия»), призванные, в совокупности, обеспечить, в условиях санкций, переход российской экономики к интенсивному, порядка 4% в год, экономическому развитию;
- будут полностью реализованы инициативы по экономической интеграции в рамках ЕАЭС, означающие реализацию «четырёх свобод» ЕАЭС (движения товаров, услуг, трудовых ресурсов, капиталов). Подобная политика не только означает возникновение дополнительных возможностей экспорта российской продукции, но и создает риски, связанные с усилением конкуренции и «разогревом» рынка труда.

О ситуации в сфере государственных финансов в 2019 г.

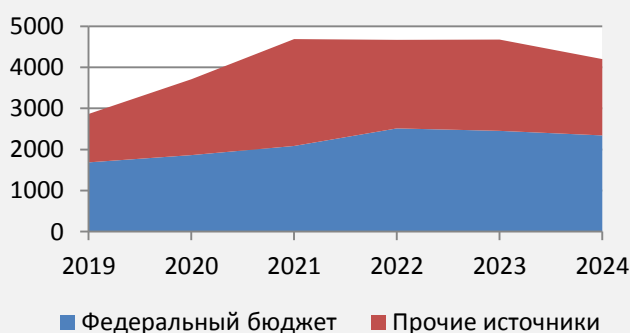
На начало 2019 г. состояние государственных финансов можно охарактеризовать как устойчивое. Во-первых, в 2018 г. впервые с 2012 г. сложился профицит консолидированного бюджета. Во-вторых, в предыдущем году были восполнены резервы. В-третьих, региональные бюджеты закончили 2018 г. с профицитом порядка 500 млрд. руб. Наконец, в четвертых, Россия сохраняет низкий уровень государственного долга (порядка 12% ВВП на конец 2018 г.).

Однако, по сравнению с 2018 г., в текущем и последующих годах перед бюджетом стоит более широкий спектр задач.

В 2018 г. бюджетная политика была направлена на накопление ресурсов и сохранение стабильности в условиях санкций. По итогу года можно констатировать, что обе задачи были выполнены, чему способствовал рост цен на нефть в первые три квартала и активное применение бюджетного правила. Так, рост нефтяных цен обеспечил наполнение Фонда национального благосостояния и специальных счетов дополнительных нефтегазовых доходов (совокупный объем средств ФНБ и таких счетов составил к концу года порядка 8.5 трлн. руб.). Закупка валюты в рамках бюджетного правила позволила предотвратить укрепление рубля, что помогло сдержать рост импорта.

В 2019 г., в условиях существующих и возможных новых санкций, а также сжатия внутренних источников инвестиций, бюджет должен стать ядром развития экономики через расширение социальных расходов (на 7% в 2019 г. по сравнению с 2018 г.) и бюджетных инвестиций, прежде всего в рамках национальных проектов, где на федеральный бюджет приходится в среднем более половины из предполагаемых 26,5 трлн. руб. расходов (см. рисунок 48).

Рисунок 48. Планируемые объемы расходов на национальные проекты в 2019-2024 гг., млрд. руб.



Очевидно, при снизившихся в конце прошлого года ценах на нефть нефтегазовых доходов может оказаться недостаточно для этих целей. Соответственно, принят ряд решений в сфере налоговой политики.

Во-первых, усиливается фискальная составляющая через увеличение ставки НДС с 18% до 20%. Это снизит возможности мультипликационных эффектов в экономике на адаптационный период (до 1.5 года), однако обеспечит до 800 млрд. руб. дополнительных доходов бюджета.

Во-вторых, налоговые стимулы дополнены инвестиционным вычетом из налога на прибыль, новыми условиями налогового вычета с доходов при ликвидации иностранных компаний, компенсациями затрат по инвестиционным проектам, а также затрат на технологическое обновление. Можно отметить также отмену налога на движимое имущество организаций, эта мера должна хотя бы частично компенсировать повышение НДС.

В-третьих, объявлен 6-летний мораторий на изменение (читай — увеличение) налоговой нагрузки.

Соответственно, сценарии экономического развития на 2019-2022 гг. будут определяться прохождением следующих сценарных развилок, отражающих неопределённости среднесрочного периода (см. таблицу 4):

1. Происходит или нет смягчение макрофинансовой политики (в первую очередь, монетарной политики Банка России), или она остаётся нацеленной на обеспечение стабилизации инфляции.

Разумеется, смягчение монетарной политики может быть лишь в рамках сформировавшегося уже «правила Банка России» (до уровня конца 2017 – первой половины 2018 гг.). Кроме того, в сфере бюджетной политики (при сохранении бюджетных правил) проводится политика «расходы в меру доходов»: дополнительный прирост доходов бюджета в результате экономического роста ведёт к расширению расходов бюджета (в основном, на закупки товаров и услуг), а не к повышению остатков на счетах Казначейства в Банке России.

«Неявные принципы» процентной политики ЦБ (анализ риторики регулятора)

С конца 2017 г по середину 2018 г.:

- противодействие мерами процентной политики рискам замедления экономического роста;
- отсутствие реакции (ужесточения процентной политики) на единовременное повышение уровня цен из-за немонетарных факторов;
- «нормализация» к концу 2018 г. уровня реальной ключевой ставки Банка России³⁰, то есть ее снижение до 2-3% годовых (ближе к середине этого интервала);
- обеспечение, по возможности, монотонной динамики ключевой ставки в будущем, то есть отсутствие новых повышений ставки в целях минимизации процентных рисков для банковской системы и участников кредитного рынка.

С середины 2018 г. по настоящее время:

- постулирование возможностей экономического перегрева (из-за превышения фактической динамикой производства динамики «потенциального ВВП»), и соответственно, допустимости сохранения ещё в течение года-двух достаточно жесткой процентной политики;
- необходимость реакции (ужесточения процентной политики) на единовременное повышение уровня цен из-за немонетарного фактора – увеличения ставки НДС, к примеру;
- возможность «нормализации» уровня реальной ключевой ставки Банка России появится только через один-два года при условии стабильности на внешних рынках. Реальная ключевая ставка Банка России скорее всего будет стабилизирована на верхней границе интервала 2-3% годовых;
- немонотонность динамики ключевой ставки в будущем, что предполагает возможность новых повышений как реакции на инфляционные шоки и нестабильность на внешних рынках.

³⁰ Оценивается как разница между текущей ключевой ставкой Банка России и прогнозируемым им уровнем инфляции на предстоящий год

2. Поддержал или нет бизнес импульс развития, связанный с реализацией Национальных проектов и (возможным, см. п. 1) смягчением финансовой политики:
- «компании не поверили», что подразумевает нынешний, умеренный рост инвестиций, низкая (к примеру в меру роста производительности труда) динамика реальной заработной платы³¹. Такой вариант с большой вероятностью может быть реализован при условии сохранения нынешней, ориентированной на макроэкономическую и финансовую стабилизацию экономической политики;
 - «компании поверили», что, в рамках прогноза, выражается в повышении нормы инвестирования (доля частных инвестиций в валовой прибыли), и, с лагом в год, в ускоренном росте заработной платы. Этот вариант реализуется скорее при условии перехода к стимулирующей денежно-кредитной и фискальной политике.

Поскольку эти две неопределенности – государственной экономической и финансовой политики и поведения предприятий – тесно взаимосвязаны, в дальнейшем мы будем рассматривать соответствующие сценарные развилки как единое целое.

Соответственно, вероятность сочетания «сохранения нынешней, стабилизационной кредитно-денежной и фискальной политики плюс негативная реакция бизнеса» – оценивается в 60%, сочетания «переход к стимулирующей денежно-кредитной и фискальной политике, позитивная реакция бизнеса» – в 40%.

3. Происходит ли нет качественное ужесточение секторальных санкций?

В настоящее время остаётся неясной степень готовности США и Евросоюза существенно расширять и повышать чувствительность секторальных санкций против России (в том, что будут расширяться персональные санкции и постепенно ужесточаться режим по уже введённым – сомневаться не приходится).

При этом соответствующими рисками Россия практически не может управлять, поскольку наращивание санкционного давления обуславливается действиями (активизация войны на Донбассе) или провокациями (по аналогии с «Делом Скрипаля») внешних игроков.

К числу наиболее опасных для российской экономики возможных санкций, обсуждаемых в последние пять лет, относятся следующие:

³¹ Динамика реальной заработной платы дополнительно будет сдерживаться реализацией пенсионной реформы («принуждение к занятости» работников предпенсионного возраста) и окончательной либерализацией, в рамках принципа свободы движения рабочей силы, приема мигрантов из трудоизбыточных стран ЕАЭС.

- санкции в отношении нефтедобычи, способные существенно повлиять на разработку «нестандартных» месторождений (со сложными геологическими условиями добычи, ранее истощенных или обводненных, на шельфе и т.д.), что может замедлить развитие российского ТЭК в перспективе;
- блокирование активов широкого круга экспорто-ориентированных российских компаний (нефтяных, металлургических, машиностроительных);
- расширение круга «технологий и товаров двойного назначения», передача которых сопровождается санкциями. С учетом того, что при желании (с учетом «двойного назначения» широкого круга промышленных, информационных и транспортных технологий) такие секторальные санкции могут быть распространены на широкий круг продукции ИТ, производственных и транспортных проектов (включая производство автокомпонентов, совместные проекты в сфере железнодорожного транспорта и производства гражданских самолетов), материалы для фармацевтики и биохимической промышленности и т.д.;
- масштабирование «вторичных санкций», принуждение к подключению к системе санкций зарубежных стран-партнеров и союзников США, развитию «добровольных санкций» со стороны частных компаний;
- возможность отключения российских банков от переводов с использованием SWIFT кодов.

Мы оцениваем вероятность ужесточения значимых секторальных санкций в 75%, сохранения нынешнего санкционного режима – в 25%.

«Максимальные санкции»

Гипотетический сценарий введения санкций по максимально жесткому из тех, которые можно считать реалистичными, варианту.

2019 г. – принятие Конгрессом США законопроекта “Deter act”, следствием чего будет являться:

- Введение санкций в отношении банков, а именно: блокирование активов и запрет транзакций в США двух или более из пяти российских системных банков: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, ВЭБа и Россельхозбанк.
- Запрет на все операции с долговыми обязательствами России, включая гособлигации, выпущенные после введения новых санкций, а также со всеми долговыми обязательствами госкомпаний.
- Запрет на любые новые инвестиции в российский топливно-энергетический сектор гражданам США и с территории США.

2020 г. – дальнейшее ужесточение санкций вследствие реализации набора геополитических рисков (эскалация военного конфликта на Украине и/или «обнаружение вмешательства» в украинские президентские выборы с последующим нагнетанием

обстановки; обострение ситуации в Сирии; ситуация вокруг Венесуэлы, в т.ч. элементы участия в силовой поддержке).

- Отключение ВТБ, Газпромбанка от SWIFT (за Венесуэлу) и РСБ (за оборонку) + «вторичные санкции» для их контрагентов из «третьих стран».
 - Введение санкций по отношению к отдельным российским ИТ-компаниям: блокирование активов и запрет транзакций в США.
 - Принятие санкций по отношению к неамериканским организациям, владеющим новым российским госдолгом.
 - Принятие санкций по отношению к неамериканским организациям, инвестирующим в российский ОПК, в отдельные компании ИТ-сектора, отдельные нефтяные компании.
- 2021 г. – применение США максимально жестких санкций (возможный повод – «обнаружение вмешательства» в выборы президента США в ноябре 2020 года с последующим нагнетанием плюс см. выше)
- Отключение от SWIFT + «вторичные санкции» для контрагентов из третьих стран по отношению к тем госбанкам, к которым они ранее не применялись.
 - Запрет на полеты «Аэрофлота» в США.
 - Запрет на транзакции и блокирование активов на территории США (в рамках санкций типа SDN) широкого круга российских нефинансовых компаний из «Кремлевского досье» – относящихся к металлургическому сектору, транспорту («Аэрофлот», РЖД), машиностроению (авиастроение, судостроение), по всем крупным и значимым ИТ-компаниям.
 - Переход к расширительным трактовкам экспорта «продукции двойного назначения», введение санкций (включая «вторичные санкции») за осуществление таких операций, затрагивающих широкий спектр товаров, импортируемых в Россию.
 - Масштабирование случаев применения «вторичных санкций» к неамериканским организациям, нарушающим запреты на операции с «санкционными» лицами и секторами российской экономики..

4. Происходит или нет (на горизонте до 2022 г.) новая волна глобального экономического кризиса.

Факторами вероятного «перезапуска» глобального бизнес-цикла являются:

- развертывание финансового кризиса. Ожидаемое повышение целевой ставки ФРС США способно привести к оттоку капитала с развивающихся рынков. С учетом наличия группы неустойчивых, обремененными избыточными долгами, экономик, это может привести к финансовому коллапсу на некоторых из них, с последующим распространением кризисных эффектов и на развитые страны;
- возникновение кризиса в производственных цепочках. Сочетание «торговых войн» (в первую очередь, США и Китая) с ростом процентных ставок и, соответственно, дестимулирование инвестиционного спроса способны вызвать глобальное торможение инвестиций в реальные активы. Это, в свою очередь, серьезно ударит по слабым экономикам и способно дальше распространяться на более сильные экономики;

- «схлопывание» финансовых пузырей на ряде рынков в развитых странах, включая рынки высокотехнологичных активов (ИКТ, биотех, аэрокосмос и др.).

Начало кризиса будет ознаменовано спадом на финансовых рынках – возможно, наиболее уязвимых, с точки зрения долговой нагрузки на экономику, стран (Аргентина, Турция, Индонезия, Украина и др.), с последующим распространением шока на развитые экономики, в том числе непосредственно на рынки наиболее развитых стран.

Старт кризиса на финансовых рынках способен практически немедленно запустить процесс падения цен на нефть и другие важнейшие торгуемые сырьевые товары, металлы, зерно и т.д. Начало, примерно через квартал, коррекции в реальном секторе мировой экономики приведёт к снижению масштабов экспорта из России сырьевых товаров и энергоносителей.

Необходимо отметить, что в последнее время отмечено повышение опережающего индикатора глобального финансового кризиса. Такая его динамика означает высокую (более 50%) вероятность кризиса в 2021-2022 гг.

Вероятность наступления новой волны глобального финансового кризиса оценивается в 67%, вероятность нормализации ситуации – 33%.

Таблица 4. Развилки экономической неопределенности

Развилки 1 и 2: На фоне реализации нацпроектов происходит или нет смягчение общей экономической и денежно-кредитной политики, соответственно – нет/есть трансмиссия в экономическую активность частного бизнеса							
Нацпроекты есть, экономическая и денежная политика жесткие, бизнес не подхватил импульс развития (60%)				Нацпроекты есть, экономическая и денежная политика смягчены, бизнес подхватил импульс развития (40%)			
Развилка 3. Происходит ли качественное расширение секторальных санкции? (да – 75%, нет – 25%)							
Санкции – примерно на нынешнем уровне, жесткая экономическая и денежная политика, бизнес не подхватил импульс Нацпроектов (15%)		Санкции усиливаются, жесткая экономическая и денежная политика, бизнес не подхватил импульс нацпроектов (45%)		Санкции – на нынешнем уровне, умеренная экономическая политика, бизнес подхватил импульс нацпроектов (10%)		Не рассматривается	
Развилка 4. Есть или нет новая волна глобального экономического кризиса на горизонте до 2022 гг. (да – 67%, нет – 33%)							
Инерционный сценарий: сохраняется рост мировой экономики, санкции примерно на нынешнем уровне, жесткая экономическая и денежная политика, бизнес реагирует негативно (5%)	Сценарий «ухудшенной инерции»: глобальный кризис, санкции примерно на нынешнем уровне, жесткая экономическая и денежная политика, бизнес реагирует негативно (не рассчитывается)	Конъюнктурное улучшение: сохраняется глобальный рост, санкции усиливаются, жесткая экономическая и денежная политика, бизнес реагирует негативно (15%)	Пессимистичный сценарий: происходит глобальный кризис, санкции усиливаются, жесткая денежная политика, бизнес реагирует негативно (30%)	Оптимистичный сценарий: сохраняется глобальный рост, экономическая политика умеренная, бизнес реагирует положительно (3.5%)	Стресс-сценарий: волна глобального кризиса, санкции на нынешнем уровне, экономическая политика смягчена, бизнес оптимистичен (не рассчитывается)	Не рассматривается	Не рассматривается

Из многообразия возможных сценариев будут подробно проанализированы следующие четыре.

Первый – *оптимистический*, обеспечивающий полную реализацию потенциала, связанного с выполнением Национальных проектов, смягчение денежно-кредитной и фискальной политики в условиях нерасширения антироссийских экономических санкций и сохранение благоприятной экономической конъюнктуры.

Хотя вероятность его реализации очень невелика (порядка 3.5%), этот сценарий интересен тем, что фактически отражает потенциал расширения российской экономики в максимально благоприятных для экономического роста условиях.

Соответственно, коррекция мировой экономики ожидается в минимальных масштабах (торможение с нынешних примерно 3-3.1% в год до 2.8-2.9% в основном, за счет Китая, см. Рисунок 49). Цены на нефть, соответственно, медленно (чуть медленнее мировой инфляции) повышаются на 1-2 долл. за баррель в год (2019 г. – 68 долл. за баррель, см. Рисунок 50).

Рост мировой экономики, максимально возможное в рамках ВТО и сложившейся практики стимулирование российского экспорта (прежде всего, конечно, неэнергетического) приведут буквально к фронтальному расширению экспорта, в том числе нефти и нефтепродуктов с нынешних 410 до 420-423 млн. т (см. Рисунок 51), газа – с 219 млрд м³ до 220-223 млрд. м³ (см. Рисунок 52), машин и оборудования – с 29 до 34-38 млрд. долл. (см. Рисунок 53).

Рисунок 49. Динамика мировой экономики (по вариантам сценариев, темпы прироста, %)



Рисунок 50. Мировые цены на нефть (по вариантам сценариев, долл. за баррель, Urals)



Рисунок 51. Динамика экспорта нефти и нефтепродуктов (по вариантам сценариев, млн. т)



Рисунок 52. Динамика экспорта газа (по вариантам сценариев, млрд. м3)



Рисунок 53. Динамика экспорта машин и оборудования (млрд. долл.)



Второй – *инерционный сценарий* – характеризует возможное развитие российской экономики при благоприятных внешних условиях (санкции – на нынешнем уровне, отсутствие глобального кризиса) и сохранении сегодняшней консервативной экономической политики.

Хотя вероятность его реализации невелика (порядка 5%), он интересен тем, что отражает, примерно, нынешний уровень надежд, связанных с консервативной экономической политикой (в её рамках традиционно принимаются гипотезы отсутствия качественных ухудшений внешней среды) – при сохранении достаточно высоких нефтяных ценах.

Третий – *сценарий конъюнктурного улучшения* (вероятность порядка 15%) предусматривает усиление санкционного режима на фоне сохранения глобального роста и проведения консервативной экономической политики. По оценке, введение санкций (суммарно – за счёт финансовых санкций, в том числе связанных с реализацией трубопроводных проектов, технологических санкций и т.д.) может «стоять» России 17-20 млн т «недоиспользованного» потенциала годового вывоза

нефти и нефтепродуктов и 21-24 млрд. м³ экспорта газа к 2022 г., а также 10-13 млрд. долл. экспорта машиностроительной продукции в год. Соответственно, экспорт нефти и нефтепродуктов начнёт уменьшаться и к 2022 г. снизится до 401-404 млн. т, газа – до 196-199 млрд м³, машин и оборудования – до 22-25 млрд. долл. Экспорт черных и цветных металлов останется на нынешнем уровне.

Кроме того, ожидается чистое снижение внешней задолженности российских компаний (отсутствие возможности рефинансировать ранее набранный долг) и дополнительный отток капитала.

Четвертый – *пессимистический сценарий* (с вероятностью реализации порядка 30%), основывается на сочетании возникновения в 2021-2022 гг. масштабного мирового кризиса, ужесточения санкций и проведения в России жесткой (антикризисной) экономической политики при соответствующих реакциях бизнеса.

Ожидается, что на пике кризиса темпы роста мировой экономики снизятся до 2.5% в 2021 г. и 2.7% – в 2022 г. Соответственно, цены на нефть начинают сокращаться уже с 2020 г. до 60-63 долл. за баррель, в 2021 г. – до 50-53 долл. за барр., в 2022 г. – до 55-58 долл. за барр.

В итоге – снижение спроса на российскую продукцию и осложнение инвестиционного процесса. Дополнительные (по сравнению с предыдущим сценарием) потери годового экспорта газа оцениваются в 18-21 млрд. куб. м, экспорта машин и оборудования – 10-13 млрд. долл.

С точки зрения перспектив экономического роста существенное значение имеют связки «инвестиции в основной капитал – рост производительности труда, рост несырьевого экспорта – повышение экономической динамики» (кстати, что соответствует логике системы Национальных проектов 2018 г.) (см. Рисунок 54).

С этой точки зрения характерны ожидаемые результаты реализации *оптимистического сценария*. Отчасти сопряженный с реализацией Национальных проектов прирост инвестиций (преодолевающий порог в 5% в год в 2021 г. и достигающий 5.2-5.6% в 2022 г., см. Рисунок 55) обуславливает повышение производительности труда на 3% в 2021 г. и почти 3.5% в 2022 г. (см. Рисунок 56). Существенным фактором повышения темпов роста становится ускоренное расширение экспорта товаров, прежде всего – несырьевых. В итоге (с учётом демографических ограничений) прирост ВВП в 2021 г. достигает 2.2-2.5%, в 2022 г. – 2.7-3.0%. Это, в свою очередь, создаёт условия для дальнейшего развития российской экономики и выхода на целевые 3.5-4% прироста к 2024-2025 гг.

В рамках *инерционного сценария* предполагается выход на «естественный» для нашей экономики (без дополнительных стимулирующих мер) уровень инвестиций –

3.5-4% в год, определяемый процентной ставкой и возможностью для высокодоходных бизнесов инвестирования за счет собственных средств. Соответственно, производительность труда в данном сценарии увеличивается на 3-3.5% в год, ВВП (к концу периода) – на 2-2.5% в год. Это примерно тот темп, на который можно рассчитывать при сохранении стабилизационной политики.

Сценарий «конъюнктурного улучшения» характеризуется влиянием на российскую экономику фактически одного фактора – экономических санкций, причем, при благоприятных прочих условиях (медленно улучшающейся экономической конъюнктуры). С учетом того, что санкции влияют на российскую экономику – и через дефицит капитала для инвестиций, и через прямые ограничения на реализацию совместных проектов – можно ожидать, что динамика инвестиций будет к 2022 г. примерно на 1 проц. пункт ниже, чем в предыдущем сценарии. Соответственно (с учётом отмеченных выше «санкционных» проблем с реализацией экспортных инфраструктурных проектов) объём экспорта окажется ниже, чем в предыдущем сценарии примерно на 35-40 млрд. долл. (см. Рисунок 57), а его прирост в 2021-2022 гг. по стоимостному объёму окажется меньше примерно на 3 проц. пункта (см. Рисунок 58). Динамика производительности труда к 2021-2022 гг. будет повышаться примерно на 2.5% в год. Отсюда в данном сценарии экономический рост не превысит 1.5-2%.

Пессимистический сценарий означает возникновение «идеального шторма» для российской экономики. Ужесточение санкционного режима, глобальный экономический кризис (в сочетании с вынуждено очень осторожной экономической политикой) создают предельно негативный фон для развития экономики России. В условиях мирового кризиса можно ожидать, что инвестиции в основной капитал в 2021 г. упадут на 0.6-1.0%, в 2022 г. – в лучшем случае, практически не увеличатся (-0.2 – +0.2%). Соответственно, хотя консерватизм экономической политики в предшествующий период и позволит, видимо, избежать спада, но прирост ВВП окажется минимальным – порядка 0.2-0.5% в 2021 г. и 0.5-0.9% в 2022 г., и то за счет сжатия импорта и национальных проектов.

Рисунок 54. Динамика ВВП
(по вариантам сценариев, темпы прироста, %)

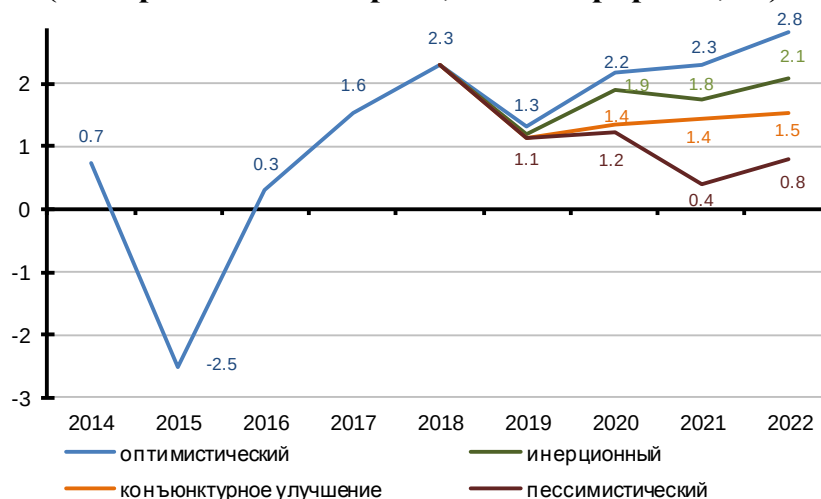


Рисунок 55. Динамика инвестиций в основной капитал
(по вариантам сценариев, темпы прироста, %)

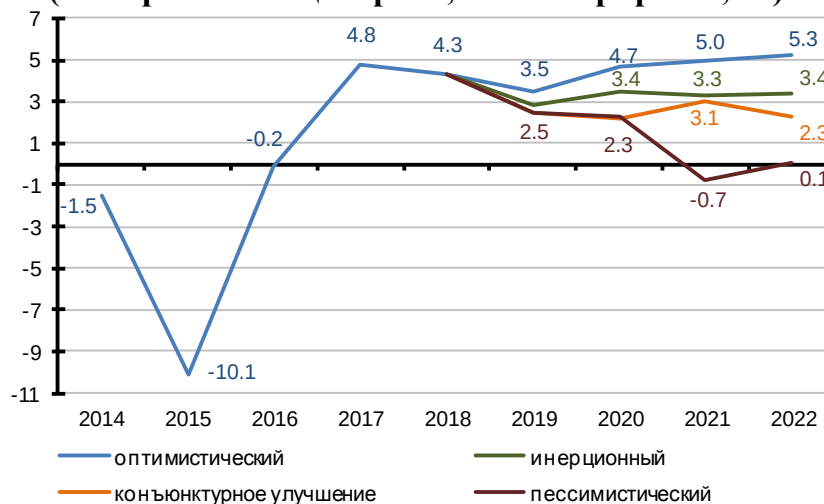


Рисунок 56. Динамика производительности труда
(по ВВП, по вариантам сценариев, темпы прироста, %)

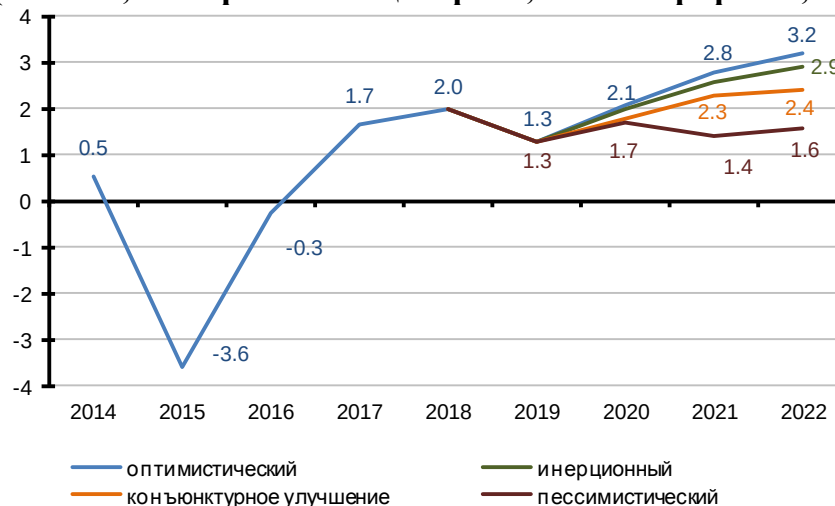


Рисунок 57. Экспорт товаров (по вариантам сценариев, млрд. долл. в текущих ценах)

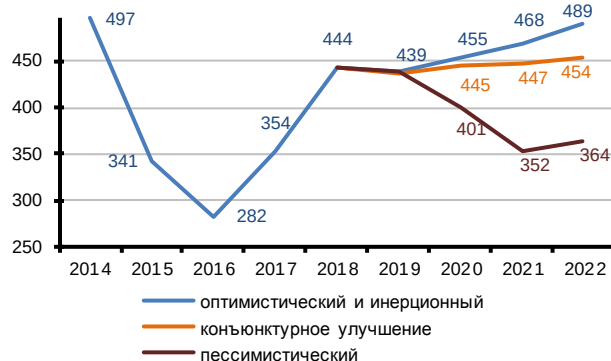
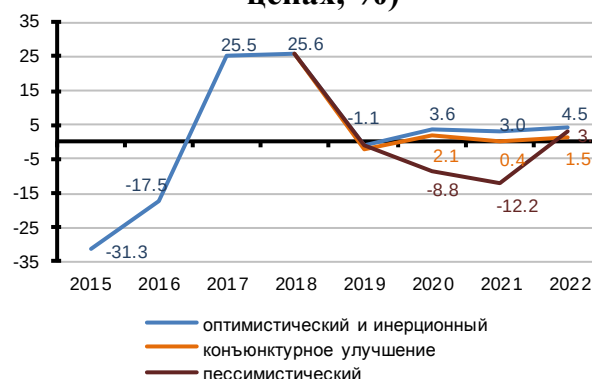


Рисунок 58. Динамика экспорта товаров (темпы прироста в текущих ценах, %)



Важнейшим драйвером роста и одновременно индикатором успеха экономической политики выступает повышение доходов и потребления населения. Здесь ключевым является наличие цепочки зависимостей «рост производительности труда – повышение реальной заработной платы – рост реальных доходов – рост потребления населения».

В перспективе будут действовать следующие закономерности:

1. С одной стороны, ограниченность доходов компаний и, с другой стороны – усиление конкуренции на рынке труда (результат высвобождения занятых вследствие роста производительности труда – разного в разных сценариях, пенсионной реформы, роста открытости российского рынка труда в ЕАЭС) – будет вести к сближению динамики реальной зарплаты с динамикой производительностью труда. В зависимости от особенностей конкретного сценария динамика реальной зарплаты будет соответствовать росту производительности труда или (в кризисных вариантах) отставать от неё, но не опережать.
2. Соотношение динамики реальных доходов населения и заработной платы во многом определяется движением второго крупнейшего компонента доходов – пенсий и пособий. С учётом ожидаемого ускоренного повышения пенсий (как компенсации за пенсионную реформу) можно ожидать усиления разрыва между реальными доходами и заработной платой.
3. Наконец, разрыв между оборотом розничной торговли и реальными доходами определяется масштабами потребительского кредитования и склонностью населения к сбережению, зависящей от доходов и процентной ставки; в силу этого, данный разрыв значительно отличается в разных сценариях.

В *оптимистичном сценарии* зарплата будет повышаться в меру роста производительности труда – на 3-3.5% к концу периода (см. Рисунок 59).

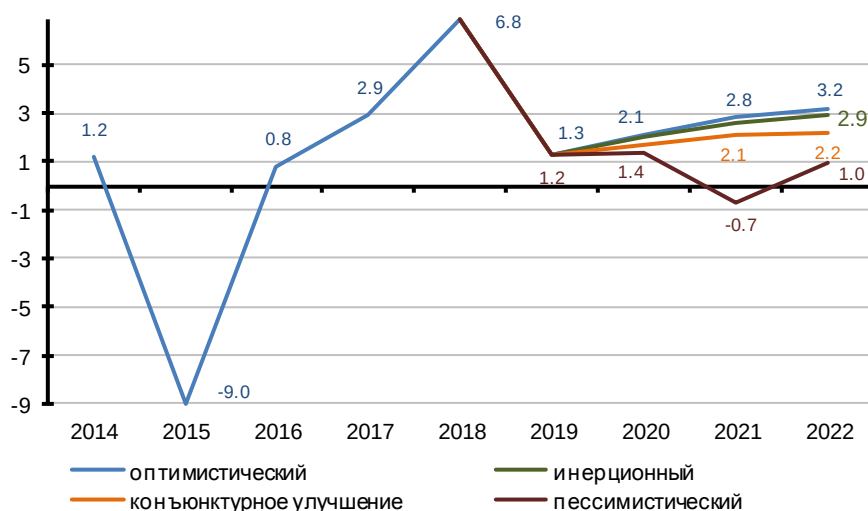
Стимулирующая политика государства обеспечивает рост потребительского кредитования, а оно, в свою очередь – «разгон» товарооборота до 4-4.5% в год к 2021-2022 гг. (см. Рисунок 60).

В *инерционном сценарии* картина в целом схожая, при этом с учётом более низкой динамики производительности и, в силу более «дорогих денег» в экономике, более осторожной кредитной политики банков. В итоге, динамика товарооборота к концу периода оказывается почти на 1 проц. пункт ниже, чем в предыдущем сценарии и не превышает 3.5% в год к концу периода.

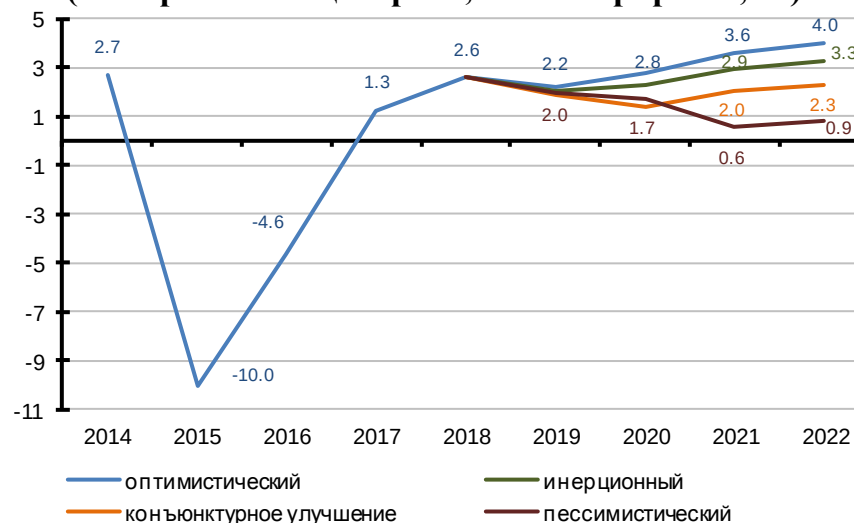
В сценарии *конъюнктурного улучшения*, из-за более сложных условий функционирования российской экономики, темпы прироста реальной зарплаты начнут отставать от динамики производительности труда и в 2020-2022 гг. расширяться всего на 2-2.5% в год. Соответственно, потребительское кредитование окажется на минимальном уровне, и оборот розничной торговли будет расширяться на те же 2-2.5% в год.

Наконец, в *пессимистическом сценарии* «все плохо»: реальная зарплата вслед за доходами компаний – и в условиях скачка инфляции – падает в 2021 г. на пике кризиса на 0.6–0.9%, и потом едва восстанавливается в 2022 г. (+0.9-1.2% за год). В этой ситуации товарооборот, поддерживаемый, с одной стороны, ростом пенсий, с другой – снижением сбережений населения, растет всего на 0.4-0.7% в 2021 и 0.7-1.0% в 2022 г.

Рисунок 59. Динамика реальной заработной платы (по вариантам сценариев, темпы прироста, %)



**Рисунок 60. Динамика оборота розничной торговли
(по вариантам сценариев, темпы прироста, %)**

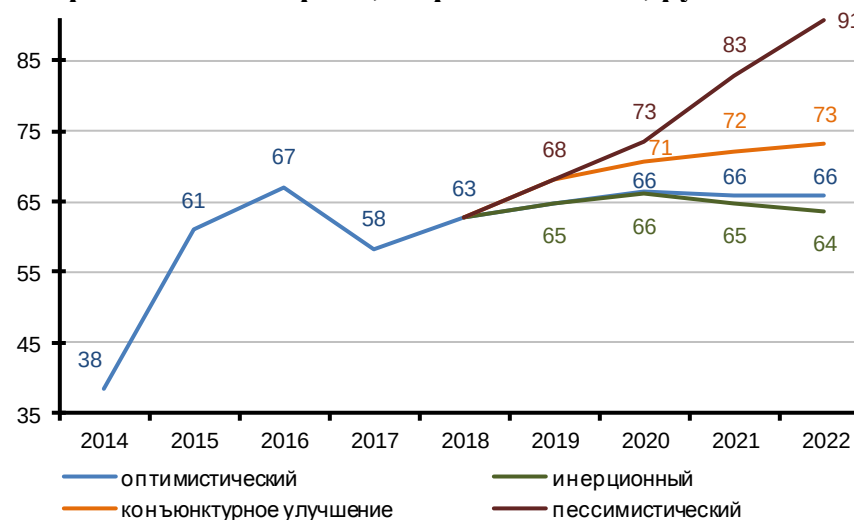


Уровень инфляции будет определяться балансом между ослаблением рубля (мощный инфляционный фактор) и проводимой (и усиливаемой при девальвации) жесткой антиинфляционной денежно-кредитной политикой.

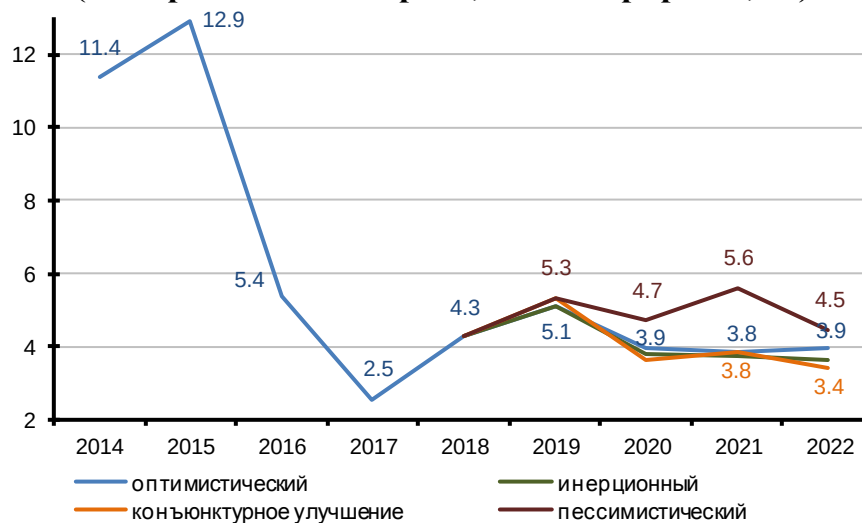
Соответственно, в оптимистическом, инерционном сценариях и сценарии конъюнктурного улучшения на фоне умеренного ослабления рубля удастся удержать инфляцию на уровне 3.5-4% в год, что соответствует ориентирам Банка России.

Напротив, в пессимистическом сценарии кризис торгового баланса ведёт к девальвации рубля (до 82-86 руб. за долл. в 2021 г. и 90-94 руб. за долл. в 2022 г., см. **Рисунок 61**). В этих условиях индекс потребительских цен может составить в 2020 г. 4.6-5.0%, в 2021 г. – 5.5-5.8%, в 2022 г. – 4.4-4.8% (см. **Рисунок 62**).

**Рисунок 61. Обменный курс рубля
(по вариантам сценариев, в среднем за год, руб. за доллар)**



**Рисунок 62. Индекс потребительских цен
(по вариантам сценариев, темпы прироста, %)**



Материал подготовили:

Руководитель направления Д. Белоусов

Руководитель направления В. Сальников

Руководитель направления О. Солнцев

Ведущий эксперт Гнидченко А.А.

При участии:

Ведущий эксперт Галимов Д.И.

Ведущий эксперт Михайленко К.В.

Ведущий эксперт Сабельникова Е.М.

Эксперт Ахметов Р.Р.

Лаборант-исследователь Медведев И.Д.