



Тринадцать тезисов об экономике: март 2020

Выпуск 11

29.03.2020 г.

Этот выпуск мониторинга катастрофически запоздал. Пандемия коронавируса, падение цен на нефть, общая турбулентность мировых рынков – перечеркивают сам замысел этой работы – «какой российская экономика подошла к началу модернизации». Сам масштаб этой модернизации (при том, что она объективно необходима и, с учётом реструктуризации Национальных проектов, в любом случае будет осуществляться, возможно – со сдвигом во времени из-за кризиса в экономике) – теперь уже под вопросом.

В то же время, именно особенности воспроизводства и структуры экономики определяют ее чувствительность к внешним шокам, длительность и сам характер реакций на них¹.

«Именно это и делает настоящее исследование особенно актуальным».

1. Почему встали? Общая характеристика стагнирующей экономики

Результаты экономического развития в 2019 г. разочаровывают.

На фоне довольно благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, макроэкономической стабильности (инфляция – 3%, как в наиболее развитых странах, масштабный прирост финансовых резервов) – прирост ВВП составил жалкие 1.3%. При этом почти остановился инвестиционный процесс (прирост к предшествующему году – всего 0.7%), практически замер рост реальных располагаемых доходов (2018 г.: 0.1%, 2019 г.: 0.8%, см. Таблица 1).

¹ О сценарных прогнозах развития ситуации в условиях системы внешних и внутренних шоков – в докладе ЦМАКП «Сценарный прогноз: три варианта кризиса» <http://www.forecast.ru/Forecast/Fore032020.pdf>

Таблица 1 - Основные макроэкономические показатели 2019 г. (темпы прироста, %)

	2015	2016	2017	2018	2019
Индекс потребительских цен (декабрь к декабрю)	12.9	5.4	2.5	4.3	3.0
Валовой внутренний продукт	-2.0	0.3	1.8	2.5	1.3
Инвестиции в основной капитал ¹	-10.1	-0.2	4.8	4.3	0.7
Оборот розничной торговли	-10.0	-4.8	1.3	2.8	1.6
Платные услуги населению	-2.0	-0.3	0.2	1.4	-0.9
Реальные располагаемые денежные доходы	-2.4	-4.5	-0.5	0.1	0.8
Реальная начисленная заработная плата	-9.0	0.8	2.9	8.5	2.9

В подобной ситуации напрашивается вопрос: как сформировалась стагнация и что, в принципе, можно сделать в этой ситуации?

Прежде всего, надо отметить, что прошлый год ознаменовался существенным замедлением общеэкономической динамики.

Вместо ожидавшегося на 2019 г. сохранения умеренно-высоких темпов экономического роста, в прошлом году прирост ВВП составил всего 1.3% ВВП против 2.5% в 2018 г.² (см. Таблица 1, Рисунок 1).

При этом, внутри года он был распределён крайне неравномерно. В первом квартале (по крайней мере, в реальном секторе) была отмечена стагнация, – если не рецессия. Она была обусловлена мощным регуляторным шоком, обрушившимся на экономику на рубеже 2018-2019 гг. из-за сочетания повышения НДС и роста ключевой ставки Банка России.

Остальные три квартала прошли под знаком адаптации к новым условиям. Баланс между высокими ценами на нефть и снижением процентной ставки с одной стороны, и повышением фискальной нагрузки (добавим к *фактической* нагрузке еще и эффект мер по повышению собираемости) привёл к тому, что во втором полугодии темпы экономического роста хотя и возросли, но достаточно умеренно – до 1.5-1.8%

² Отметим, что без учета «разовых факторов», главным из которых был ввод комплекса газового комплекса «Ямал СПГ», прирост ВВП в 2018 г. оценивался в 1.8-1.9%.

- Весь прирост ВВП в 2018 г. был обусловлен высокой динамикой четырех секторов:
- строительства, где скачок на 4.7% определил вклад в ВВП на 0.3 проц. пункта (главный фактор – ввод в строй «Ямала СПГ»);
 - 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.;
 - 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.

в годовом выражении. То есть – стабильная траектория, уже несколько лет «никаких чудес».

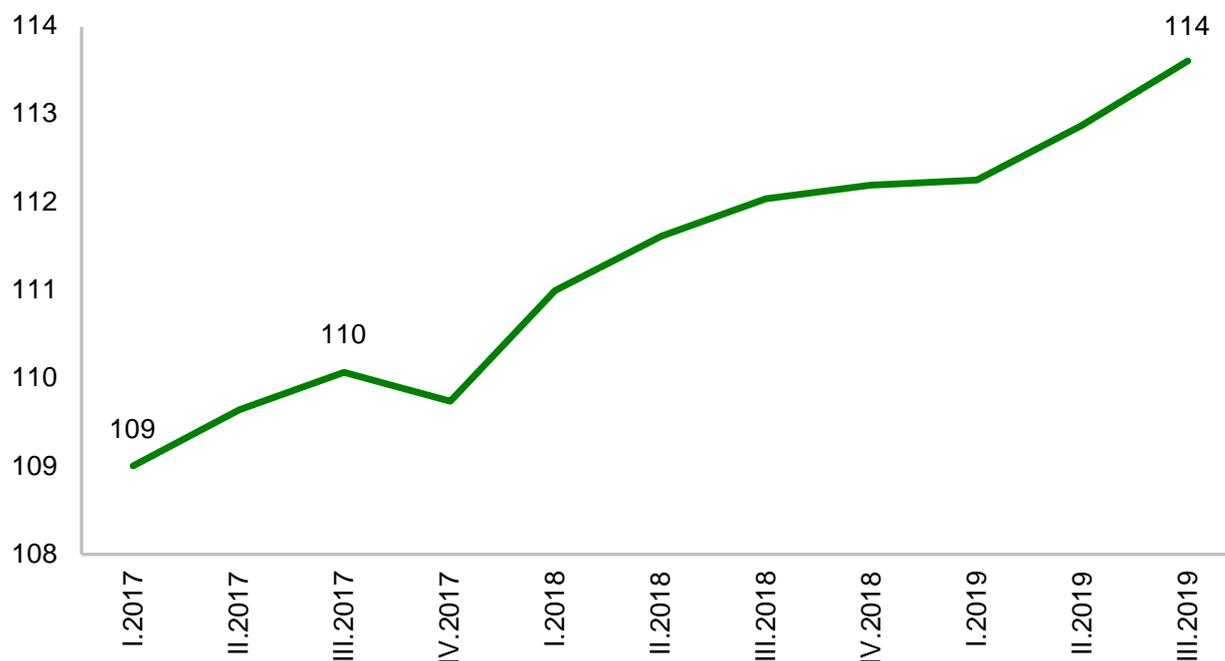


Рисунок 1 - ВВП России (в ценах 2016 г., % к среднеквартальному уровню 2010 г., действие сезонного фактора устранено)³

Непосредственно *накануне кризиса* (до известных событий, связанных с коронавирусом и обвалом мировых цен на нефть) ситуация в экономике характеризовалась неустойчивой стабилизацией. При этом, четко выраженных «очагов оживления» просто не было, а зона спада как раз явно выделена – экспорт товаров, прежде всего – углеводородов.

Именно это состояние неустойчивой стабилизации видимо и обусловило жесткость позиции России в вопросе о дополнительных «нефтяных квотах».

Оно же, отсутствие выраженных «запасов прочности» у бизнеса и населения, ведет к повышению уязвимости российской экономики от начавшегося «идеального шторма».

³ Квартальные данные за 2014 – 2018 годы не пересматривались и не соответствуют годовым итогам, их актуализация будет осуществлена Росстатом в марте 2020 г.

2. Структура и факторы роста: почему, все же, стоим?

Ключевыми факторами, обусловившими весьма умеренный результат развития в прошедшем году, стали (см. Рисунок 2)

- сжатие экспорта товаров, отчасти из-за «торговой войны» США и Китая (под американские санкции попала и российская металлургическая продукция); кроме того, упал вывоз машин и оборудования, а экспорт нефти и нефтепродуктов вошёл в стагнацию. Если в 2018 г. прирост экспорт товаров был одним из важнейших факторов, стимулировавших экономический рост в целом (с вкладом в +1.4 проц. п. прироста ВВП), то в 2019 г. сжатие экспорта вышло из прироста ВВП 0.6 проц. пункта. То есть, сохранилась динамика экспорта 2018 г. – и прирост ВВП в прошлом году был бы примерно тем же;
- начали сокращаться расходы на конечное потребление домохозяйств. Если в 2018 г. их прирост обеспечил вклад в расширение ВВП на 1.7 проц. п., то в 2019 г. – всего на 1.3 проц. п. Это замедление – довольно естественный итог стагнации реальных доходов населения, что не могло не повлиять и на потребительский спрос.

Кроме того, нельзя не отметить примечательные сдвиги в динамике прочих, гораздо менее масштабных компонент ВВП. Немного ускорилась динамика потребления госучреждения, вклад которых возрос с 0.2 проц. п. прироста ВВП до 0.5 проц. п. Наконец, вклад прироста запасов в рост «перешёл через ноль», и составил +0.3 проц. п. прироста ВВП против -0.1 проц. п. в 2018 г., что вполне естественно в ситуации необычно высокого урожая (который, соответственно, «ушел в запасы») и снижения ключевой ставки Банка России.

Наконец, на фоне стабильности «конечных рынков» сохраняется довольно высокая динамика импорта. Его прирост обеспечил (как и в прошлом году) торможение общеэкономической динамики на 0.5 проц. п. Основные «зоны роста» – ввоз машин и оборудования, одежды и обуви, лекарств (в конце года).

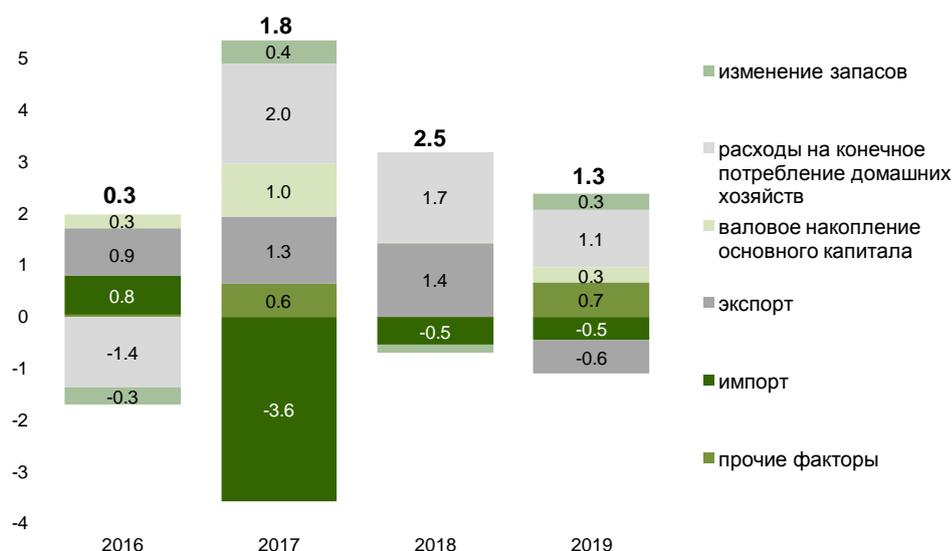


Рисунок 2 - Вклады факторов экономического роста в прирост ВВП, % к ВВП

Политика финансовой стабилизации, проводимая в течение нескольких лет подряд, привела к существенному ухудшению структуры экономики и ослаблению потенциала экономического роста. В условиях внешних санкций, фискальной консолидации (повышения налоговой нагрузки плюс бюджетной экономии), дорогого кредита, высоких требований к заемщикам возник жесткий дефицит внутреннего спроса.

Отраслевая структура роста формировалась под влиянием дефицита как источников внутреннего спроса, так и возможностей для экспорта неэнергетической продукции. В итоге, она сильно деградировала. В последние четыре года практически весь прирост промышленного производства был связан с несколькими группами отраслей (см. Рисунок 3):

- добычей полезных ископаемых, прежде всего – нефтегазовым комплексом (вклад в прирост выпуска в 2018 г. – 1.3 проц. п., 2019 г. – 1.0 проц. п., соответственно – 69% и 52% прироста выпуска в промышленности). Успехи в нефтегазовом комплексе определяются вывозом энергоносителей, где возможности наращивания ограничены и масштабами роста рынков, и картельными соглашениями с участием России (ОПЕК+). Вывоз других видов сырья также фундаментально ограничен (низкая динамика рынков, экологические ограничения и т.д.);
- производством других видов сырья, материалов и комплектующих (0.8 проц. п. прироста промышленной продукции в 2018 г. и 0.6 проц. п. в

2019 г., соответственно, 41 и 24% прироста выпуска). Этот сектор – более-менее успешен и в экспорте (удобрения!), и в конкуренции с импортом на внутренних рынках. Отметим однако, что ряд видов промежуточной продукции (например, металлы) оказался либо под ударом «торговых войн» США и Китая, либо под воздействием намечающегося (отчасти, из-за неё же) мирового инвестиционного кризиса;

- пищевой промышленностью (в 2018 и 2019 гг., вклад в 0.2-0.3 проц. п. промышленного роста; порядка 10-13% прироста выпуска), где произошло достаточно успешное импортозамещение. Проблема, однако, состоит в том, что потребительский спрос на продовольствие «в целом» удовлетворён (резервы состоят в недопотреблении бедными качественного продовольствия) и вряд ли уже сможет быстро расширяться.

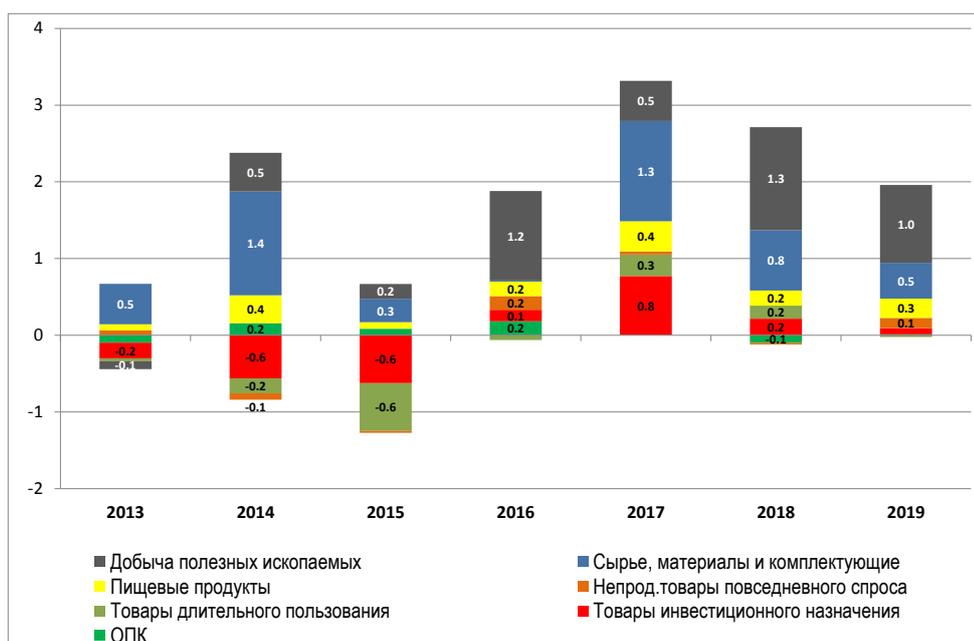


Рисунок 3 - Вклады отдельных групп отраслей в прирост промышленного производства (проц. пункты)

При этом, указанные отрасли были и лидерами роста, и лидерами доходности бизнеса (с учетом скорости оборота финансовых ресурсов), и лидерами по кредитованию.

Проблема в том, что, с учетом внутренних и внешних ограничений, та структура экономики, которая сложилась сейчас, может расти примерно с темпом 1-1.5% в год, определяемым динамикой экспорта энергоносителей и расширением потребления продовольствия (подробнее о «проблеме роста» - см. ниже). Выход за пределы этой инерции (расчеты показывают, что экономика в принципе может расти с темпом 2-2.5%) требует целенаправленных действий.

В условиях кризиса

Применительно к России проблемой, как уже говорилось ранее, является зависимость экономического роста от «нефтяного фактора». Вдобавок, ряд сырьевых отраслей зависит от Китая и пострадавших от коронавируса стран Европы как рынков сбыта, а высокотехнологичные – от того же Китая, как поставщика комплектующих.

При этом девальвация рубля, вероятно, не сможет поддержать российскую промышленность. Рост эффективности экспорта и уход конкурирующего импорта поглощаются удорожанием материальных затрат (из-за высокой чувствительности российской промышленности к импорту комплектующих и отдельных видов сырья), а также общим ростом инфляции и удорожанием не только валютных, но и рублевых компонентов затрат.

Что дальше?

В целом, мы можем констатировать, что в экономике возникла патовая ситуация.

Экспорт сырья как фактор роста уже не работал в полной мере и перед кризисом, а в его условиях становится, похоже, зоной возможного спада. Экспорт несырьевых товаров объективно ограничен их конкурентоспособностью, которая, в свою очередь, опирается на недостаточную инновационную и инвестиционную активность компаний.

Динамика частных инвестиций ограничена из-за стагнации доходов компаний, с одной стороны, и ограниченных возможностей для инвестиций в рост потребительских и экспортных рынков; «в стоящие рынки не инвестируют».

В этой ситуации, после завершения острой фазы (только начинающегося сегодня) экономического кризиса, возможности ускорения

экономического роста определяются, видимо одновременным стимулированием экспорта, что создаёт пространство для роста производительности труда, и борьбой с бедностью через повышение минимальной заработной платы и социальных пособий. Это, достаточно осторожное, но поступательное повышение доходов (при этом, удерживая соотношение между приростами реальной заработной платы и производительности труда), предоставит ресурс для расширения потребительских рынков, создаст начальный стимул для роста инвестиций и запуска цикла «обновление производственного аппарата – ускоренный рост производительности труда и заработной платы».

В перспективе, по мере преодоления кризиса, сохраняется, если не усиливается необходимость Национальных проектов, как инструментов выхода за пределы инерционного развития, не оставляющего для российской экономики и общества особенных позитивных перспектив (см. п. 12 и 13).

3. Инвестиции в основной капитал

Динамика инвестиций в основной капитал в прошедшем году была весьма умеренной. Их прирост в 2019 г. составил всего 1.7% (2018 г. – 5.4%).

Причина низких темпов инвестиций, вероятно, в сочетании нескольких факторов: роста налоговой нагрузки (соответственно, снижения ожидаемой доходности инвестиций), «остановки роста» потребительских и внешних рынков и институциональных изменений в строительстве. Возможно, сыграло роль и ожидание начала стимулирующих мероприятий, связанных с национальными проектами.

Надо отметить, что после прохождения регуляторного шока динамика инвестиций в основной капитал во втором полугодии в целом стала увеличиваться (см. Рисунок 4).



Рисунок 4 - Инвестиции в основной капитал со снятой сезонностью (в % к среднемесячному значению 2012 г.)

Накануне кризиса

По косвенным данным, интенсивность инвестиционной активности в декабре увеличиваться перестала (-0.2% к предыдущему месяцу после +0.3% в ноябре, сезонность устранена). Следует полагать, что события I кв. 2020 г. обусловят ускорение снижения инвестактивности.

Получила распространение точка зрения, что важным «антиинфляционным» фактором стало повышение уровня выплачиваемых компаниями собственникам дивидендов.

Действительно, на фоне постепенного снижения инвестиционной активности – уровень выплачиваемых крупнейшими компаниями (как частными, так и государственными) дивидендов быстро рос, с 1.2-1.3% к ВВП в 2016-2017 гг. до 2.0% ВВП в 2019 г.*

Однако, очевидные объяснения («собственники выводят капитал вместо развития»), как минимум, недостаточны.

- основной фактор здесь - вдвое (с 0.4% ВВП до 0.9% ВВП) увеличившиеся дивиденды, выплачиваемые государственными компаниями. Это, в основном, просто результат государственной политики по мобилизации ресурсов в бюджет, своеобразная форма «квазифискального давления» на экономику;
- рост дивидендов, выплачиваемых частными (и дочерними государственными) компаниями обусловлен, в значительной мере, среднесрочным ростом значимости финансирования инвестиционной деятельности за счёт средств, привлекаемых вышестоящими организациями. Попросту говоря, инвестирование в прошедшие годы ресурсов, полученных от вышестоящих организаций-собственников (в том

числе, привлеченных последними с рынка капитала, например) предполагает возврат средств последним.

И никакой конспирологии.



Рисунок 5 - Дивиденды крупнейших государственных и частных компаний, % к ВВП

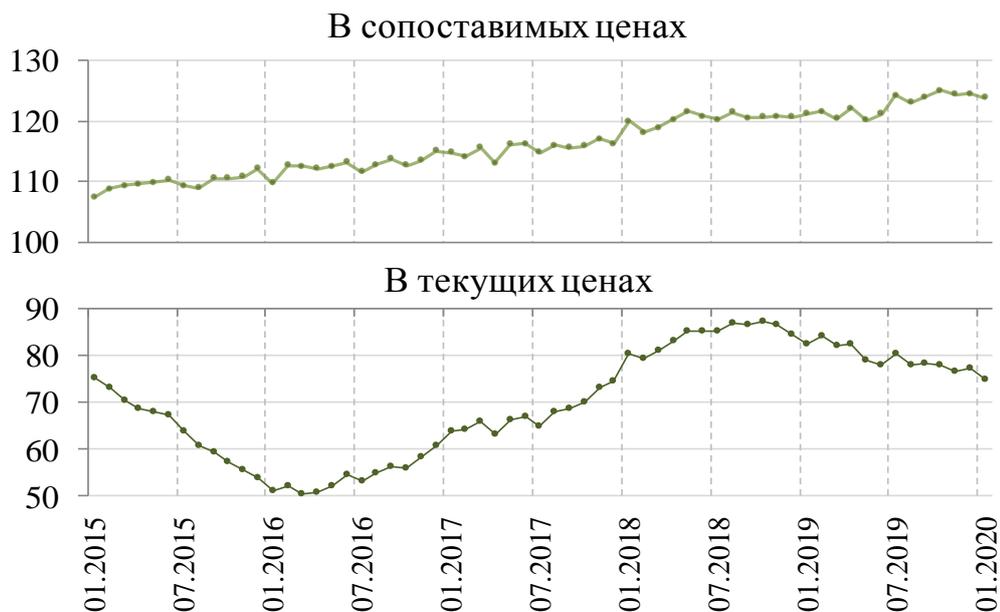
** По расчетам Института народнохозяйственного прогнозирования РАН. Данные по 2019 г. – предварительные*

4. Экспорт: точка перелома

Физический объем экспорта товаров еще в самом начале 2019 г. начал быстро падать (сезонный фактор устранен).

Что симптоматично, основными очагами проблем стало снижение вывоза:

- нефти, как результата ограничений ОПЕК+, и в конце года, начавшегося падения спроса со стороны транспорта из-за коронавируса (видимо, именно этот тренд и обусловил неготовность России к усилению ограничений по экспорту);
- цветных и черных металлов. Помимо влияния (частично уже исчерпанного) фактора американо-китайского торгового конфликта здесь, вероятно, стало уже начавшееся торможение инвестиций у партнеров России;



Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России.

Рисунок 6 - Экспорт товаров в 2012-2019 гг. (в сопоставимых ценах, к среднему уровню 2012 г., с устраненной сезонностью)

Накануне кризиса

В IV квартале 2019 г., по данным Федеральной таможенной службы (далее – ФТС), рост экспорта в сопоставимых ценах оказался минимальным (в пределах 0.5%), а в январе 2020 г. наметилось его сокращение (Рисунок 6).

Экспорт в текущих ценах продолжал устойчиво падать (почти на 2% квартал к кварталу) из-за сокращения мировых цен на нефть и нефтепродукты, каменный уголь, черные металлы и минеральные удобрения.

От снижения экспорта в конце года в наибольшей степени пострадали экспортеры металлов (черных металлов, алюминия)⁴ и машиностроительных товаров⁵ (см. Таблица 2).

Вывоз золота, напротив, существенно увеличился в связи с сокращением закупок со стороны Банка России и временным всплеском спроса на золото в мире. Экспорт продукции добывающего сектора увеличился за счет больших поставок нефтепродуктов (прежде всего, поставки в США, замещающие продукцию из Венесуэлы) и СПГ.

⁴ Сильное падение внешнего спроса было обеспечено, в первую очередь, сокращением импорта США.

⁵ Зафиксировано фронтальное сокращение экспорта по ряду крупных позиций машиностроения.

Таблица 2 - Вклад отраслевых комплексов в прирост экспорта в 2019 г. (в сопоставимых ценах)

Товарная группировка	Вклад в изменение экспорта, декабрь к сентябрю 2019 г.*		Доля в экспорте в 2019 г. (%)
	(млн. долл.)	(%)**	
Добыча и нефтепереработка	260	42.3	70.0
Металлургия (кроме золота)	-252	68.0	9.4
Золото	261	42.3	1.0
Агропромышленный комплекс	58	9.5	5.4
Химический комплекс	11	1.8	6.5
Машиностроение	-119	32.0	4.4
Лесопромышленный комплекс	20	3.2	2.6
Прочие отрасли	6	1.0	0.8

* Оценка с устранением сезонного фактора

** Раздельно указан вклад в прирост и сокращение экспорта

Источник: рассчитано ЦМАКП по данным ФТС России.

Что дальше?

Таким образом, экспорт в конце года находился в точке перелома: уже сейчас можно уверенно утверждать, что в условиях нарастающих проблем с распространением коронавируса I квартал 2020 г. пройдет под знаком резкого ослабления внешнеторговой активности.

В части экспорта в текущих ценах в I квартале 2020 г. ожидается еще более глубокий спад, связанный с обвалом мировых цен на большинство сырьевых товаров в феврале и особенно в марте.

5. Ожидания компаний и рынок труда

Важной тенденцией прошлого года стал неожиданный поворот в настроениях бизнеса: от неустойчивого улучшения они перешли к четко выраженному падению. Уровень PMI ушел глубоко в отрицательную область – более глубоко, чем даже на пике «войны санкций» 2015-2016 гг. (см. Рисунок 7). Очевидно, проявляется вполне понятная усталость бизнеса от стагнации.

Непосредственно перед кризисом микроуровневые оценки экономической ситуации менеджерами компаний продолжили медленно улучшаться (возможно, сыграла роль и формирование нового Правительства – «правительства модернизации»), последовательно приближаясь к

положительной области (доверительный интервал уже было вошел в неё). Если бы не новые негативные факторы, в июне 2020 г. PMI мог бы выйти в положительную область.

Но так – наверняка уже не будет.

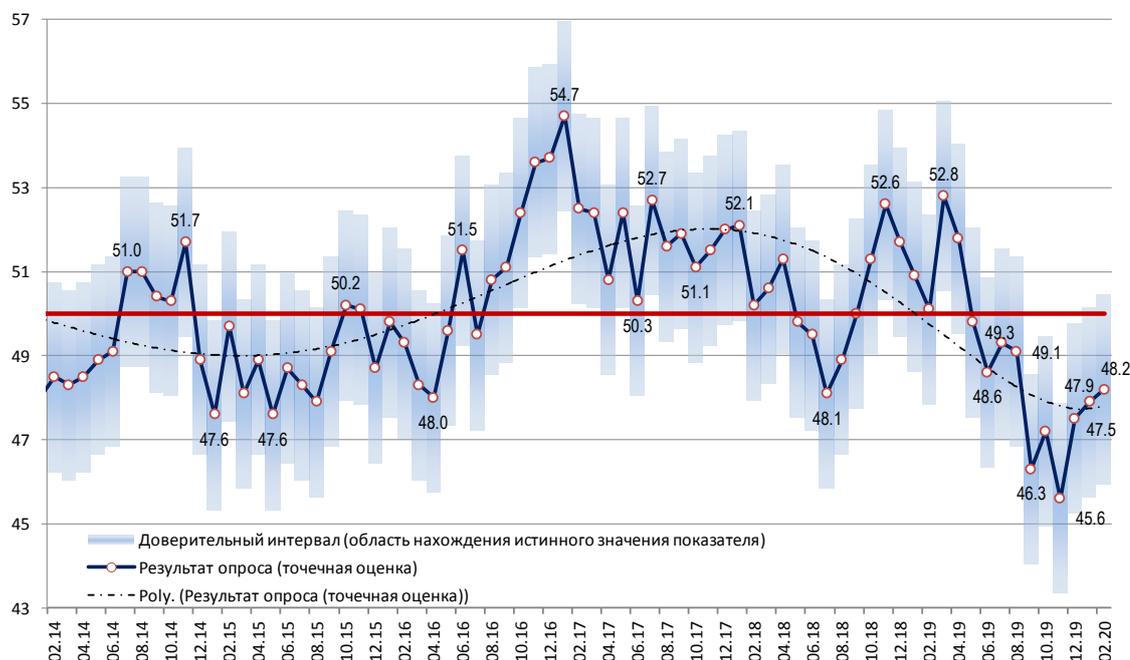


Рисунок 7 - Индекс менеджеров по закупкам PMI компании Markit Economics (диффузионный индекс ожиданий в обработке, с исключенной сезонностью)

Соответственно, за динамикой самоощущения компаний следовала и ситуация на рынке труда. Спрос на труд медленно снижался ещё с конца прошлого года, но в самом конце его, вслед за изменением оценок ситуации менеджерами, стал немного расти (см. Рисунок 8). Соответственно, медленно увеличивавшаяся ещё с конца 2018 г. безработица в конце 2019-самом начале 2020 г. стала сокращаться.

Однако процесс этот был настолько неустойчив и так зависит от самоощущения бизнеса, что непременно «развернется» в ходе нарастающего кризиса.

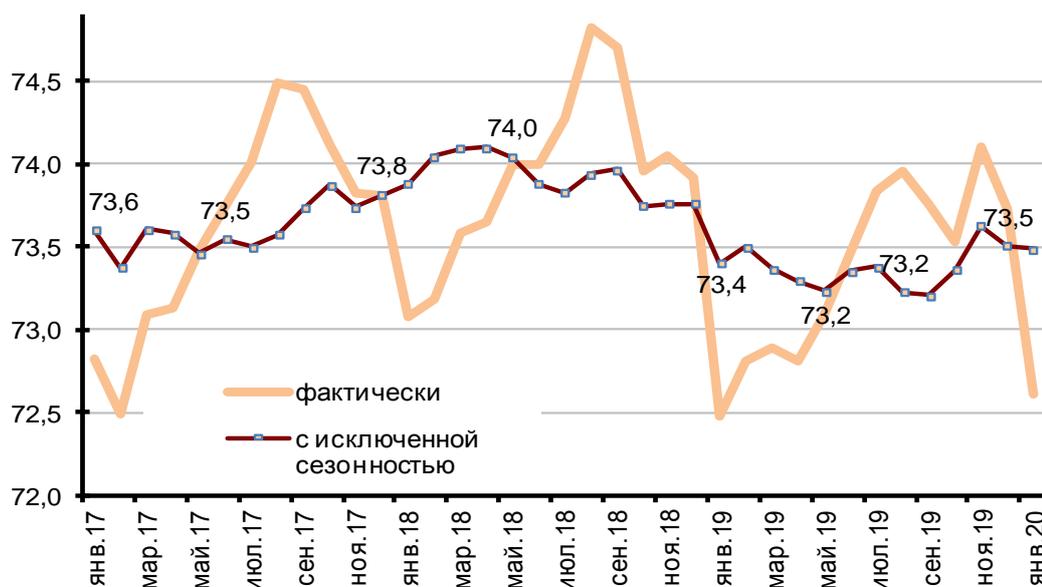


Рисунок 8 - Совокупный спрос на рабочие места в российской экономике (численность занятых + вакансии), млн. чел.

6. Доходы населения

В принципе, практически весь прошлый год прошел под знаком медленного поступательного повышения реальной заработной платы и, соответственно, реальных располагаемых доходов населения.

В среднем за первый квартал реальная заработная плата увеличивалась на 0.2%, во втором – на 0.6%, в третьем – на 0.3%, в четвертом – 1.4% в среднем за месяц (сезонность устранена). Это, в целом, соответствует ситуации стагнации (тем более, с негативными ожиданиями субъектов бизнеса) – и само является важным источником этой стагнации.

Ситуация изменилась в самом конце года – когда произошли масштабные выплаты заработной платы (декабрь: +3.3%, сезонность устранена, см. Рисунок 9).

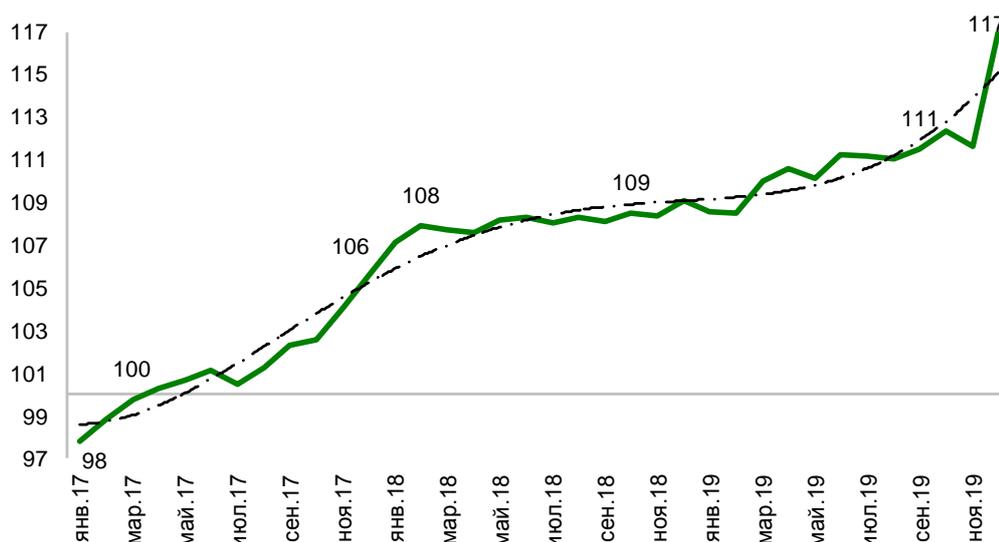


Рисунок 9 - Реальная начисленная заработная плата с исключенной сезонностью, % к среднемесячному значению 2012 г.

7. Потребление населения и благосостояние

В этой ситуации заметный прирост товарооборота был, в значительной степени, обусловлен потребительским поведением населения – сперва (постепенно исчерпывающимся) ростом потребительского кредитования, к концу года – снижением нормы накопления из-за уменьшения процентной ставки.

Базой для этого роста были постепенно улучшавшиеся потребительские настроения населения. После шока рубежа 2018-2019 гг. потребительские настроения сильно «просели», но в дальнейшем в течение всего года стабильно росли – и непосредственно перед кризисом вышли прямо к границе положительных оценок. И тут – кризис...

В итоге, никакой драмы с потреблением, «в среднем», не было. Товарооборот потихонечку, но почти неуклонно рос (см. Рисунок 10), и в целом за 2020 г. увеличился на скромные, но вполне достойные 1.6%.



Рисунок 10 - Динамика розничного товарооборота с исключенной сезонностью, % (к среднемесячному значению 2012 г.)

Однако, с точки зрения влияния на устойчивость российской экономики и общества к начавшемуся кризису, более важно то обстоятельство, что не удалось обеспечить преодоления ситуации с бедностью, скорее даже – с «предпороговым» к ней состоянием.

Действительно, несмотря на реализацию ряда значимых социальных инициатив («майские» Указы 2018 г.), ситуацию с бедностью удалось фактически лишь «заморозить»: доля нищих (с ответом «денег не хватает даже на еду») и бедных («денег хватает только на еду») к III кварталу 2019 г. снизилась с 18% до 13.4%, см. Рисунок 11).

То есть каждая седьмая семья (точнее – «домохозяйство»; в начале 2018 г. - каждая шестая) находится в ситуации, когда снижать потребление без капитальной ломки потребления, и соответствующих масштабных социальных последствий, вряд ли возможно.

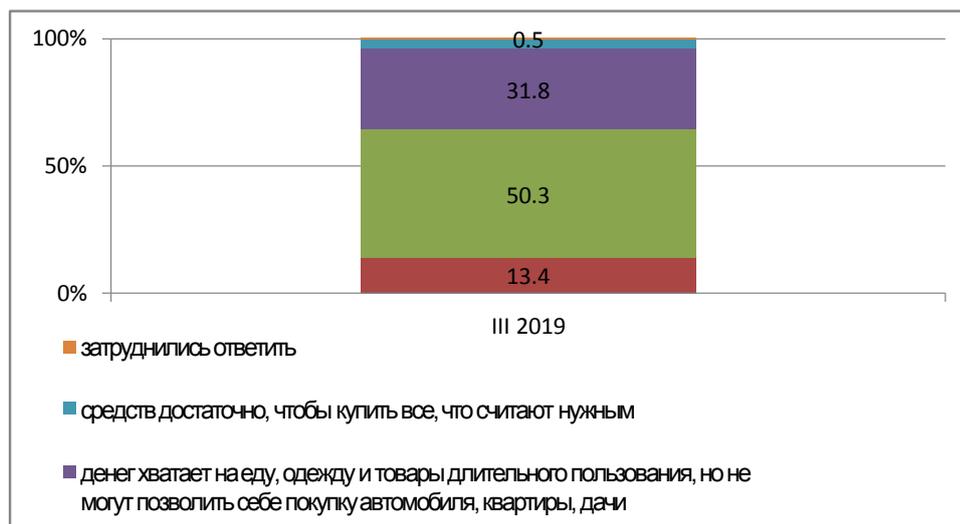


Рисунок 11 - Распределение домохозяйств по оценке своего финансового положения (% ко всем домохозяйствам соответствующей группы)

Похожую картину показывает потребление основных продуктов питания. Если по базовым продуктам питания (хлебу, картофелю, сахару, растительному маслу) недопотребления нет даже среди малообеспеченных, то по качественным (белково- и витаминосодержащие) продуктам: мясу, фруктам, яйцам, молоку – разрыв по потреблению между десятой и первой доходной группами почти двукратный (см. Рисунок 12).

Представляется, что выводов, для нынешней кризисной ситуации, здесь два:

- кризис бедности имеет сейчас не фронтальный, а структурный характер. Задачей здесь является недопущение провала в потреблении домашних хозяйств и, во-вторых, выравнивание уровня потребления между группами населения.
- в случае проведения эффективной политики борьбы с бедностью можно рассчитывать на возникновение (в том числе стимулируя производство дешевой продукции в соответствующих отраслях) зон роста в ряде секторов сельского хозяйства и пищевой отрасли.

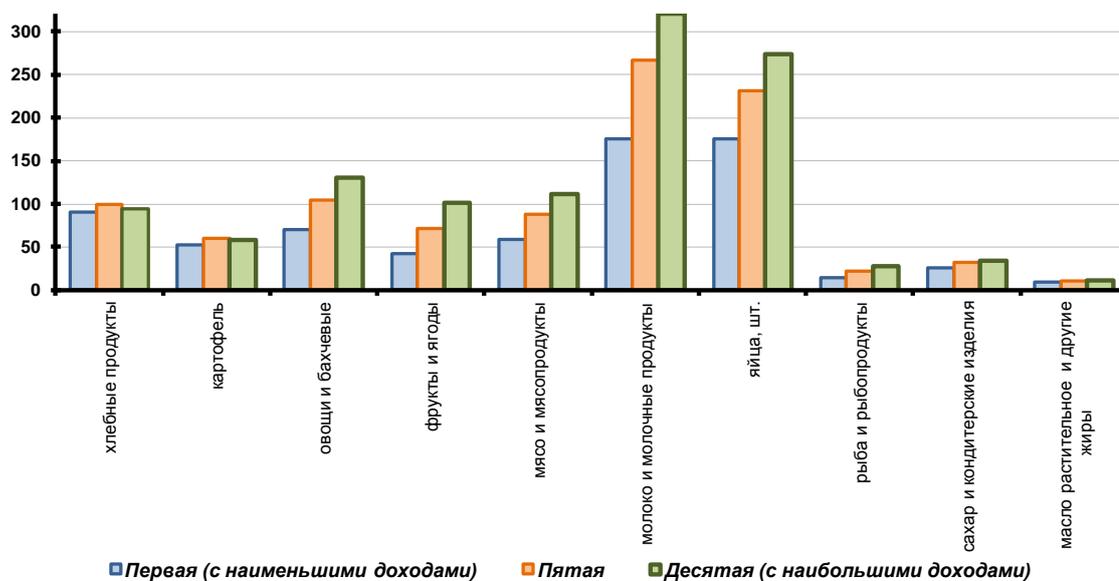


Рисунок 12 - Потребление продуктов питания в домашних хозяйствах по 10-процентным группам населения в 2018 г. (в среднем на члена домашнего хозяйства)

8. Инфляция

Инфляция в последние годы бьет один «минималистский» рекорд за другим. В 2019 г. индекс потребительских цен (декабрь к декабрю) составил всего 3.0% против 4.3% в 2018 г. - минимальный уровень за исторический период. При этом, после прохождения закономерного пика в начале года её уровень стабильно снижался (см. Рисунок 13).

Такой результат, заметно превышавший ожидания (предполагалось, что рост НДС приведет к росту инфляции минимум на 1 проц. пункт) обусловлен сочетанием низкого спроса в условиях стагнации экономики, некоторым укреплением рубля, а также удешевлением продовольствия из-за высокого урожая.

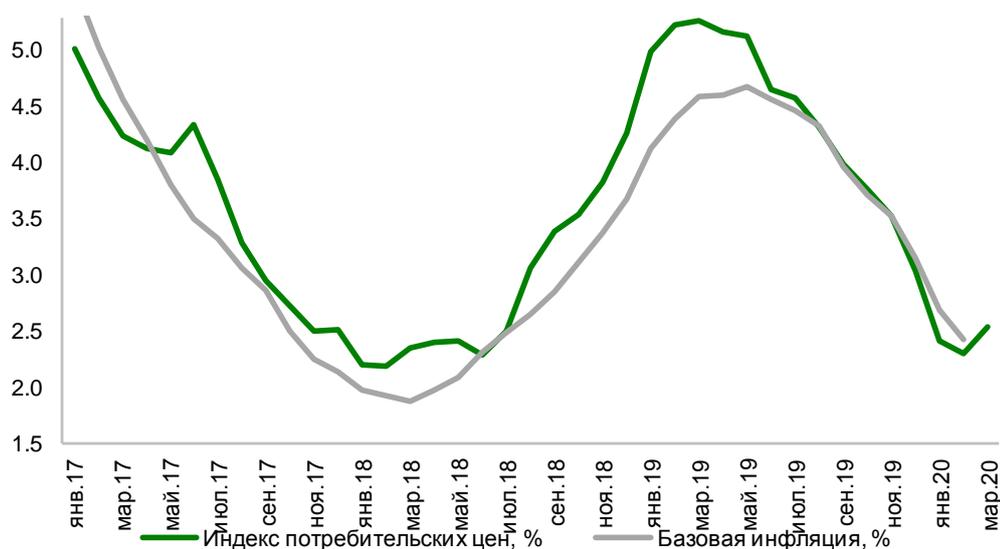


Рисунок 13 - Индекс потребительских цен (% к соотв. месяцу предш. года)

Накануне кризиса

Инфляция в условиях экономической стагнации, вплоть до самого последнего времени, оставалась необычно низкой. В январе она составила 0.4% (всего 2.4% к январю прошлого года, в феврале – 0.33% (соответственно, 2.3%).

Однако, девальвация рубля ведёт, разумеется, к усилению инфляции. Разве что кризисный дефицит спроса (в сочетании с политикой Банка России) будет её сдерживать.

9. Платежный баланс и обменный курс

В последние три года – и особенно в 2019 г. – курс рубля стал заметно более устойчивым к колебаниям мировых цен на нефть, чем это было ранее. Причина - формирование в российской финансовой системе «встроенных стабилизаторов», ослабляющих внешнеторговые шоки. Если их действие сохранится и в 2020 г. (в условиях гораздо более сильных шоков), то последствия обвала нефтяных котировок для отечественного валютного рынка будут смягчены.

В прошлом году средний уровень мировых цен на нефть снизился на 8.4%, положительное сальдо российского торгового баланса уменьшилось на 15%, а положительное сальдо счета текущих операций - на 36%.

Несмотря на это, курс рубля по отношению к доллару США на конец 2019 г. был на 12.2% выше, чем на конец 2018 г., к евро – на 14.6%, курс к

бивалютной корзине (55 центов и 45 евроцентов) - на 13.4%. При этом внутри года связь между динамикой нефтяных котировок и стоимостью рубля если и просматривалась, то была крайне слабой (см. Рисунок 14).

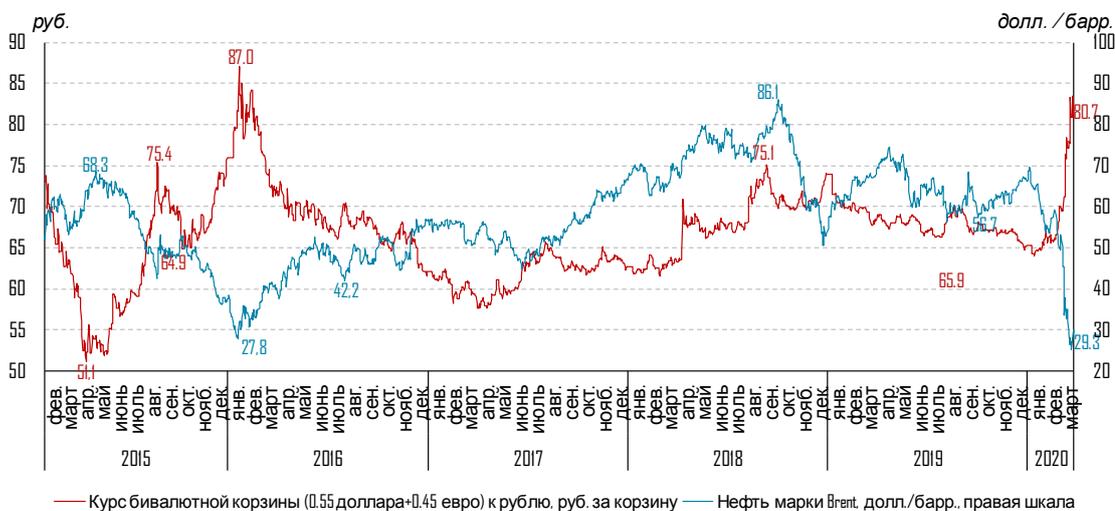


Рисунок 14 - Мировые цены на нефть и курс рубля

Три «встроенных стабилизатора» обеспечили «отвязку» курса рубля от цен на нефть:

- операции Минфина на валютном рынке в рамках «бюджетного правила» - объем покупок валюты Минфином меняется в зависимости от уровня цен на нефть (растет в условиях роста цен и, соответственно, уменьшается в случае их уменьшения – вплоть до перехода от покупок к продажам валюты при очень низком уровне цен);

- операции нерезидентов на рынке российских гособлигаций.

Снижение стоимостного объема экспорта сопровождается уменьшением доходов консолидированного бюджета, что в свою очередь, повышает потребность расширенного правительства в привлечении средств на рынке государственных ценных бумаг. Поскольку на этом рынке в последние годы высока доля нерезидентов, то увеличение объемов эмиссии госбумаг сопровождается расширением притока зарубежных капиталов⁶;

- операции российских банков со своими иностранными активами.

После поступления валютной выручки на счета экспортеров в российских банках последние не спешат продавать её на внутреннем рынке, предпочитая «зеркально» увеличивать средства на своих корреспондентских

⁶ При росте экспорта вся эта машина работает «в другую сторону»

счетах в иностранных банках. Аналогичным образом, после расходования импортерами средств, ранее накопленных на валютных счетах в российских банках, последние не спешат восполнить свои сократившиеся средства на корреспондентских счетах в иностранных банках.

Это связано с менее активным управлением банками и их клиентами своим валютным риском после перехода (с 2017 г.) к менее волатильной динамике курса рубля. Таким образом, речь идет о вторичном эффекте, усиливающим стабилизирующее воздействие первых двух механизмов (см. выше).

Результатом действия «встроенных стабилизаторов» стало усиление обратной корреляции между потоками валютных средств по капитальным и по текущим операциям (см. Рисунок 15). Иными словами, капитальные операции стали всё сильнее демпфировать шоки, возникающие по текущим операциям.

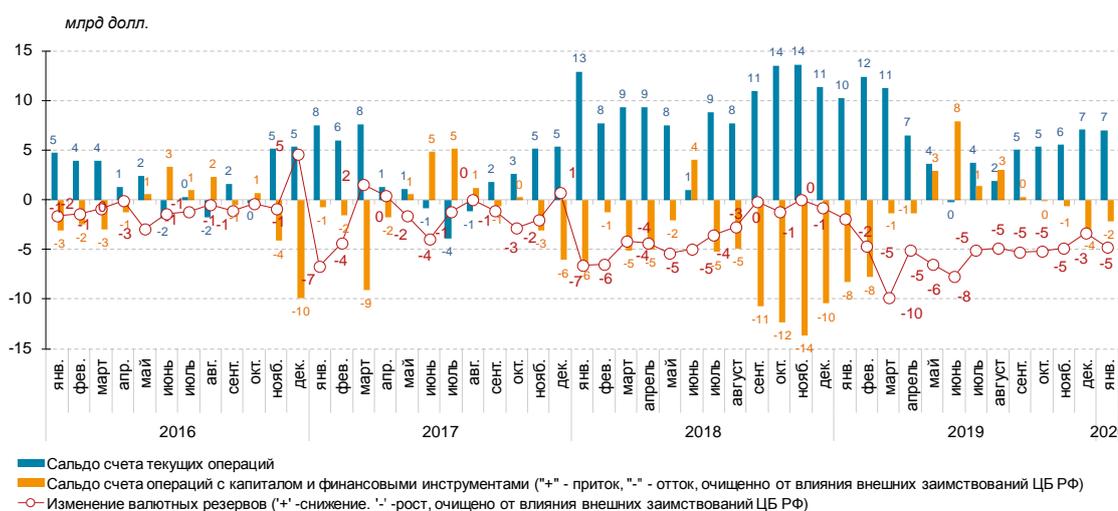


Рисунок 15 - Основные позиции платёжного баланса России

(млрд. долл., с исключением влияния внешних заимствований ЦБ РФ) 7

Заметим, что и в условиях стресса начала 2020 г. эти стабилизаторы продолжали действовать. В результате, если за январь-март стоимость нефти на мировых рынках снизилась в 2.4 раза, курс рубля к доллару упал «всего лишь» на 31%.

⁷ Банк России периодически привлекает на зарубежных рынках валютную ликвидность под залог других иностранных активов (в рамках операций РЕПО), что приводит к формальному изменению величины резервов, но с точки зрения международной инвестиционной позиции по резервам является нейтральным. Эти операции Банк России, вероятно, проводит для целей повышения доходности портфеля

10. Процентная политика

К стрессу 2020 г. денежный рынок России подошёл с невыработанным до конца потенциалом смягчения денежно-кредитной политики. В условиях внешнего шока это расширяет свободу маневра для монетарного регулятора, оттягивая тот момент, когда ему придется выбирать между удержанием инфляции вблизи целевого ориентира (4% в год) и недопущением более сильного экономического спада.

В начале прошлого года абсолютным приоритетом для ЦБ РФ было сдерживание инфляции, которая в результате повышения НДС подскочила выше целевого ориентира (до 5-5.3% в годовом выражении). Это обусловило жесткость политики - поддержание ключевой ставки ЦБ РФ на высоком уровне (7.75% годовых), несмотря на негативные последствия этого для экономического роста.

Однако к середине года, благодаря стабильности рубля, вялости внутреннего конечного спроса и конъюнктурным факторам (высокий урожай) уровень инфляции - вопреки первоначальным ожиданиям регулятора - практически вышел на целевые ориентиры. Правда, как отмечал Банк России в комментариях по результатам заседания Совета директоров, экономическая динамика при этом оказалась существенно ниже ожидавшейся.

В этих условиях Банк России приступил к циклу снижений ключевой ставки, уменьшив её с уровня 7.75% годовых в начале июня 2019 г. до 6.0% годовых в начале февраля 2020 г. (см. Рисунок 16). Это сопровождалось заметным снижением ставок по рублевым долговым инструментам (см. рисунок 16).

Однако дезинфляционные процессы нарастали быстрее, и за тот же период инфляция снизилась на 2.5-2.7 проц.п., то есть до 2.3-2.4% в годовом выражении, что существенно ниже целевого ориентира.

Недавнее резкое ослабление рубля, конечно же, подтолкнет инфляцию. Однако с учетом накопленного отставания инфляции от целевого ориентира, Банк России на это пока может не реагировать.

Кроме того, решение о повышении ключевой ставки в текущих условиях может резко усилить негативное воздействие на производство шока нефтяных цен и вводимого карантина. Оно также будет разительно

контрастировать с масштабным антикризисным смягчением денежно-кредитной политики, проводимой ведущими центральными банками мира.

Поэтому в комментарии к решению о сохранении ключевой ставки на прежнем уровне по итогам заседания Совета директоров 6.03.2020 Банк России отметил, что «*произошедшее ослабление рубля является временным проинфляционным фактором*», который, правда, может привести к росту годовой инфляции выше целевого уровня в 2020 г. Однако «*значимое сдерживающее влияние на инфляцию будет оказывать динамика внутреннего и внешнего спроса, что связано с выраженным замедлением роста мировой экономики и возросшей неопределенностью*».

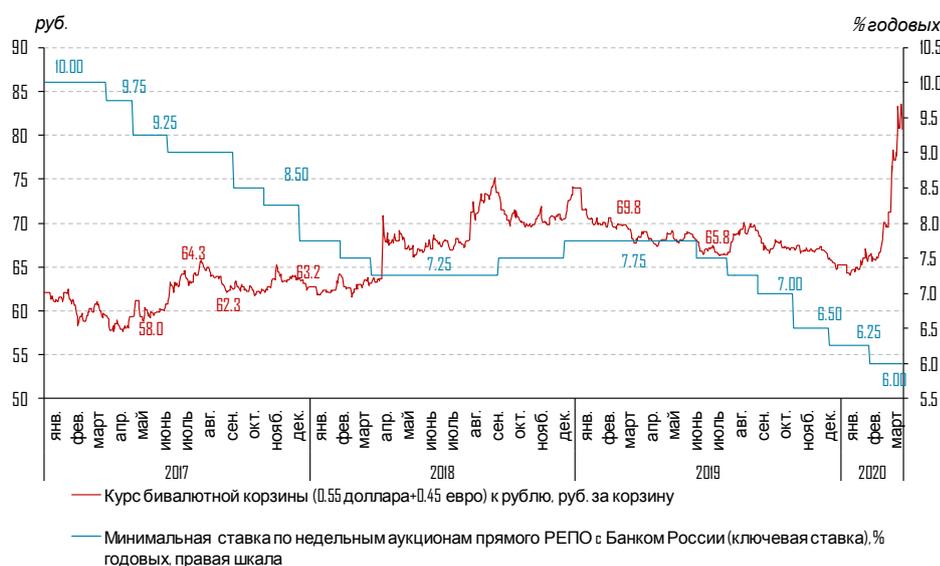


Рисунок 16 - Курс рубля и ключевая ставка Банка России

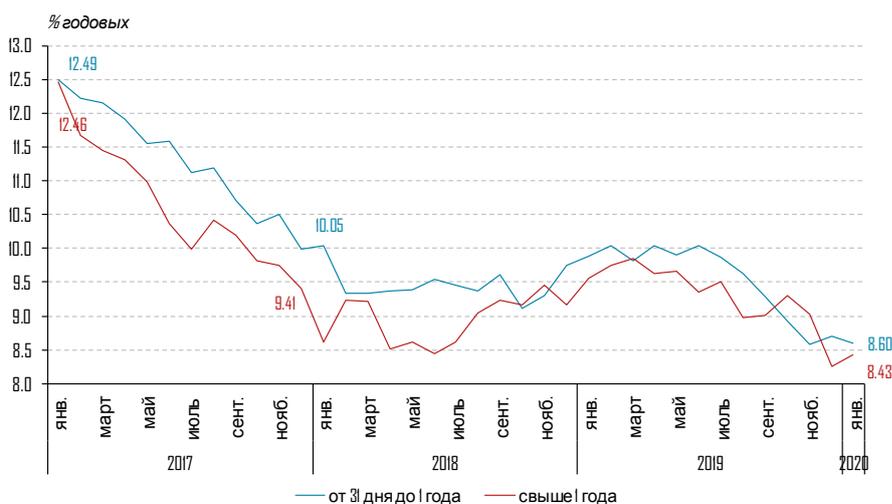


Рисунок 17 - Средневзвешенные процентные ставки по рублевым кредитам предприятиям

11. Кредитный рынок

В 2019 г. созрели предпосылки для возникновения кризиса «плохих долгов» на рынке потребительского кредитования. Правда, по сравнению с похожей предкризисной ситуацией 2013-2014 гг., есть несколько смягчающих факторов, которые могут сделать этот кризис менее масштабным, чем в прошлый раз.

На вызревание кризисной ситуации указывает, во-первых, тот факт, что в 2019 г. уровень долговой нагрузки домашних хозяйств (отношение суммы процентных платежей и погашений к денежным доходам населения) превзошел предшествующий исторический максимум 2014 г. (см. Рисунок 18).



Рисунок 18 - Долговая нагрузка на доходы населения, %

Во-вторых, в 2019 г. после масштабного ускорения динамики кредитования населения началось ее сокращение (см. Рисунок 19). Это является признаком того, что у закредитованных заемщиков, чья платежеспособность определяется возможностью перезанимать, этой возможности становится все меньше.

При этом, поскольку предшествующий разгон рынка потребительского кредитования был очевидно рискованным, то переход к снижению темпов было неизбежным – вопрос был только в том, раньше или позже это произойдет.

Благодаря ужесточению пруденциального регулирования рынка, предпринятого Банком России в 2019 г., этот процесс начался раньше, что

является позитивным моментом. В противном случае масштаб потенциального проблемного потребительского долга оказался бы больше, и последствия торможения рынка оказались бы более жесткими.

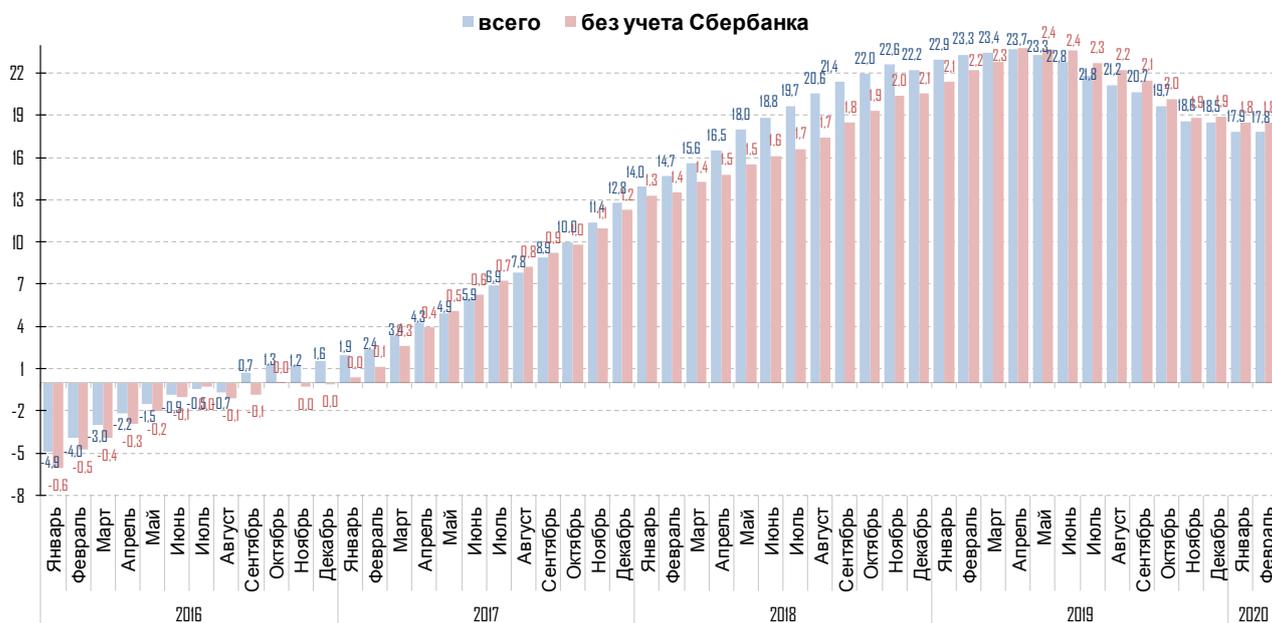


Рисунок 19 - Темы прироста портфеля кредитов населению к аналогичному периоду прошлого года, %

Пока проблемы закредитованных заемщиков проявились не в полной мере, поскольку происходило не абсолютное сжатие кредитования, а только снижение его динамики. Однако «процесс пошел».

Как показывает опыт предшествующих кризисов, через некоторое время должен будет наступить момент, когда заемщики будут больше выплачивать банкам, чем получать обратно в виде потока новых кредитов⁸ (см. Рисунок 20). Когда это произойдет, операции с кредитами превратятся для бюджетов домашних хозяйств из канала притока ликвидности в канал её устойчивого оттока. В этот момент значительное число розничных заемщиков окажется перед дилеммой: продолжать платить по кредитам с неопределенной перспективой выплатить весь долг, либо отказаться от платежей, допустив личное банкротство.

⁸ Объявленное введение «кредитных каникул» может отложить наступление этого момента, но после «размораживания» рынка возникновение этой ситуации, по-видимому, неизбежно

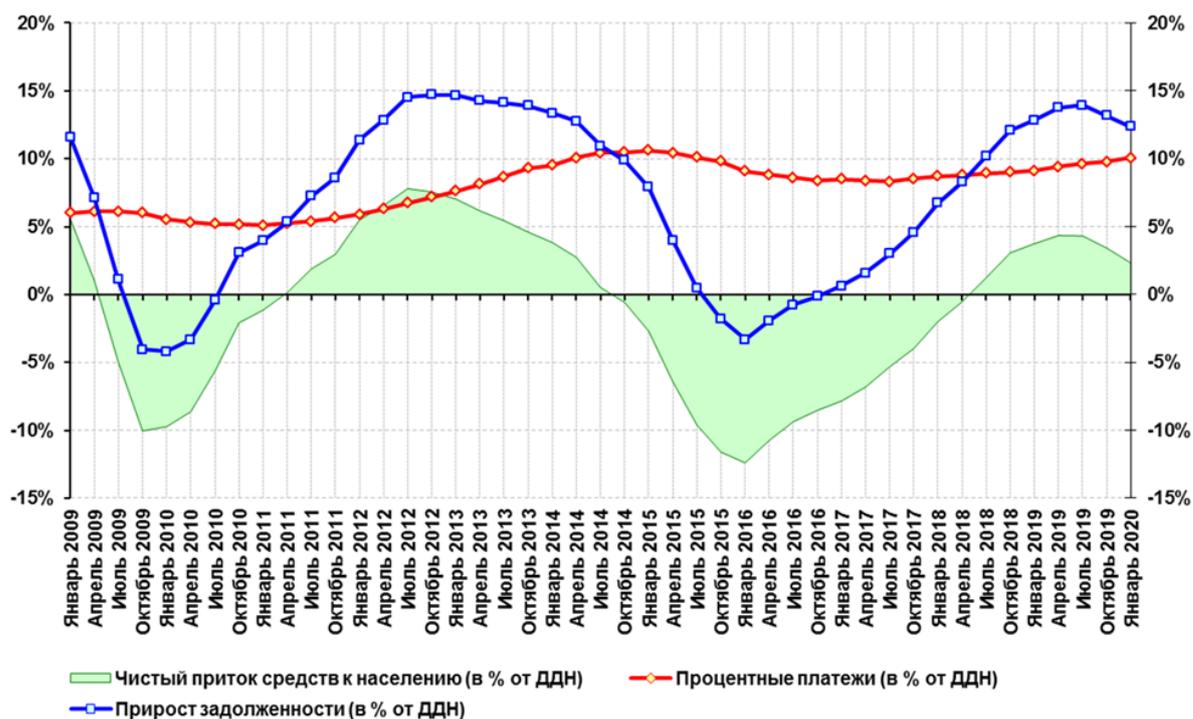


Рисунок 20 - Чистый приток средств к населению от операций на рынке розничных кредитов (прирост долга за вычетом выплаченных процентов, за скользящий год, % от денежных доходов населения)

На мысль о том, что кризис на рынке потребительского кредитования окажется менее масштабным, чем в 2014-2015 гг., наводит анализ сальдо баланса банков и других секторов экономики (см. Рисунок 21).

Во-первых, в отличие от ситуации 2008 г. и 2014 г., население ещё не успело в полной мере отойти от «сберегательно-ориентированной» к «кредитно-ориентированной» модели финансового поведения. Объем организованных сбережений (в первую очередь - вкладов в банках) населения пока ещё в разы превышает объем его долга. Большой запас сбережений позволяет рассчитывать на более мягкое прохождение домашними хозяйствами экономических стрессов.

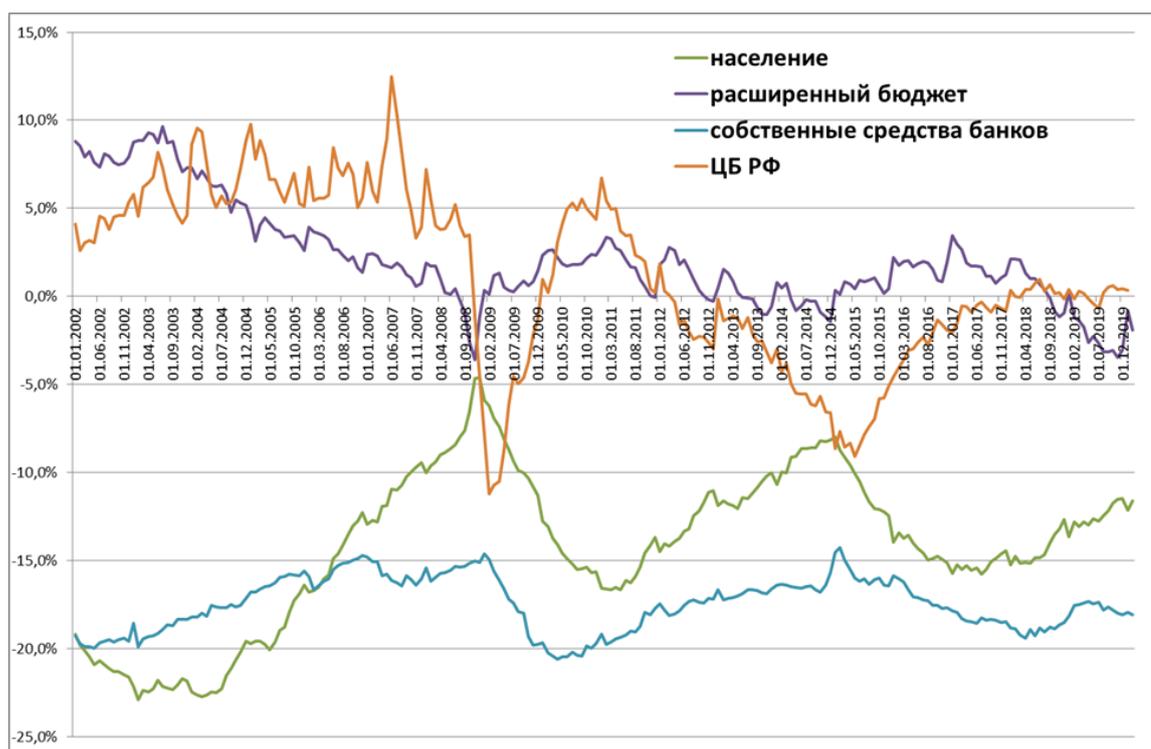


Рисунок 21 - Сальдо по операциям банков с другими секторами («+» - чистое размещение средств, «-» – чистое привлечение средств банками, без учета процентных платежей и иных выплат доходов, в % от совокупных активов банковской системы)

Во-вторых, в отличие от предшествующих предкризисных ситуаций, российские банки не успели «залезть» в масштабный нетто-долг перед ЦБ РФ. В 2008-2009 гг. и в 2014-2015 гг. банки делали это, чтобы частично финансировать потребительские кредиты или компенсировать нехватку привлеченных сбережений населения. В нынешней ситуации накануне кризиса банки не успели заместить «нормальные» средне- и долгосрочные источники ресурсов краткосрочными «аварийными». Это оставляет регулятору больше простора для предоставления банкам «аварийных» ресурсов в кризисной ситуации и ослабляет стимулы для недобросовестного поведения собственников банков⁹.

В-третьих, в отличие от ситуаций 2008 г и 2014 г., российские банки накануне нынешних потрясений не успели существенно нарастить леверидж - отношение активов к собственному капиталу. Хотя перед 2019 г. леверидж немного вырос, однако в 2019 г. он вновь стабилизировался. Это означает,

⁹ Такие стимулы возникают, когда ещё функционирующий частный банк по существу превращается в банк плохих долгов, функционирующий за счет ресурсов государства и монетарного регулятора.

что в случае ухудшения качества активов у российских банков будет большая «подушка безопасности», готовая смягчить удар.

12. О сути ситуации: откуда взялась стагнация?

Прошедший год ознаменовался возникновением довольно странной ситуации. С одной стороны, объективные предпосылки (бюджетный профицит, низкая инфляция, довольно высокие цены на нефть), вроде бы, дают возможность для экономического роста.

С другой стороны – прошлый год, и особенно его первая половина, характеризовались глубокой стагнацией экономики. Эта стагнация, ставшая основной характеристикой ситуации в экономике (и, шире, в обществе) в 2019 и начале 2020 гг., требует определенной интерпретации.

Специфику ситуации задавала явно стабилизационная направленность экономической политики (повышение на рубеже 2018/2019 гг. основной ставки НДС на 2 проц. пункта и ключевой ставки Банка России; ужесточение пруденциальных норм в банковской сфере и усиление налогового администрирования) на фоне затухающего роста экономики.

Ситуацию хорошо характеризует диаграмма «экономический рост - индекс несчастья» (см. Рисунок 22). Последний объединяет индексы безработицы и инфляции и, с определёнными оговорками, может расцениваться как индекс стабильности¹⁰. Исходя из этого, можно отметить, что российская экономика, находившаяся перед кризисом в зоне «низкая стабильность – (умеренно) высокий рост» (2011, 2013) и «высокая стабильность – слабый рост» (2012), в период шока и скачка инфляции в 2014-2016 гг. переместилась в зону «низкая стабильность – низкий рост / спад», а в 2019 г. переместилась в область «высокая стабильность – низкий рост».

¹⁰ Теоретически, усиление безработицы происходит, главным образом, в периоды рецессии, а рост инфляции – на фазе перегрева. Тем самым сочетание этих показателей позволяет (довольно приблизительно, конечно) оценить вектор движения экономики - к равновесному состоянию или от него.

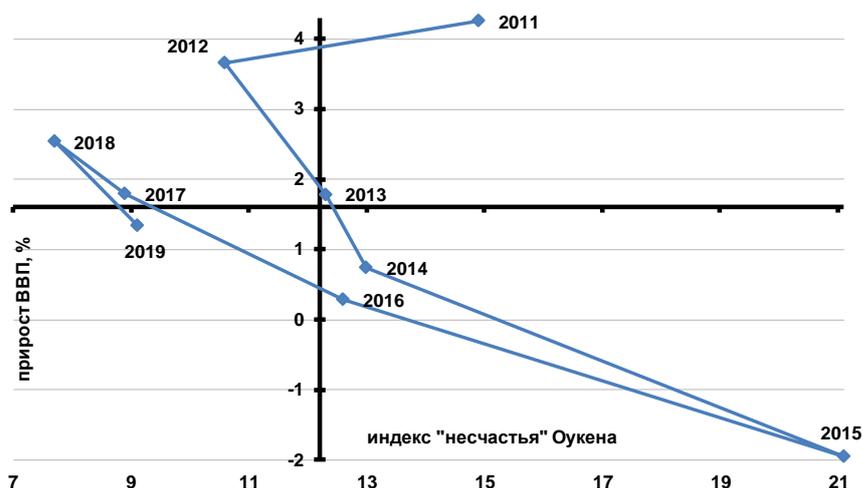


Рисунок 22 - Взаимозависимость уровня экономической нестабильности («индекс несчастья Оукена»¹¹) и экономического роста (темпы прироста, %)

Само возникновение подобной ситуации означает, что содержание экономической политики в последние годы выходило за рамки стимулирования роста.

Реально, она развёртывается в пространстве, определяемом, как минимум, двумя осями координат:

- стимулирование роста (за счёт ослабления фискальной нагрузки, стимулирующей денежно-кредитной политики и т.д.) – стабилизации (рост фискальной нагрузки, ограничительная кредитно-денежная политика, создание резервов);
- безопасности (снижения системных рисков, в том числе за счет реализации низкодоходных проектов, направленных на снижение зависимости экономики и общества от внешнего фактора, будь то шок поставок или движение цен) – позитивных качественных изменений (формирования потенциала будущего развития за счёт принятия дополнительных рисков).

Поиск «точек равновесия» в этих осях существенно выходит за рамки собственно экономической политики, формируясь исходя из необходимости решения общесистемных задач. Видимо особенности нашей экономической политики в три-четыре последних года объясняются именно этим.

В условиях рисков введения новых экономических санкций со стороны США и завышенных (из-за венесуэльского кризиса, позже – из-за рисков в

¹¹ Представляет собой сумму уровня безработицы (% экономически активного населения) и среднегодового темпа прироста ИПЦ (%)

регионе Среднего Востока) цен на нефть ставка в 2018-2019 гг. была сделана не на экономический рост, а на стабильность.

С одной стороны, это означало необходимость накопления резервов на случай возможного ухудшения экономической конъюнктуры. Более того: риск возможного «наложения» очередной волны ухудшения конъюнктуры на энергетических рынках на очередные санкции привел, фактически, к реализации политики по «охлаждению» экономики (формально – ради снижения инфляции; возможно, играло роль и опасение, что в случае начала «разогрева» российская экономика окажется более уязвима к внешним факторам).

Вторым императивом стала безопасность, понимаемая как необходимость набора ключевых компетенций в сферах, где возможно введение или ужесточение режимов экономических санкций.

Речь идёт о целом ряде проектов в области авиапромышленности¹², судостроении (судовые двигатели), энергомашиностроении, ИКТ¹³; фармакологии.

В этом случае, под угрозой распада кооперационных цепочек и возникновения брешей в критически важных сферах (оборона, транспорт, энергетика, медицина, телекоммуникации и обработка данных и т.д.), стандартные требования эффективности, соотношения доходность / риск и т.д. – в значительной мере ушли на второй план.

При этом, риски финансовой дестабилизации в условиях реализации крупномасштабных проектов привел к необходимости финансировать соответствующие проекты за счет экономии на других направлениях расходов и/или повышения фактической (с учетом роста собираемости) налоговой нагрузки.

В принципе, параллельное решение задач национальной безопасности и стимулирования роста известны.

По опыту США 1980х годов, Израиля и некоторых других стран это требует формирования в экономике, наряду с «зоной затрат» – сектором повышенных госрасходов (в зависимости от конкретной ситуации –

¹² Импортозамещение в проекте Сухой Суперджет; разработка и подготовка производства отечественных среднемагистральных самолётов нового поколения МС-21 и дальнемагистральных Ил-96, производство авиадвигателей, ключевых компонентов и материалов

¹³ Создании специализированного инженерного программного обеспечения, электронной компонентной базы, инструментов создания электронной компонентной базы и т.д.

инфраструктурные сети, военная промышленность, космос, «большая наука» и т.д.; понятно, что эффективность госпроектов в этом случае становится зоной особого внимания) «зоны доходов». Такой сферой интенсивного роста и извлечения доходов для экономики могут быть и традиционные бизнесы, и компании в новых отраслях (см. опыт стимулирования бизнеса в США или высокотехнологичных бизнесов в Израиле).

Альтернатива – расширение перераспределения ренты из «старых», не имеющих перспектив роста отраслей (нефтяного комплекса и т.д.) – к новым. При этом временной резерв для такого маневра – ограничен и по масштабу, и по времени (нефтяная рента будет сжиматься по мере роста стоимости добычи и снижения цен на нефть). Разумеется, поворот такого масштаба требует консенсуса в обществе и элитах, легитимирующего саму идею масштабного перераспределения ресурсов.

В условиях кризиса

Кризис, вероятно, вызовет переформатирование экономической политики. Часть запланированных национальных проектов (прежде всего, инвестиционной направленности), очевидно, придется скорректировать.

Однако, по всей видимости, инвариантом остаётся борьба с бедностью: и в случае сохранения курса на модернизацию, и в случае перехода к чисто стабилизационной политике (и во всех «промежуточных» вариантах, разумеется) поддержка бедных остаётся сценарным инвариантом – независимо от реализуемого конкретного сценария развития.

13. Зачем нужен рост, и чем (была) плоха стабильность

Переход от довольно интенсивного роста к стагнации при накоплении резервов стал новой для России ситуацией, непривычной ни для элит (почти все стратегическое планирование, начиная с Концепции долгосрочного развития 2008 г. вплоть до Послания Президента 2018 г. и «Майских Указов» исходило из необходимости высоких темпов экономического развития, порядка 3.5-4.5% в год), ни для бизнеса (привыкшего к довольно интенсивному расширению рынков и высокой маржинальности), ни для населения (достаточно вспомнить «кредитный бум» – явно под ожидания высоких доходов в перспективе). Но к утрате экономической стабильности/безопасности ни элиты, ни бизнес, ни общество явно готовы не были

Эта ситуация породила две группы вопросов: зачем вообще нужен экономический рост (с учётом нашей конкретной специфики) и какие системные ограничения нужно преодолеть, чтобы его активизировать.

Содержательный ответ на вопрос «зачем нужен интенсивный экономический рост» имеет несколько взаимозависимых составляющих.

1. Внешний фактор. Нарастает отставание от сопоставимых стран – конкурентов (и, в разных отношениях, соперников нашей страны) по масштабу прироста ВВП. Именно прирост ВВП формирует, «в первом приближении», совокупный ресурс общества, подлежащий управлению для решения тех или иных задач в области повышения благосостояния населения, обеспечении потенциала научно-технологического развития, национальной безопасности и т.д.

С учётом размеров российской экономики – 3.81 трлн. долл. по паритету покупательной способности (порядка экономики Германии – 3.83 трлн. долл. и Бразилии – 3.03 трлн. долл.) – обеспечение хоть какого-то паритета по отношению к странам-лидерам предполагает опережающий экономический рост.

В итоге торможения российской экономики, по сравнению с США прирост ВВП в России снизился с 60% в 2011 и 36% в 2012 гг. – до всего лишь 12-18% в последние три года, по сравнению с Китаем – с 11-12% до 4-7%, соответственно. Более того: если по отношению к Польше (!) прирост ВВП России в 2011-2013 гг. был выше почти на порядок, то в 2019 г. - всего на 40% (см. Таблица 3).

Таблица 3 - Соотношение приростов ВВП России и других крупных стран (по ППС)

	2011	2012	2013	2014	2016	2017	2018	2019
США	0.60	0.36	0.22	0.07	0.04	0.16	0.18	0.12
Китай	0.12	0.11	0.05	0.02	0.01	0.05	0.07	0.04
Германия	1.10	8.63	4.32	0.35	0.13	0.72	1.63	2.43
Польша	3.40	9.02	5.19	0.90	0.35	1.32	1.74	1.14
Бразилия	1.24	2.20	0.70	1.70	-	2.09	2.82	1.40

... при этом

на решение собственно «внутренних» задач ресурсов, при низких темпах - тоже хватать не будет.

2. Внутренний фактор. Замедление экономического роста означает, что его масштабов не хватает на одновременное решение задач в области борьбы с бедностью, развития социальных институтов, инфраструктуры и обороны.

Так, даже при «консервативно-оптимистичном прогнозе» роста ВВП (2020 г. – порядка 1.5%, 2022-2024 гг. – 2.3-2.4%) выход на уровень нормы накопления основного капитала (27% ВВП) и нормализацию финансирования социальных институтов (прирост расходов на конечное потребление государственных учреждений на 10-12% к 2024 г.) – на прирост потребления домашних хозяйств приходится всего 0.1-0.4% (см. Таблица 4).

Отсюда, для выхода на более-менее приемлемые темпы прироста благосостояния (если, конечно, решать остальные задачи развития) – необходим темп прироста ВВП порядка 3-3.5%, не меньше.

Мы от него страшно далеки.

Таблица 4 - Баланс компонентов экономического роста, темпы прироста, % (иллюстративный расчёт)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Валовой внутренний продукт	1.8	2.5	1.3	1.4	2.1	2.3	2.3	2.3
расходы на конечное потребление	3.4	2.8	2.4	1.5	0.6	0.7	0.9	0.7
домашних хозяйств	3.7	3.3	2.3	1.3	0.0	0.1	0.4	0.1
государственного управления	2.5	1.3	2.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства	0.5	-1.1	2.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
валовое накопление	6.4	-0.5	2.7	6.5	6.9	7.0	6.8	6.6
валовое накопление основного капитала	4.7	0.1	1.4	7.0	7.3	7.3	7.1	6.9
экспорт	5.0	5.5	-2.1	1.1	2.2	2.8	1.9	2.2
импорт	17.3	2.6	2.2	6.8	2.8	3.2	2.8	2.6

... при этом

стабилизация «средних» показателей динамики доходов означат, что у значимых по масштабам социальных групп они ощутимо снижаются.

3. Макроэкономическая стабильность означает, что социальное расслоение может усиливаться

Высокий уровень дифференциации населения на фоне стагнации «средних» доходов означало формирование зон устойчивой бедности.

Наличие проблемы отражает структура продаж продовольствия в прошлом году. При отсутствии недопотребления продовольствия «в целом» (уровень потребления хлеба, картофеля, растительного масла и сахара у бедного населения практически не отличается от обеспеченного) – по качественным продуктам питания разрыв весьма велик. По мясу, фруктам и ягодам, молоку и молочным продуктам он является, практически, двукратным.

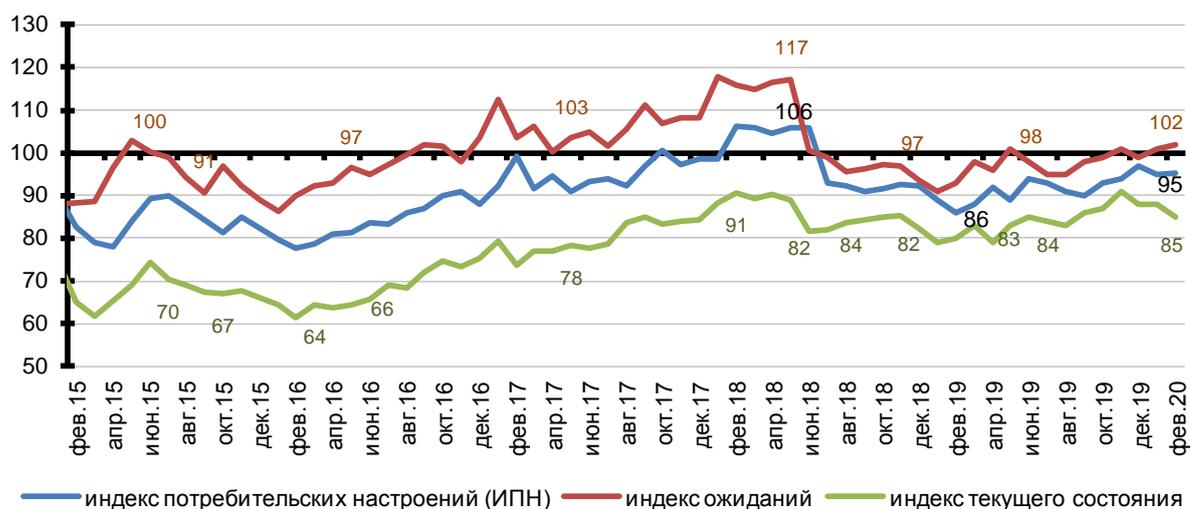
... при этом

в сочетании с резким замедлением движения «социальных лифтов» в условиях экономической стагнации это приводит к ухудшению ожиданий субъектов экономики – что является самостоятельным негативным фактором социально-экономического развития.

Так, сочетание негативных факторов, связанных со стагнацией экономики, пенсионной реформой и повышением НДС обеспечило в прошлом году глубокое «проседание» индексов потребительских настроений и ожиданий (отчасти скомпенсированное только в начале нынешнего года, см. рисунок 22 – но потом возник кризис...).

... при этом

их падение по глубине соответствовало периоду острого кризиса (2016 г.); можно сказать, что в глазах населения ситуация стагнации воспринималась, практически, столь же негативно, как и «война санкций» и связанные с ней лишения.



Индекс потребительских настроений и его субиндексы, ООО “инФОМ” и ЦБ РФ

**Рисунок 23 - Индекс потребительских настроений
и два частных субиндекса, пункты**

А что будет с социальными процессами в условиях кризиса – зависит от его характера и продолжительности.

А сейчас – говорить об этом ещё рано.

Материал подготовили:

Руководитель направления Белоусов Д.Р.

Руководитель направления Солнцев О.Г.

Ведущий эксперт Гнидченко А.А.

Лаборант-исследователь Медведев И.Д.

При участии:

Руководитель направления Сальников В.А.

Ведущий эксперт Михайленко К.В.

Ведущий эксперт Сабельникова Е.М.

Ведущий эксперт Поляков И.В.