



О развитии российской экономики в 2016-2017 гг. и прогнозе на 2018-2019 гг.

Е. Абрамова, Д. Белоусов, К. Михайленко¹

1. Последние тенденции

Экономическая ситуация в истекшем году (третий квартал 2017 - второй квартал 2018 гг.) характеризовалась следующими особенностями:

- низкими и неустойчивыми темпами восстановления экономики, существенно зависящими от внешних шоков (прежде всего, конъюнктурных, связанных с ценами на нефть) и шоков экономической политики (прежде всего, ключевой ставки);
- переходом компаний к самофинансированию развития на фоне неустойчивого финансового положения компаний;
- очень низкой, околостагнационной, динамикой доходов и потребления населения;
- исчерпанием эффекта импортозамещения, возвратом импорта на рынки;
- неустойчивым улучшением на рынке труда, тенденцией к снижению безработицы и умеренному росту реальной заработной платы
- нацеленностью денежно-кредитной политики преимущественно на сдерживание инфляции и курсовых рисков (в этих же целях, по большому счёту, проводилась и жесткая регуляторная политика).

1.1. Ход экономического развития

В целом, российская экономика постепенно выходит из рецессии. Прирост ВВП в 2017 г. составил 1.5%, в 2018 г. оценивается на этом же уровне. Таким образом, эпизод рецессии в 2016 г. оказался, во-первых, ограниченным во времени (один год), во-вторых, незначительным по масштабам (2016 г: -0.2%).

Проблем с ростом в последний год две.

Первая проблема. Столь умеренный – околостагнационный – масштаб расширения экономики пришелся на период неожиданно высоких цен на энергоресурсы. Так, цены на нефть подскочили в полтора раза (с 42 долл. за баррель в среднем за 2016 г. до 53 долл. за баррель в 2017 г. и 69 долл. за баррель в первом полугодии 2018 г.). По-видимому, причина – в сочетании достаточно жесткой процентной и бюджетной политик, фактически дестимулирующих экономический рост ради обеспечения запаса прочности в бюджетной системе и снижения инфляции.

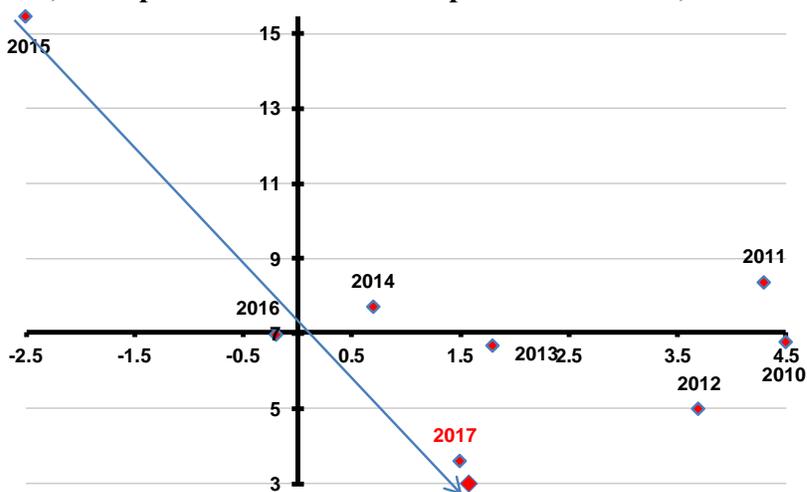
Вторая проблема. Восстановление экономической динамики происходило весьма неравномерно. Еще в середине прошлого года российская экономика росла с довольно устойчивым темпом примерно в 2.5% в годовом выражении, интенсивно выходя из кризиса, то в конце года произошел сбой. В четвертом квартале прирост ВВП к соответствующему периоду прошлого года составил всего 0.9%. Тактически, эта ситуация была связана с действием сугубо ситуационного

¹ Мы благодарим А. Громова и О. Солнцева за помощь в подготовке материала

фактора – спада экспорта нефти из-за влияния избыточно жестких квот, взятых на себя Россией в рамках соглашения ОПЕК+.

Важнейшей особенностью экономического развития в 2017-2018 гг. стало сочетание околостагнационной динамики с низкой инфляцией, которая в 2017 г. достигла исторического минимума – 3.7%, декабрь к декабрю). За 2015-2017 гг. удалось полностью подавить волну инфляции, связанную с девальвацией рубля и «войной санкций» 2014-2015 гг. и преодолеть спад. Но дальнейшего ускорения роста не произошло; напротив, наша экономика балансирует на грани затяжной стагнации. В 2018 г. рост составит 1.4-1.7%, а инфляция, в годовом выражении, ожидается на уровне 2.7-3.1%. Заметим, что на рисунке точки, соответствующие 2015, 2016, 2017 и 2018 гг. (оценка), лежат практически на одном векторе.

Рисунок 1. Экономический рост и уровень инфляции
(соответственно, по горизонтальной и по вертикальной оси, темпы прироста, %)



Причина подобной ситуации, как уже отмечалось, в ориентации экономической политики на «стабилизацию» (в первую очередь, инфляции и обменного курса), как главную стратегическую задачу. Отсюда и сверхжесткая процентная политика, обеспечившая торможение инфляции ценой стагнации в экономике, и жесткая бюджетная политика, нацеленная на создание резервов на случай существенного (ниже 40 долл. за баррель) падения мировых цен на нефть.

Структура факторов экономического роста в последние годы приобрела следующие характерные черты:

- возврат импорта на рынки. Период импортозамещения, связанный с девальвацией рубля и «войной санкций», закончился ещё в 2016 г. В дальнейшем импорт расширился, более или менее интенсивно – в меру ослабления/укрепления рубля и динамики рынков. Соответственно, в годовом выражении возобновившееся расширение импорта стало «вынимать» из экономического роста 2-4 проц. пункта;
- экспортная ориентация. Расширение экспорта стало важным фактором экономической динамики. Его вклад в прирост ВВП составляет в последние кварталы порядка 1.5 проц. пункта;
- значительный, но имеющий потенциал к снижению, вклад потребления населения. Отчасти благодаря политике повышения оплаты труда в бюджетном секторе, во втором полугодии 2017 г. потребление населения довольно быстро росло, обеспечив вклад в прирост ВВП примерно на уровне 2 проц. п. Проблема, однако, в том, что, в 2018 г., зарплаты в бюджетном секторе не только не росли, но стали сокращаться, а в корпоративном остались

на прежнем уровне из-за проблем с финансовым положением компаний. Соответственно, во втором полугодии текущего года динамика потребления населения и его вклад в рост будет, видимо, снижаться;

- умеренный вклад накопления основного капитала в рост. Очень низкая динамика инвестиций и является, по-видимому, главной характеристикой современной российской экономической ситуации как околокризисной (см. ниже). Весь 2017 г. вклад накопления основного капитала в рост составлял примерно 1 проц. п, а в первом квартале 2018 г. снизился до ничтожных 0.3 проц. п.;
- завершение в середине 2017 г. посткризисного восстановления уровня запасов в экономике. Если во 2 и 3 кварталах прошлого года прирост запасов обеспечивал вклад в прирост ВВП в размере порядка 2-2.5 проц. п., то в конце 2017-первом квартале 2018 гг. вклад прироста запасов в прирост ВВП стал отрицательным. Отчасти – этот результат связан с завершением посткризисного восстановления экономики, отчасти – с уровнем процентных ставок, ограничивающим возможности наращивания оборотного капитала.

1.2. Проблема инвестиций в основной капитал и доходов компаний

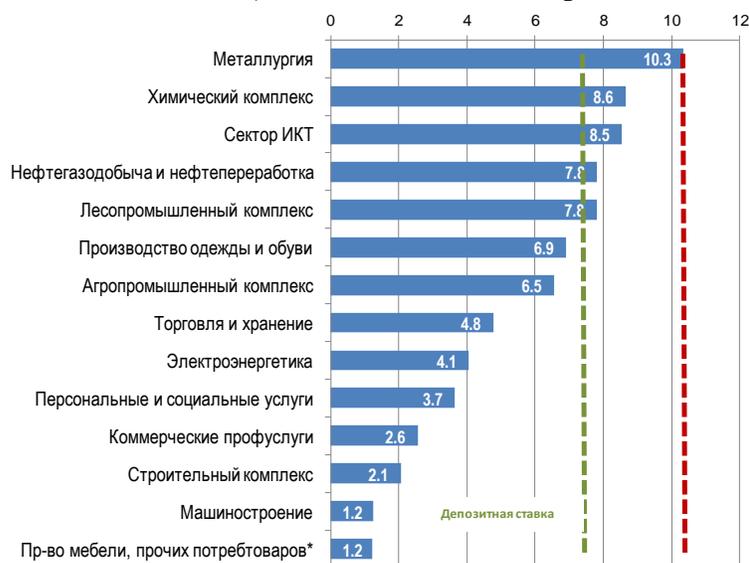
Общая характеристика ситуации

Последние два года характеризовались довольно умеренной динамикой инвестиций в основной капитал (2017 г.: +4.4%, 2018 г., оценка: 4.0-4.4%).

Как ранее отмечалось, такая ситуация была, как представляется, во многом связана с жесткой процентной политикой Банка России.

С одной стороны, возник разрыв между доходностью реальных активов в большинстве отраслей – и доходностью финансовых активов (см. Рисунок 2). В итоге, накопление финансовых активов – менее рискованная операция, чем инвестирование в производственные проекты – для предприятий оказалось ещё и более доходным (и, действительно, на фоне торможения роста инвестиций остатки предприятий на счетах в банках выросли).

Рисунок 2. Рентабельность активов, средневзвешенная ставка по рублевым кредитам предприятиям и депозитная ставка (без депозитов до востребования, без учета Сбербанка)

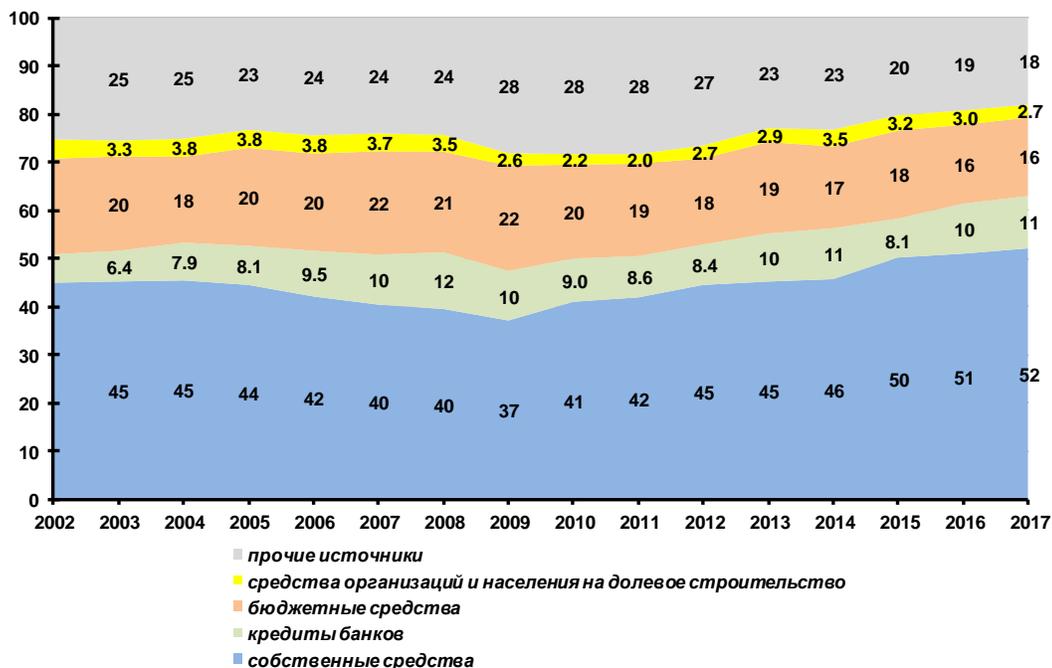


С другой стороны, по цене привлечения кредитные ресурсы оказались недоступны большинству производителей, за исключением, возможно, некоторых рентабельных сырьевых отраслей.

Соответственно, наметился явный переход к финансированию инвестиций из собственных средств компаний. В 2017 г. доля самофинансирования инвестиций достигла исторического максимума – 52% (перед кризисом, в 2012-2014 гг. она составляла примерно 45%) при сжатии «прочих» источников инвестиций, в значительной степени, средств, привлекаемых с финансовых рынков – с 23-27% в 2012-2014 гг. до 18% (см. Рисунок 3). Это, в свою очередь, определяется как воздействием санкций на финансовый рынок, так и высокими процентными ставками по денежному рынку в целом – с соответствующими последствиями для возможности компаний привлекать средства на открытых рынках.

Понятно, что такая модель, самофинансирования инвестиционного процесса не могла не иметь существенных ограничений – тем более в ситуации, когда финансы самих предприятий оказались в «зоне неустойчивости».

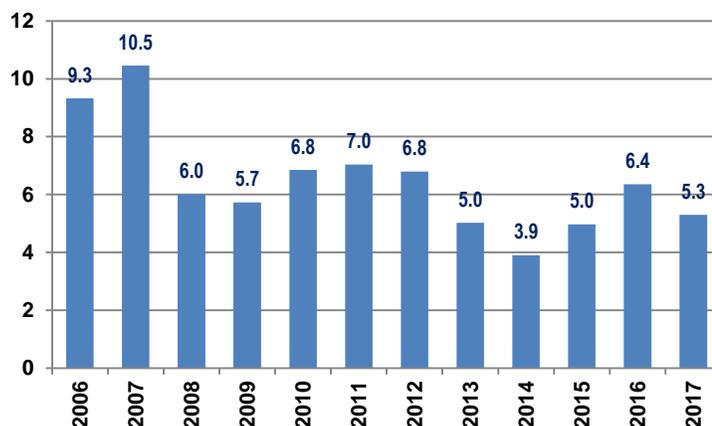
Рисунок 3. Структура инвестиций в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования (в фактических ценах, %)



Проблема доходов корпораций

В части изменения финансового положения компаний реального сектора важнейший тренд, оформившееся за последний год, снижение доходности бизнесов. Уровень рентабельности активов в 2017 г. составил лишь 5.3%, что является одним из самых низких значений последних лет (Рисунок 4).

Рисунок 4. Динамика рентабельности активов, в целом по экономике (%)



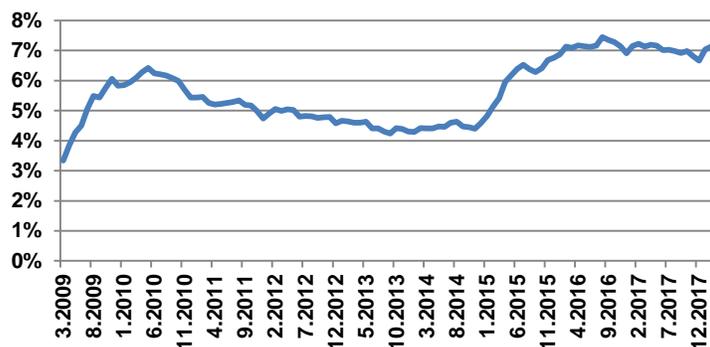
Важно отметить два момента.

Во-первых, по-прежнему сохраняется уже традиционный структурный перекос: наиболее благоприятное положение отмечается в сырьевых экспортно-ориентированных производствах при заметно более сложном положении внутренне-ориентированных конечных производств.

Во-вторых, среди конечных производств выделяется сектор с остро кризисным финансовым состоянием. Это отрасли, ориентированные на инвестиционный спрос (плюс потребительский в части эластичных к доходам товаров): строительный комплекс, а также машиностроение.² Кроме того, достаточно напряженным остается положение в секторе коммерческих услуг.

Обращает на себя внимание также крайне медленное, почти не просматривающееся снижение уровня просроченной задолженности по кредитам предприятий (Рисунок 5).

Рисунок 5. Доля просроченной задолженности по кредитам юридических лиц и индивидуальных предпринимателей в общем объеме (%)



Оценки экономической ситуации менеджерами компаний

Одним из ключевых факторов, обусловивших проблемы в сфере инвестиций стало изменение самооощущения менеджеров компаний. Индекс PMI обрабатывающих отраслей на волне ожиданий быстрого выхода экономики из кризиса необоснованно подскочил, почти до 55% – уровня докризисного 2011 г. В принципе, это давало надежду на ускоренный выход из кризиса за счёт «перегретых ожиданий». Но этого, как известно, не случилось.

² Внутри отраслей с относительно неплохим состоянием имеются сектора с проблемной ситуацией, например, в части коммерческих услуг это воздушный транспорт.

Вначале экономика перешла к стабилизации, на наш взгляд, на более адекватном для неё уровне PMI в 51-52%, продержавшись на этом уровне почти весь 2017 г. Такой уровень уже не позволял рассчитывать на «рывок» экономики но, видимо, позволял надеяться на устойчивый, хотя и умеренный рост. Однако в начале 2018 г. PMI, впервые за два года, на два месяца подряд, вышел в отрицательную (менее 50%) область.

Это свидетельствует о том, что рассчитывать на дальнейшее оживление инвестиционного процесса достаточно сложно.

1.3. Занятость, доходы и потребление населения

Сочетание напряженности в сфере корпоративных финансов с ростом нагрузки на собственные доходы компаний потребовало от них перехода к режиму экономии на издержках.

В полной мере это сказалось на рынке труда, доходах и, в итоге, благосостоянии населения.

Впервые за последние годы интенсивный процесс создания рабочих мест сменился вначале стабилизацией (в 2017 г.), а затем, почти синхронно с PMI, снижением, впервые за несколько лет.

Одновременно затормозилась динамика реальной заработной платы. В 2017 г. её прирост составил 3.6%, в 2018 г. он, формально, значительно больше и оценивается в 5.2-5.5%. Проблема, однако, в том, что этот рост не является результатом повышения оплаты труда в текущем году, а итог почти «ступенчатого» повышения заработной платы в бюджетном секторе в конце прошлого года.

С учётом того, что государство в сложившихся условиях не могло обеспечить ускоренного повышения пенсий и социальных пособий, реальные располагаемые доходы населения в 2017 г. снизились на 2%. В 2018 г. их прирост оценивается в 2.8-3.1%.

Столь слабое повышение реальных доходов населения, разумеется, не смогло переломить тенденцию к расползанию массовой бедности, отмечавшуюся в опросах в 2015-2016 гг. Доля наиболее бедного населения («денег не хватает даже на еду») и бедного («денег хватает только на еду») – суммарно стабилизировалась на очень высоком уровне, 39% (для сравнения: в 2014 г. – 19%).

Разумеется, такая ситуация не могла не отразиться и на динамике потребления населения.

В прошлом году прирост оборота розничной торговли составил всего 1.3%, в текущем – оценивается в 3.1-3.4%. При этом, стагнация в доходах населения в первой половине 2018 г. ограничила рост потребительских рынков. И не просматривается изменение околостагнационной тенденции в динамике оборота розничной торговли (февраль: 0.0%, март и апрель: по 0.2%, май: 0.0%, июнь: 0.5%, сезонность устранена), причем стагнация охватила и продовольственные, и непродовольственные рынки. Отметим, что по данным ИХ «Ромир», «средний чек» на покупку в номинальном выражении снижался два месяца подряд – апрель и май (в мае – на 1.7% в номинальном и более чем на 2% в реальном выражении)³.

1.4. Федеральный бюджет: поиск ресурсов для стимулирования роста в условиях жестких бюджетных ограничений

В 2018 г. продолжена политика бюджетной консолидации, направленная на обеспечение устойчивости бюджета к возможным внешним шокам. В целом из трех функций налогово-бюджетной политики – стабилизационной⁴, перераспределительной⁵ и стимулирующей экономический рост – в полной мере выполнялась лишь первая и, до известной степени, вторая.

Риски падения доходов федерального бюджета вследствие колебаний цен на сырьевых рынках отчасти компенсированы введением бюджетного правила, сдерживающего рост расходов, величина которых по отношению к ВВП продолжает сокращаться (см. Рисунок 6). В то же время,

³ <http://romir.ru/studies/521-rubl>

⁴ Обеспечение условий для бесперебойного, устойчивого выполнения функций бюджетной системы в условиях возможных шоков.

⁵ В условиях России – перераспределение сверхдоходов от рентных отраслей и отраслей, получающих выгоду от девальвации, выравнивающее условия их функционирования с остальной экономикой страны.

это, практически, «выключило» бюджетные расходы из числа драйверов экономического роста и ограничило возможности купировать острые социальные проблемы (включая бедность занятых в бюджетном секторе и пенсионеров) за счет ресурсов государства. Определенную роль в экономии бюджетных средств сыграло завершение крупных государственных инвестиционных проектов – строек объектов Чемпионата мира по футболу 2018 г. и моста через Керченский пролив, а также резкое снижение масштаба российской военной операции в Сирии в конце 2017 г.

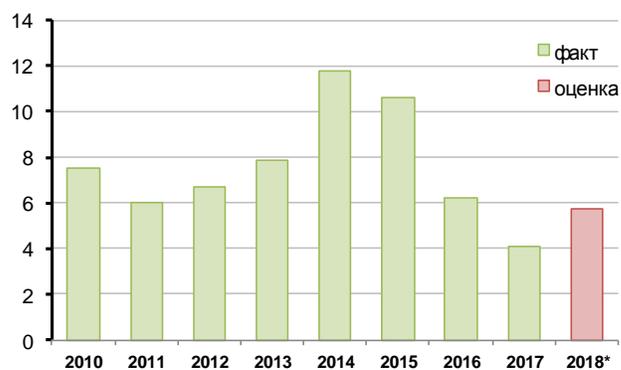
Ожидается, что проводимая политика приведет к завершению года с профицитом бюджета впервые за 6 лет.

В условиях роста цен на сырьевых рынках происходит накопление резервов за счет дополнительных нефтегазовых доходов (разница между прогнозом поступлениями доходов при заложенной в бюджет цене на нефть, и фактическими поступлениями), которые ранее позволили смягчить удары внешних шоков (см. Рисунок 7).

Рисунок 6. Доходы, расходы, дефицит (–) / профицит (+) федерального бюджета, % ВВП



Рисунок 7. Объем нефтегазовых фондов на конец года, % ВВП



Примечание: Значения для 2018 г. - оценка

Источник: Министерство Финансов РФ, Федеральное казначейство, Росстат, прогноз ЦМАКП

1.5. Монетарная сфера

Продолжение роста мировых цен на нефть и другие сырьевые экспортные товары привело к укреплению платежного баланса России в конце 2017 – первой половине 2018 г.

В первую очередь, речь идет о существенном повышении активного сальдо по текущим операциям. Так, по отношению к аналогичным периодам предшествующего года увеличение этого сальдо составило в первом квартале 2018 г. 9 млрд. долл., во втором квартале – 21 млрд. долл.

Что касается сальдо по операциям с капиталом и финансовыми инструментами, то оно под влиянием трех новых раундов санкций США против российской экономики⁶ несколько ухудшилось – однако не так существенно, как первоначально можно было бы этого ожидать. Если сравнивать с аналогичными периодами предшествующего года, то заметное ухудшение произошло только во втором квартале 2018 г.: дефицит этого сальдо вырос на 17 млрд. долл. (здесь и далее исключено влияние внешних заимствований ЦБ РФ, осуществляемых для целей управления официальными золотовалютными резервами⁷). При этом пик чистого оттока капитала (4 млрд.

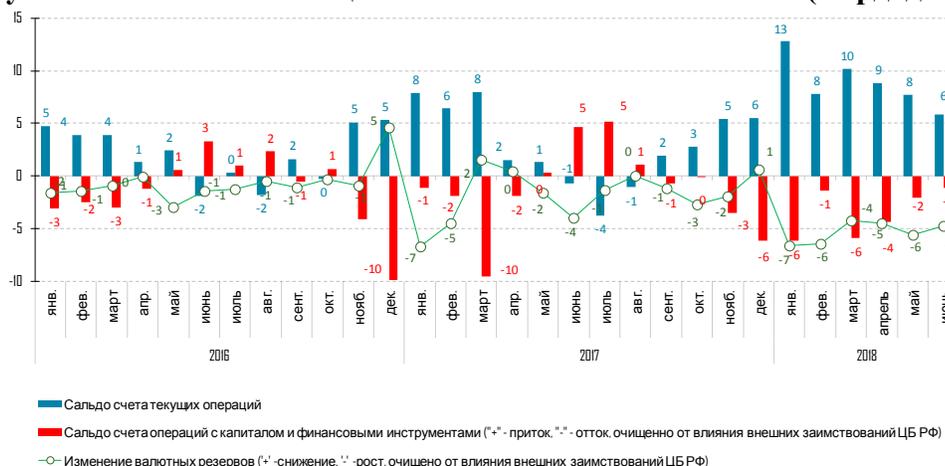
⁶ В августе 2017 г, в феврале 2018 г. и в апреле 2018 г.

⁷ ЦБ РФ периодически привлекает на зарубежных рынках валютную ликвидность под залог других иностранных активов (в рамках операций РЕПО), что формально приводит к изменению величины счета операций с капиталом и финансовым инструментам платежного баланса России. Однако по существу эти операции имеют отношение не к трансграничному движению капиталов, а к управлению официальными золотовалютными резервами.

долл.) пришелся на апрель – месяц объявления последнего раунда экономических санкций, а затем его величина стала быстро сокращаться (см. Рисунок 8).

Основными факторами увеличения чистого оттока капитала стали сокращение притока прямых иностранных инвестиций и вывод зарубежными инвесторами средств из российских гособлигаций. В то же время, этот отток в немалой степени был скомпенсирован встречным притоком репатрируемых российскими банками и компаниями из-за рубежа финансовых вложений (под влиянием переоценки степени политических рисков). Дополнительным стабилизирующим фактором стало уменьшение нагрузки по погашению внешнего негосударственного долга, ставшее следствием значительного уменьшения его величины в предшествующий период.

Рисунок 8. Основные позиции платёжного баланса России (млрд. долл.)



Масштабный рост притока валютных средств по каналам текущих операций на фоне умеренного увеличения чистого оттока капитала должен был бы привести к укреплению рубля. Однако в действительности произошло некоторое его ослабление: номинальный курс рубля к бивалютной корзине за вторую половину 2017 – первую половину 2018 г. снизился на 7% (см. Рисунок 9).

Отчасти это объясняется эффектом «перелета» курса под влиянием ожиданий участников рынка (в условиях новых санкций и ужесточения процентной политики в США). Отчасти - расширением покупок валюты Минфином в рамках реализации бюджетного правила (более 30 млрд. долл. только за первую половину 2018 г)⁸. Последнее является результатом выбора монетарных властей в пользу предотвращения дальнейшего укрепления рубля.

⁸ Эти операции одновременно ведут к пополнению официальных золотовалютных резервов России.

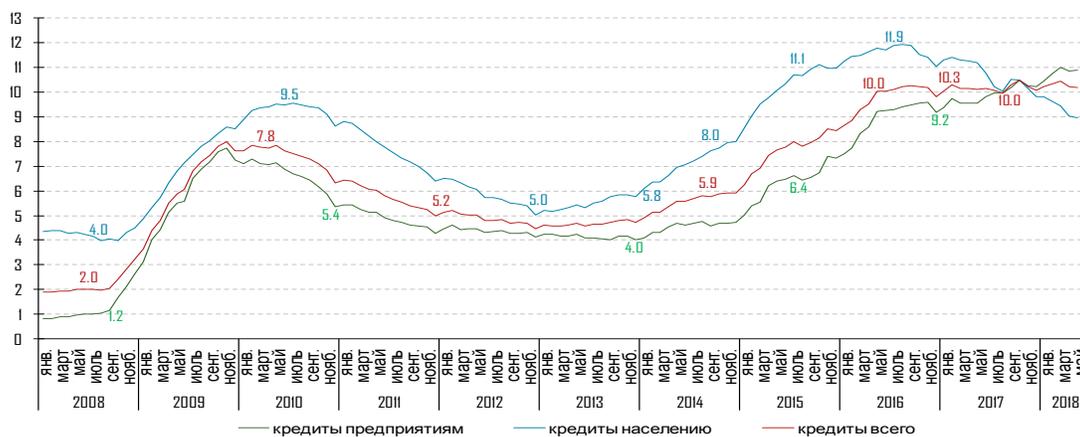
Рисунок 9. Курс рубля и ключевая ставка Банка России



Снижение уровня инфляции существенно ниже целевого ориентира в 4% за год на фоне сохранения относительно стабильной ситуации на валютном рынке позволили Банку России продолжить процесс снижения ключевой ставки. Во второй половине 2017 г. этот процесс ускорился, в первой половине 2018 г. под влиянием возросшей неопределенности на внешних рынках (см. выше) – чуть замедлился.

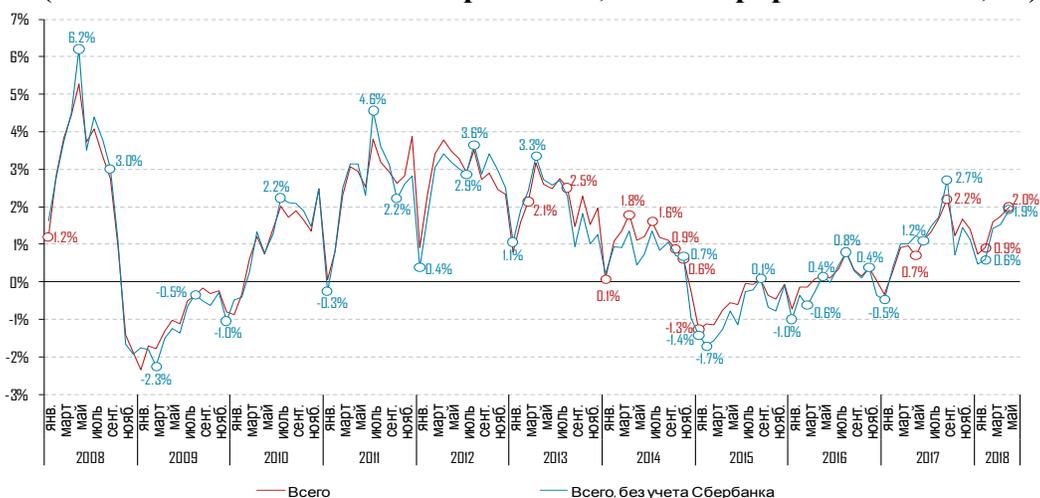
Тем не менее, несмотря на это снижение, уровень реальной ключевой ставки денежного регулятора в России остается одним из самых высоких среди стран со средней и крупной экономикой. Одним из следствий относительной жесткости процентной политики Банка России является стагнация спроса на кредит со стороны российских компаний, высокий уровень корпоративных банкротств и, как следствие, возобновление роста доли плохих кредитов в ссудах предприятиям (см. Рисунок 10).

Рисунок 10. Доля просроченных кредитов в совокупных ссудах и займах (без учета Сбербанка, ВТБ и Банка Москвы), %



В то же время, снижение уровня безработицы, повышение реальной заработной платы во второй половине 2017 г. и связанный с этим рост потребительского оптимизма стимулировали возобновление быстрого роста кредитования населения (см. Рисунок 11). Возможно это, при прочих равных условиях, будет способствовать поддержанию потребительского спроса, а также покупок жилья.

**Рисунок 11. Кредиты населению
(с исключением валютной переоценки, темпы прироста за месяц, %)**



2. Предпосылки экономической политики и внешней среды

В части внешних условий прогноза предполагается:

- умеренно-консервативный прогноз цен на нефть, с их стабилизацией на уровне 60 долл. за баррель (см. Рисунок 12);
- осторожная, в рамках соглашения ОПЕК+, политика расширения экспорта нефти (примерно, +3 млн. т в год, см. Рисунок 13). Умеренный, с учетом воздействия санкций на реализацию трубопроводных проектов, рост экспорта природного газа (+1 млрд. куб.м в год).

В этих условиях ожидается постепенное ослабление платежного баланса, купируемое ослаблением рубля (на 2-4 руб. за долл. за год).

Как ожидается, в 2019-2021 гг., будет сохраняться нынешняя, ориентированная на фискальную стабилизацию, бюджетная политика. Ожидается повышение в 2019 г. налоговой нагрузки на бизнес (принято решение о повышении базовой ставки НДС на 2 проц. пункта). Это, вероятно, приведет к росту инфляционного давления и, как следствие, к еще более консервативной процентной политике Банка России. Одновременно, стартует пенсионная реформа, которая должна снизить давление на федеральный бюджет в результате повышения пенсионного возраста.

**Рисунок 12. Динамика мировых цен на нефть
(долл. за баррель, Urals) и обменного курса рубля**



Рисунок 13. Динамика экспорта углеводородов



3. Краткое описание прогноза

Ожидаются умеренные темпы экономического роста – порядка 1.5% в год в 2018-2019 гг., и 2.5% в год в 2020-2021 гг. (см. Рисунок 14).

За такой динамикой экономики стоят следующие тенденции:

- очень умеренная динамика потребления домашних хозяйств (порядка 2.5% в год в 2018-2019 гг. и 3.5% в 2020-2021 гг., против 5-6% в год в 2010-2012 гг.), а также умеренные, хотя и растущие, темпы инвестиций в основной капитал (с 4.5% в год в 2018-2019 гг. до 6-6.5% в 2021 г.);
- важнейшим сдерживающим экономический рост фактором станет дефицит доходов компаний (в том числе, из-за повышения НДС). Одним из результатов этого станет экономия компаний на трудовых издержках и довольно умеренная динамика реальной заработной платы (порядка 3% в год, с эластичностью реальной заработной платы 1.1-1.3 по производительности труда);
- экспорт товаров, сдерживаемый как умеренной динамикой мировых рынков энергоносителей и сырья, так и последствиями секторальных санкций (цветные металлы), будет увеличиваться на 1.2-1.5% в год;
- в условиях плавающего курса ослабление платежного баланса приведёт к ослаблению рубля, и, как следствие, к сдерживанию роста импорта;
- ограничение инфляции останется важнейшим приоритетом экономической политики. Даже в условиях повышения НДС уровень среднегодовой инфляции не превысит 4-4.2%, что соответствует цели Банка России (4.0%).

Рисунок 14. Динамика основных макроэкономических параметров (темпы прироста, %)



4. Вопросы политики и неопределенности (Policy Issues and Uncertainties)

Ключевой внешний фактор неопределенности – уровень мировых цен на нефть, где существует возможность их значительного снижения в случае возникновения кризисных явлений в мировой экономике и/или расширения предложения со стороны Венесуэлы, Ирана, Ирака и Ливии, а также уменьшение «рисковой составляющей» в цене в случае урегулирования кризиса на Среднем Востоке.

Кроме того, на российскую экономику могут оказывать негативное влияние как возможное расширение секторальных санкций, так и рост протекционизма на отдельных мировых рынках (черные и цветные металлы, к примеру).

В плане внутренней конъюнктуры есть два фактора неопределенности:

- комплекс проблем, связанных с пенсионной реформой (насколько серьезным станет воздействие повышения пенсионного возраста на поведение компаний, благосостояние населения);
- будет ли сформирована система стимулирования экономического роста, соответствующая Посланию Президента России от 1 марта 2018 г. (где, фактически, задана цель выхода на темпы экономического роста в 4-4.5% в год в 2020е годы), или экономическая политика останется преимущественно консервативной и ориентированной на бюджетную и финансовую стабилизацию.

5. Таблица прогноза

Main macroeconomic indicators forecast (growth rates, %)

	2017	2018	2019	2020	2021
Индекс потребительских цен (на конец года)	2.5	3.4	4.3	3.9	3.6
ВВП	1.5	1.5	1.5	2.3	2.7
Промышленность	2.1	2.0	2.5	3.0	3.1
Инвестиции в основной капитал	4.4	4.3	4.4	5.2	6.3
Реальная заработная плата на одного работника	2.9	5.4	2.5	3.1	3.9
Реальные располагаемые доходы	-1.7	3.0	2.1	2.7	3.3
Оборот розничной торговли	1.3	3.2	2.8	3.5	3.9
Платные услуги	0.2	1.5	1.3	2.2	3.3
Экспорт, млрд. долл.	354	416	395	401	409
Импорт, млрд. долл.	238	260	274	285	302
Торговый баланс, млрд. долл.	115	157	121	117	107
Обменный курс рубля, среднегодовой, руб. за долл.	58.3	60.5	63.7	67.3	69.7
Цена на нефть марки Urals, долл. за барр.	53.1	66.4	60.0	60.0	60.0