ЭНЦИКЛОПЕДИЯ

РОССИЙСКОЙ СЕКЬЮРИТИЗАЦИИ

2019

Тенденции рынка секьюритизации



Евгений НАДОРШИН,
главный экономист,
«ПФ Капитал»

2019–й — а стоит ли ожидать роста?

Наступивший 2019 год обещает быть очень непростым — велика вероятность, что расстроенные потребители, рост расходов которых был основным локомотивом роста экономики 2017–2018 годов, не просто сократят траты, но и обеспечат неположительные темпы роста всего ВВП России в первом полугодии. Новые антироссийские санкции и торговые войны, из которых для нас важнее всего те, что назревают между Китаем и США, а также Россией и Республикой Беларусь, могут превратить первое полугодие в пару кварталов рецессии. В итоге, даже если власти наконец решатся на увеличение расходов в рамках 12 приоритетных национальных проектов, это может вывести темпы роста экономики лишь в зону таких положительных значений, которые могут казаться чем-то радостным разве только на фоне пересмотренных данных Росстата за 2016 год.

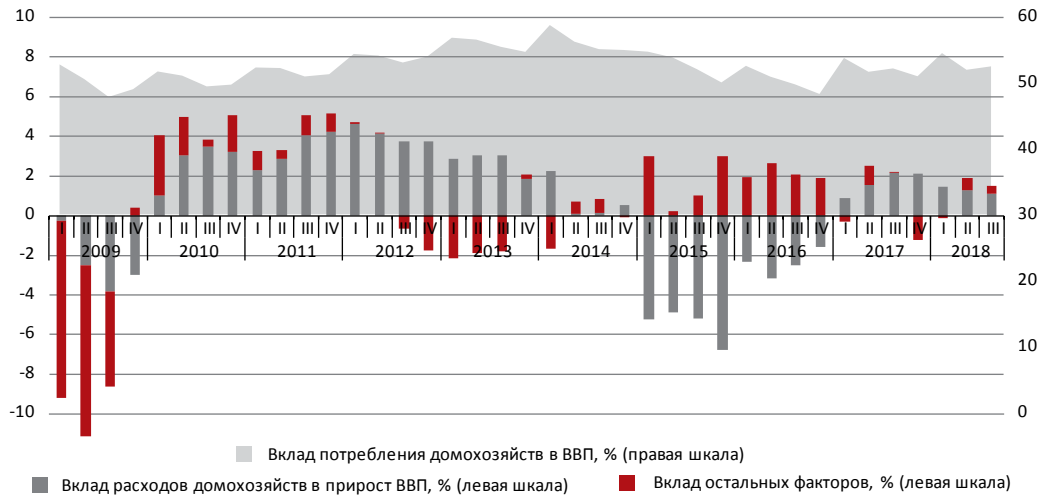
ПОТРЕБИТЕЛЬСКАЯ АКТИВНОСТЬ — ОСНОВНОЙ ЛОКОМОТИВ РОСТА ЭКОНОМИКИ РОССИИ

Так уж получилось, что в те годы из числа последних лет 10, когда экономика России росла, этот подъем обеспечивало в основном увеличение потребления домохозяйств, а не активность бизнеса или государства. Инвестиции на горизонте последних 10 лет вообще на роль источника роста не претендуют: в зависимости от того, как их посчитать (с учетом запасов или без, по данным системы национальных счетов или оперативной статистики), инвестиции или существенно упали до значений 2008 года или немного превзошли этот уровень. Не самая радостная новость для экономики, которая не может похвастаться ни качеством, ни количеством объектов существующей инфраструктуры в большинстве сфер, в которых эта инфраструктура имеет важное значение. Также не самый хороший результат в прошлом году показала экономическая политика, которая, если верить публичной риторике, была нацелена на развитие, импортозамещение в ряде сегментов обрабатывающей промышленности и на внедрение передовых технологий в различных областях.

На Рисунке 1, где из каждого опубликованного Росстатом ежеквартального прироста выделен вклад в него потребления

Рисунок 1. Темпы роста год к году, разложенные с выделением вклада потребителей в прирост каждого квартала

Источник: Росстат, оценки автора



домохозяйств, хорошо видно, что экономика России росла только в те годы, когда увеличивалось потребление, и во все эти годы потребление вносило основной вклад в этот рост. Исключением, после недавнего пересмотра данных Росстатом, стал лишь 2016 год, но пересмотр коснулся пока только годового показателя (прирост ВВП за год вместо небольшого отрицательного значения неожиданно стал положительным, пусть и тоже небольшим). После корректировки квартальных индикаторов, возможно, выяснится, что и динамика потребления внутри года была иной, нежели на графике. Если проигнорировать странный 2016 год, где пока не все данные актуализированы, то мы получаем весьма однозначную картину: стоит потреблению домохозяйств начать падать, как экономический рост в стране превращается в рецессию. Верно также и обратное: как только потребление начинает расти, экономический рост возвращается.

Зная это несложное правило, стоит внимательнее взглянуть на уже доступные данные официальной статистики за прошлый год. Наиболее интересны, с моей точки зрения, замеры настроения потребителей, которые ежеквартально проводит Росстат (входят в состав опережающих индикаторов, публикуемых ведомством). Начиная с 3-го квартала 2018 года они фиксируют резкий спад как в потребительской уверенности вообще, так и в экономических ожиданиях домохозяйств относительно ближайшего будущего.

Даже без применения каких-либо математических методов, с помощью одного только визуального анализа графиков несложно увидеть, что ухудшение потребительских настроений с задержкой приблизительно в пару кварталов ведет к снижению темпов роста розничной торговли (розничная торговля — самый значимый сегмент сектора услуг, зависящий почти исключительно от расходов домохозяйств, и поэтому очень хорошо подходит для идентификации реакции экономических процессов на настроения потребителей). Несложно также отметить, что резкое ухудшение потребительских настроений (как на рубеже 2008–2009-го или 2014–2015 годов) превращает рост розничной торговли в падение. Последнее важное наблюдение, которое полезно сделать, глядя на эти графики, это то, что в 3–4-м кварталах 2018 года ухудшение потребительских настроений скорее похоже на эпизоды 2008–2009-го или 2014–2015 годов, чем на более мягкие спады 2007-го, 2010-го или 2013 годов. В результате произведенных наблюдений несложно прийти к выводу, что в первом, самое позднее — втором

квартале 2019 года в розничной торговле должен быть зафиксирован спад по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. С высокой долей вероятности этот спад распространится на иные сферы розничных услуг и может оказаться вполне весомой причиной для рецессии во всей экономике.

Полагаю, что скромный рост в промышленности (если он вообще сохранится после ухудшения показателей сектора добычи полезных ископаемых на фоне очередного соглашения, ограничивающего добычу нефти) и возможное увеличение государственных расходов ближе к концу года в рамках приоритетных проектов смогут в лучшем случае компенсировать просадку, вызванную снижением расходов потребителей.

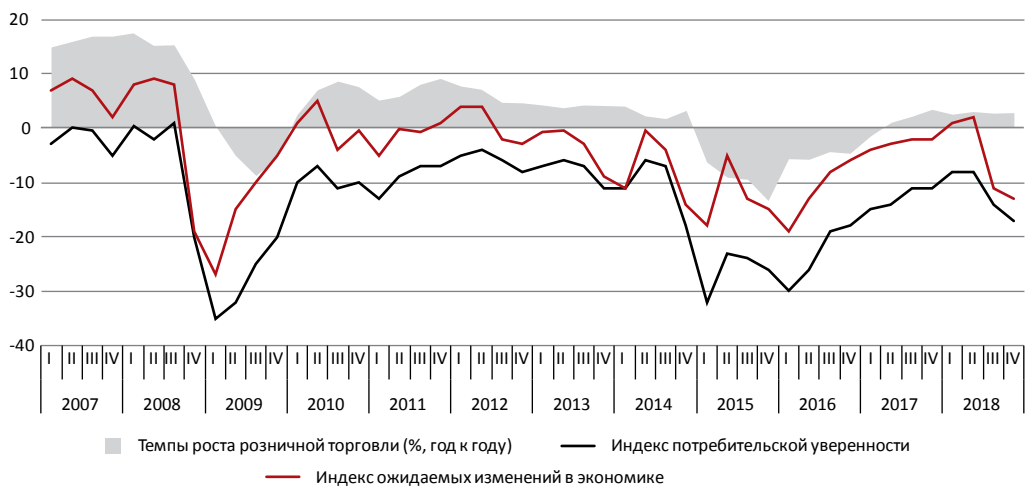
На обрабатывающую промышленность в плане роста я бы вообще сильно рассчитывать не стал (если исключить из нее нефтепереработку и металлургию), — повышение НДС, похоже, расстроило экономических агентов, занимающихся этим видом деятельности, пусть не так сильно, как потребителей, но этого может оказаться достаточно для стагнации. В сфере материального производства снова, как в предыдущие годы, нужно полагаться больше на сырье — уголь и иные полезные ископаемые, ну и, конечно, надеяться на хороший урожай.

Приятными новостями, в отличие от прошлого года, едва ли порадует строительство — что бы ни увидел Росстат в отчетах игроков сектора, раз решил так сильно скорректировать в конце года показатели (темпы роста сектора за 2018 год были пересмотрены в сторону повышения почти на 5 п.п.), такого роста скорее всего уже не будет в 2019 году. На фоне удорожания кредитных денег как для застройщиков, так и для заказчиков / покупателей едва ли живущий в долг сектор сможет вообще расти — полагаю, нас ждет падение к уровням 2018 года.

Все описанное мной выше в отношении и настроений населения, обещающих спад потребления, и возможных показателей строительства, и ограничивающего добычу нефти соглашения ОПЕК+ было известно или в прошлом году или, самое позднее, в начале этого года. На этом фоне странно выглядит позиция денежно-кредитных и фискальных властей, которые упорно игнорируют угрозы для экономического роста и никак не адаптируют экономическую политику к явно изменившимся реалиям. Ведь тот факт, что ухудшения еще не зафиксированы статистикой в полной мере, не означает, что их не будет, — тот же ЦБ давно говорит, что действует на опережение, пора бы уже и начать действовать соответ-

Рисунок 2. Связь потребительских настроений и темпов роста розничной торговли

Источник: Росстат, оценки автора



ствующим образом… Возможно, слишком осторожный подход продиктован важным внешним фактором, имеющим отношение больше к политике, чем к экономике, — санкциями.

САНКЦИИ — ЧЕГО ОЖИДАТЬ ОТ ПРЕДСТОЯЩЕГО РАУНДА

Как только исполнительная и законодательная власти США разобрались с результатами выборов и смогли договориться о возобновлении деятельности правительства, они тут же вспомнили про Россию. Администрация напомнила про санкции за применение химического оружия, а конгрессмены и сенаторы вспомнили про инициативы прошлого лета и предложили их развить.

В результате в ближайшие месяцы можно ожидать как обещанных исполнительной властью еще в прошлом году санкций за попытку отравления Скрипалей, которые будут носить более формальный характер и в основном коснутся двусторонних торговых и дипломатических отношений, где по многим фронтам возможные потери невелики, так и более тяжелых санкций от законодателей США. Здесь на столе действительно большой выбор весьма болезненных мер, большая часть из которых знакома нам еще по августовским инициативам сенатора Менендеса: именно они обещают и коснуться отдельных игроков в финансовом секторе, и ограничить нерезидентам возможность покупки гособлигаций России, а в свежей редакции могут еще и коснуться нефтегазовых проектов российских компаний в стране и за границей.

Помимо санкций от США, к сожалению, я не стал бы исключать и вишенку на торте — санкции от ЕС, возможно, тоже за применение химического оружия. Несмотря на то что они скорее всего не будут очень жесткими даже на словах, их негативное воздействие может оказаться значительнее довольно грозно звучащих американских, из-за того что и во внешней торговле, и в финансовой сфере ЕС гораздо важнее для России, чем США.

ТОРГОВЫЕ ВОЙНЫ ВМЕСТО ГЛОБАЛИЗАЦИИ — НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ?

Прошлый год в мировой истории, видимо, станет важной вехой, закрепившей тренд на деглобализацию и явно оформившей частичную дезинтеграцию мировых экономических отношений. Торговая война, которая фактически началась между США и Китаем и продолжается до сих пор (пусть и не обостряясь), по сути переводит в плоскость реальных экономических действий то, что долгие годы многие очень хотели, но не решались сделать в отношениях со своими торговыми партнерами, из-за чего вынуждены были прибегать к многочисленным уловкам (с момента глобальной рецессии 2007–2008 годов количество торговых барьеров в мире заметно возросло, и сложность многих из них увеличилась). Как бы многочисленны ни были возникшие торговые барьеры, они не смогли прекратить рост мировой торговли — только затормозили динамику. А вот торговые войны могут добиться заметно большего «успеха»: если в войне Китая и США будет новый виток, то он имеет все шансы остановить практически весь рост в мировой торговле, поскольку негативно повлияет на суммарные потоки около 2 трлн долларов (если принять во внимание не только сами конфликтующие страны, но и их не вовлеченных в конфликт напрямую контрагентов — поставщиков компонентной базы и иных решений).

Негативных новостей к торговым войнам может добавить Европа: если договоренность о Brexit так и не будет достигнута, то Объединенное королевство покинет единое экономическое пространство ЕС без договоренностей, и неопределенные правила торговли и разночтения в восприятии экономических границ могут спровоцировать торговую войну в той части света. Когда три крупнейшие в мире экономики окажутся в подобном положении, едва ли мировая торговля сможет продолжать расти.

Подобное развитие событий может стать ощутимым кризисом не только в сфере торговой дипломатии (на самом деле он там давно уже наступил, и для этой сферы в нынешних событиях может уже крыться развязка), но и в мировой экономике в целом. Основная угроза для России и всего пространства ЕАЭС от этих процессов — более низкие цены на сырье. Я не сомневаюсь, что дальнейшее ухудшение динамики мировой торговли больно ударит по спросу на сырье и, как результат, по ценам на сырьевые активы.

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели, прогноз до 2021 года

Источник: данные Росстата, прогнозы автора

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Инвестиции, %	-10.1	-0.2	4.8	2.3	1.5	2.0	1.0
Промышленное производство, %	-0.8	2.2	2.1	2.9	1.0	1.0	1.5
Инфляция, %, eop	12.9	5.4	2.5	4.3	5.0	4.5	4.0
Розничная торговля, %	-10.0	-4.6	1.3	2.6	1.0	1.5	1.0
Обменный курс (RUB/USD), eop	72.9	60.7	57.6	69.5	75	75	80
Ключевая ставка, eop	11.0	10.0	7.75	7.75	7.0	6.5	6.0
Нефть, Urals, USD/bbl	51	42	53	70	55	60	60
ВВП, %	-2.5	0.3	1.6	2.3	0.5	1.5	1.0

Удивительно, что власти России, активно критикуя на публике внешнюю (в том числе и торговую) политику США, берут с них пример и развязывают свою, пусть локальную и небольшую, но тоже торговую войну с ближайшим соседом и важным торговым партнером — Республикой Беларусь. Намерения к этому несложно услышать в словах представителей власти обеих стран, а присмотревшись внимательнее, в традиционных спорах по поводу сельскохозяйственной продукции (молоко и т. д.), а также иных сфер, которые еще пока не на слуху (ряд сегментов машиностроения), можно увидеть и действия или высокую готовность к ним. Какие политические цели власти России и Беларуси преследуют, оценивать не мне — я экономист и обращу лишь внимание на то, что этот кризис, в отличие от ряда предшествующих, может оказаться более затяжным и разрушительным для наших взаимоотношений. Я определенно полагаю, что мы увидим негативное влияние кризиса на общеэкономические показатели. Заметнее они, конечно, будут на индикаторах Республики Беларусь.

В СУХОМ ОСТАТКЕ

В результате можно уверенно говорить, что даже если ни одна из угроз из обозначенных мной проблем не перейдет в острую фазу, а какие-то из них и вовсе не случатся, то среда для ведения бизнеса в этом году в России и мире будет весьма напряженной.

Российская политическая повестка и внешний фон останутся негативными и даже в самом мягком сценарии существенно замедлят экономический рост по сравнению с прошлогодними показателями.

Я жду отрицательных темпов роста (возможно, в одном из кварталов первого полугодия) и скромных 0.5% по итогам года.

Также я полагаю, что под давлением обстоятельств власти будут вынуждены пересмотреть подходы к экономической политике, хотя бы денежно-кредитной, и Банк России возобновит снижение ставок. Я рассчитываю, что в рамках приоритетных проектов расходные статьи будут не просто перераспределены, а старые программы названы по-новому (это основные изменения, которые пока произвели в рамках 12 приоритетных для властей направлений в экономической политике), но и новые расходы будут заложены и произведены, в первую очередь в федеральном бюджете и уже в этом году.

Я не ожидаю существенного ускорения инфляции ни в ближайшие месяцы (чем пугал ЦБ, повышая ставки), ни на протяжении года или в 2020–2021 годах, что, надеюсь, развяжет руки для более продуктивных для экономического развития действий уже в середине текущего года.