Наталия ОРЛОВА,
руководитель центра макроэкономического анализа, Альфа–Банк

Рынок 2016: год несбывшихся ожиданий?

Уходящий 2016 год для России изначально не был богат перспективами, и, пожалуй, самой распространенной мотивацией к инвестициям в российские активы в начале года был просто факт значительной перепроданности рынка. Тем не менее часть инвесторов ожидала, что правительство будет проводить контрциклическую бюджетную политику, а еще большее число участников рынка рассчитывало на значительное снижение ключевой ставки ЦБ. Однако по факту и бюджетная, и монетарная политики оказались более жесткими, и главным положительным фактором экономической динамики 2016 года следует считать стабилизацию валютного курса.

Экономическая среда не особо помогала в формировании позитивных настроений. Уже в начале года стало понятно, что рассчитывать на быстрое восстановление экономической активности будет сложно, особенно когда в январе–феврале цены на нефть достигали минимума с 2005 года и когда вместо ожидавшегося восстановления экономика увидела второе дно. В итоге ожидание продолжающейся рецессии стало консенсусом, и динамика ВВП перестала интересовать инвесторов в силу своего бокового тренда. Тема импортозамещения, о которой много говорилось еще год назад, также упоминается все реже и реже: очевидно, что рост на 2–3% год к году в сельскохозяйственном секторе, который занимает менее 5% в структуре российского ВВП, не может изменить качества экономического роста в обозримой перспективе.

Восстановление потребления было второй важной дискуссионной темой. В условиях внешней неопределенности рассчитывать на устойчивый рост инвестиций не приходится, в результате чего единственной опцией для восстановления экономического роста является возврат к привычной модели частного потребления. Уже с начала года обнаружилось, что номинальные зарплаты в экономике растут чересчур быстро — на 7.7% год к году в первом и втором кварталах 2016 года и на 8.3% год к году в третьем квартале 2016 года (данные Росстата). В целом по итогам трех кварталов рост номинальных зарплат составил 7.9% год к году. Однако, как ни парадоксально, это не оказало никакого влияния на динамику розничной торговли, которая вплоть до сентября демонстрировала снижение на 5–6% год к году в реальном выражении. Такое неожиданное и существенное расхождение в динамике доходов и потребления, по всей видимости, имеет два объяснения. Во-первых, рост зарплат в 2016 году был в основном

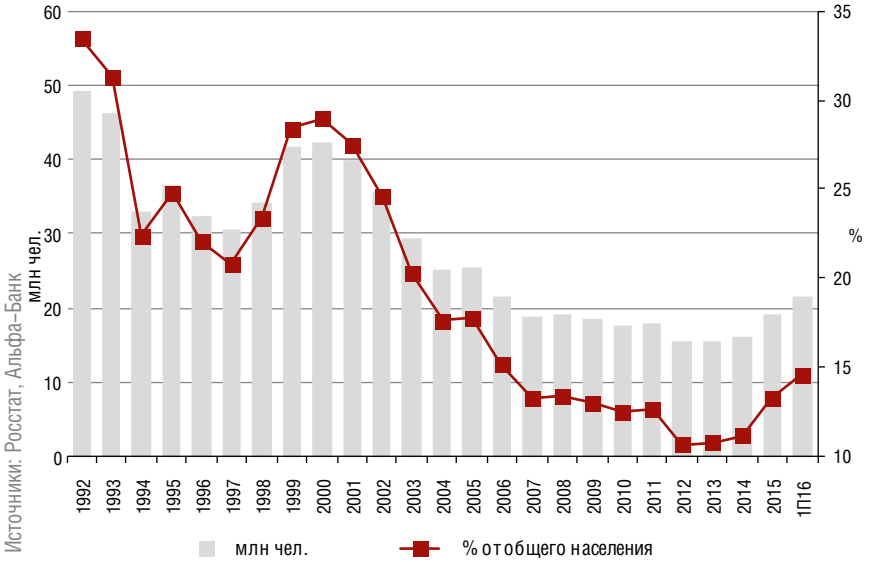


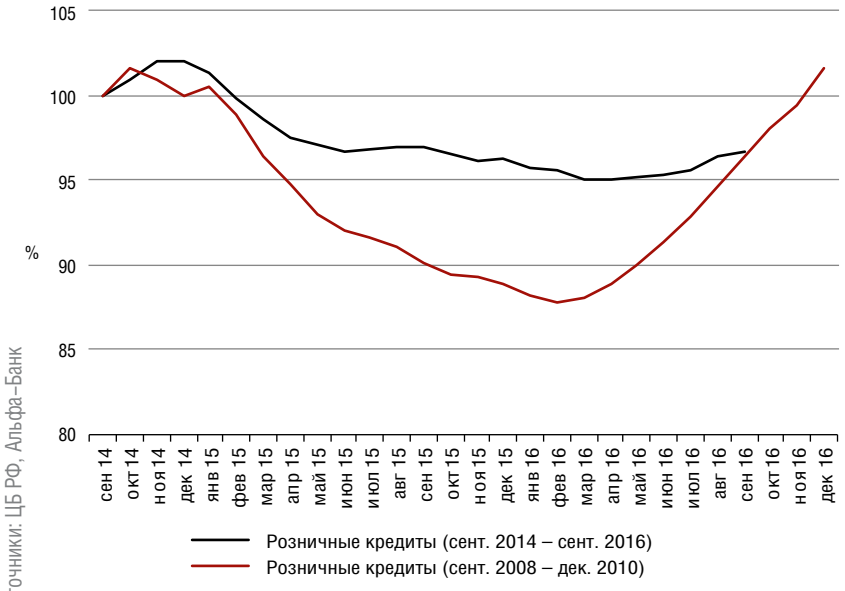
Рисунок 1
Численность населения с доходами ниже прожиточного минимума, млн чел. и % от общего населения

обеспечен их ростом в рыночных секторах, где уровень доходов и так выше среднего. В результате эффект на потребление был минимален, так как на фоне роста зарплат рос и уровень бедности. Численность населения с доходами ниже прожиточного минимума продолжала быстро расти и достигла 21.4 млн человек в первом полугодии 2016 года против 19.1 млн человек в 2015 году. Именно рост числа бедных сдерживает рост потребления: та часть населения, которая в наибольшей степени потеряла покупательную способность в 2014–2015 годах, вынуждена и дальше затягивать пояса. С другой стороны, в отличие от 2009–2010 годов, в этот раз восстановление розничного кредитования запаздывает и не оказывает поддержку восстановлению спроса. Рынок розничного кредитования достиг дна в апреле 2016 года, но с тех пор движется скорее в боковом тренде. Слабый рост зарплат у тех групп, которые были наиболее активными пользователями кредитных продуктов, ограничивает их платежеспособность и заставляет банки практиковать достаточно осторожный подход к выдаче кредитов.

Очевидно, что в основе разочаровывающего тренда розничной торговли стоит серьезное изменение приоритетов бюджетной политики. Если еще год назад социальные обязательства государства казались незыблемым приоритетом, который скорее мог поставить под угрозу стабильность бюджета, то подход правительства к их финансированию в 2016 году оказался крайне прагматичным. Зарплаты в госсекторе оставались замороженными не только в 2015 году, но и в 2016 году, и с учетом того, что в этом сегменте занято порядка 18 млн человек, такая жесткая бюджетная политика оказывает существенное воздействие на динамику доходов. Дополнительным подтверждением жесткой бюджетной политики стало решение премьер-министра Медведева не проводить вторую индексацию пенсий, которую ждали в сентябре 2016 года, а заменить ее на разовую выплату в январе 2017 года. Кроме того, несмотря на планы увеличивать расходы бюджета на 5% год к году, на данный момент по итогам исполнения бюджета за январь–сентябрь 2016 года расходы федерального бюджета не превышают уровень расходов 2015 года за аналогичный период. Иными словами, в условиях исчерпания сбережений кабинет министров предпочитает проводить сдержанную политику, и экономия бюджетных фондов становится как минимум тактическим, если не стратегическим приоритетом правительства.

Пожалуй, в глазах рынка главным разочарованием 2016 года было то, что жесткая бюджетная политика сочеталась с жесткой монетарной политикой ЦБ. Еще с начала года эксперты соревновались в прогнозах масштаба снижения ключевой ставки, однако действия ЦБ РФ оказались гораздо более консервативными. Регулятор понизил процентную ставку только дважды — в июне и в сентябре, снизив ее до уровня 10%. При этом результат сентябрьского заседания стал шоком для рынков, так как явно артикулированное обещание больше не снижать ставку до первого–второго квартала 2017 года слишком резко расходилось с представлениями финансовых рынков о реальности. По итогам этого заседания стало понятно, что ЦБ РФ серьезно настроен на сдерживание инфляции. Даже если долгосрочно эта задача выглядит крайне

Рисунок 2
Рынок розничного кредитования в 2014-2016 годах и в 2008-2010 годах*



* Значение рынка в сентябре 2008 года и в сентябре 2014 года = 100%

сложной в силу рисков тарифной инфляции, возможного ослабления бюджетной политики, высоких инфляционных ожиданий, похоже, что в 2016 году замедление роста цен точно является приоритетом. Это созвучно желанию правительства минимизировать социальные индексации в 2017 году, что невозможно без жесткой монетарной политики. Можно сказать, что ЦБ удивил рынок не только своим серьезным настроем контролировать инфляционные риски, но и возможностью проводить такую политику на практике, что означает значительный кредит политического доверия, который имеется у регулятора.

Усиление позиции ЦБ РФ подтверждается и ситуацией в банковском секторе. Процесс отзыва лицензий остается динамичным: по состоянию на октябрь 2016 года в банковском секторе осталось только 600 банков против 890 банков на середину 2013 года, когда было назначено нынешнее руководство ЦБ РФ. Если в предыдущие годы внимание регулятора было направлено на ускорение процесса чистки банковского сектора, то в 2016 году на первый план вышел вопрос стоимости консолидации. Изменения в надзорном блоке ЦБ РФ, которые произошли в октябре 2016 года, увеличивают шансы на то, что в будущем ЦБ РФ не будет полностью брать на себя издержки по санации банков, а постарается разделить их с акционерами и основными кредиторами банков.

Безусловную поддержку рынку в 2016 году оказала динамика рубля. Несмотря на сохранение режима санкций, чистый отток капитала за три квартала 2016 года составил всего $9.6 млрд, что безусловно стало приятным сюрпризом. С другой стороны, стабильность валютного курса в условиях низкой ликвидности финансовых рынков не выглядит устойчивой в долгосрочном плане. В первую очередь обращают на себя внимание крайне низкие уровни положительного сальдо торгового баланса: и во втором, и в третьем кварталах 2016 года этот показатель не превысил $2 млрд, хотя цены на нефть держались на уровне около $50 за баррель. Более того, в третьем квартале 2016 года уже обозначилось восстановление импорта, и рост импорта товаров составил 4.6% год к году. С другой стороны, экспортные доходы остаются зависимыми от сырьевого экспорта, так как несырьевые сегменты не демонстрируют рост, несмотря на значительную девальвацию курса рубля в 2014 году. В такой ситуации перспективы дальнейшего укрепления валютного курса выглядят неочевидными, и значит финансовый рынок будет нуждаться в других факторах поддержки для своего роста.

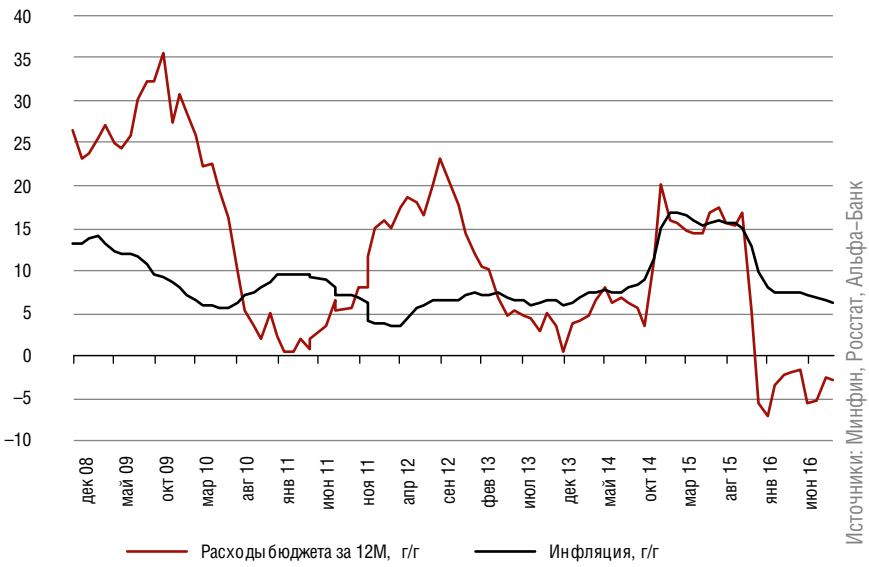


Рисунок 3
Расходы бюджета за 12 мес. и инфляция, % год к году

В этом смысле важным событием 2016 года стала подготовка Алексеем Кудриным новой программы экономических реформ и активизация экономических дискуссий после его назначения руководителем Центра стратегических разработок (ЦСР). Хотя подготовка альтернативной программы Столыпинского клуба означает, что предложения ЦСР могут подвергаться корректировкам, тем не менее сам по себе факт возврата Алексея Кудрина в пространство официальных экономических дискуссий был воспринят рынком позитивно. Собственно говоря, анонсирование четких контуров экономической политики и структурных изменений после 2018 года могли бы оказать огромную поддержку рынку и существенно удлинить перспективу финансового планирования в России, что абсолютно необходимо для формирования долгосрочных сбережений и экономического роста.

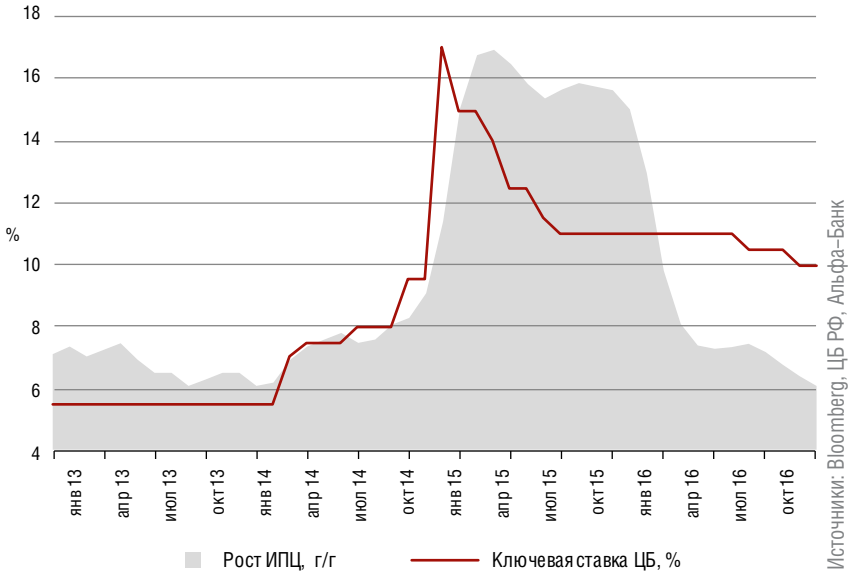



Рисунок 4
Ключевая ставка ЦБ, % и рост ИПЦ, % год к году