Евгений КОШЕЛЕВ,
главный экономист
по России, ПАО Росбанк
(Societe Generale Group)

«Не стоит впадать в эйфорию от краткосрочных успехов»

За прошедший год экономика России продолжала подстраиваться к неблагоприятным внешним условиям, сформировавшимся в 2014 году в связи со снижением цен базовых сырьевых товаров и ограничением на движение капитала и технологий для ряда компаний. У финансовых и экономических властей сформировалось понимание необходимости принятия мер по борьбе с острыми последствиями кризиса, а монетарные власти сохранили решимость и добились определенных успехов в борьбе с инфляцией и создании благоприятных финансовых условий для ведения банковской и иной финансовой деятельности.

Однако не стоит впадать в эйфорию от краткосрочных успехов. Некоторые дисбалансы в поведении домохозяйств и компаний сохранились, и от их разрешения будет зависеть перспектива развития экономики во втором полугодии 2016 года и в 2017 году. Вызовы структурного характера также остались в зоне видимости, но пока не нашли оправданного решения, что уже грозит снижением экономического потенциала в ближайшие пять–десять лет.

В первую очередь стоит отметить работу Минфина, оказавшегося в первом квартале 2016 года между Сциллой и Харибдой. Низкие цены на нефть и очевидная неспособность конструкции налогообложения сырьевого сектора быть компенсированной ослаблением рубля поставили ведомство перед необходимостью принятия экстраординарных мер. Сокращение некоторых статей расходов на более чем 10% при сохранении объема социальных обязательств — это лишь вершина айсберга. Веской причиной повышения собираемости налогов стало улучшение координации работы налоговой и таможенной служб и Пенсионного фонда, а оптимизация казначейского сопровождения авансовых платежей улучшила контроль за расходованием госсредств. В довершение, своевременная приватизация ряда госактивов позволит снизить к концу 2016 года дефицит федерального бюджета до 3.5–3.7% от ВВП.

Перспектива для госфинансов на 2017–2019 годы выглядит менее определенной ввиду нерешенных стратегических задач. Фиксация госрасходов на уровне 15.8 трлн руб. (без учета докапитализации ВЭБа), оптимиза-

ция бюджетных трансфертов в пользу регионов за счет изменения пропорции собираемого налога на прибыль, умеренная индексация социальных расходов и пенсий, повышение лимита доходов для социальных сборов — все это не идет в сравнение с проблемами структурного характера. Искажения действующей системы налогообложения в нефтяной отрасли, дисбалансы пенсионной системы, объемный «серый» сектор экономики и увеличение веса госсектора в экономике создают определенные угрозы для госбюджета. По этой причине прогнозы снижения дефицита до 1.0% ВВП к 2019 году и перехода к новому «бюджетному» правилу (с балансирующей бюджет ценой на нефть на уровне $40 за баррель) пока не вызывают доверия. Более того, создают риски поспешных решений в недалеком будущем в части увеличения налоговой нагрузки на доходы, исчерпания бюджетных сбережений и ухудшения внутренних финансовых условий из-за более интенсивных заимствований на долговом рынке.

Несмотря на периодически возникающую критику, Банк России сохранил приверженность режиму третирования инфляции и значительно улучшил коммуникацию с участниками экономических отношений. Более того, по сравнению с 2015 годом приоритеты по снижению инфляции отчетливо доминировали на фоне возможностей стимулировать экономический рост, и это, очевидно, стало следствием расхождений прогнозов экспертов (5.0–5.4%) и ожиданий потребителей (12.3%) с целевым уровнем 2017 года (4.0%). Таким образом, снижение текущей инфляции почти до 6.0% к четвертому кварталу 2016 года позволило Банку России снизить ключевую ставку лишь до 10.0%, тогда как дальнейшие действия остались под вопросом.

«Умеренная жесткость», или, правильнее, «умеренное ужесточение» политики (в условиях снижения инфляции и неизменной ключевой ставки) не сможет долго игнорировать трудностей в перераспределении капитала между сырьевым и несырьевым секторами экономики. Поэтому мы не сомневаемся в том, что снижение ставки продолжится в 2017 году и последующих годах, хотя прогнозируемая нами траектория инфляции несколько отстает от целевой (мы ожидаем 4.0% только в 2018 году), а мировые рынки неожиданно перешли в режим коррекции и ослабили привлекательность российских активов.

Структурный профицит ликвидности в результате интенсивного расходования бюджетных сбережений стал новым вектором развития внутренних финансовых условий. Пока ЦБ удерживает влияние профицита на ставки денежного рынка регулярными депозитными аукционами, но по мере накопления избытков в более широком кругу банков обещает перейти к среднесрочным заимствованиям. Эти действия нивелируют риски для инфляции, хотя удвоение программы заимствований от Минфина само по себе может компенсировать нежелательные последствия профицита через механизм подстройки среднесрочных и долгосрочных доходностей.

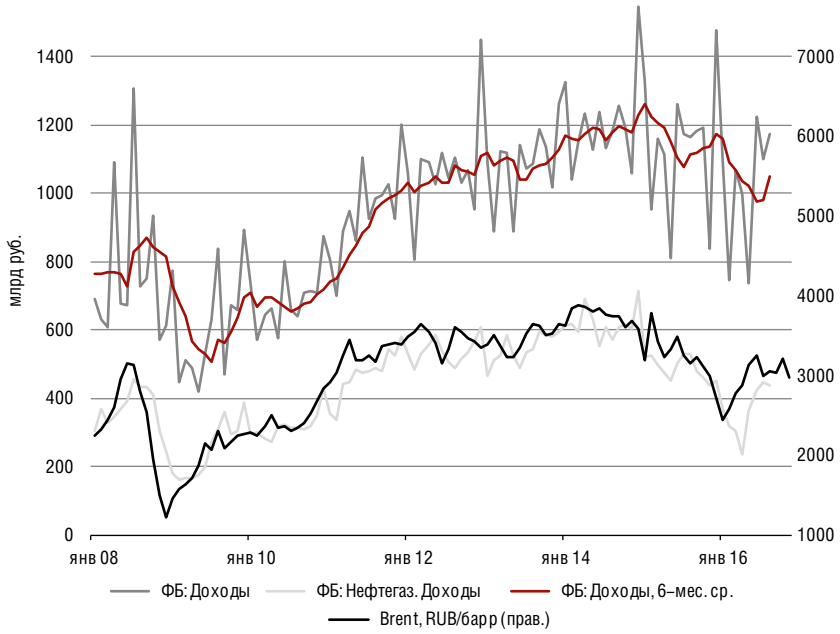


Рисунок 1
Доходы бюджета оказались под сильным давлением в I кв. 2016 года

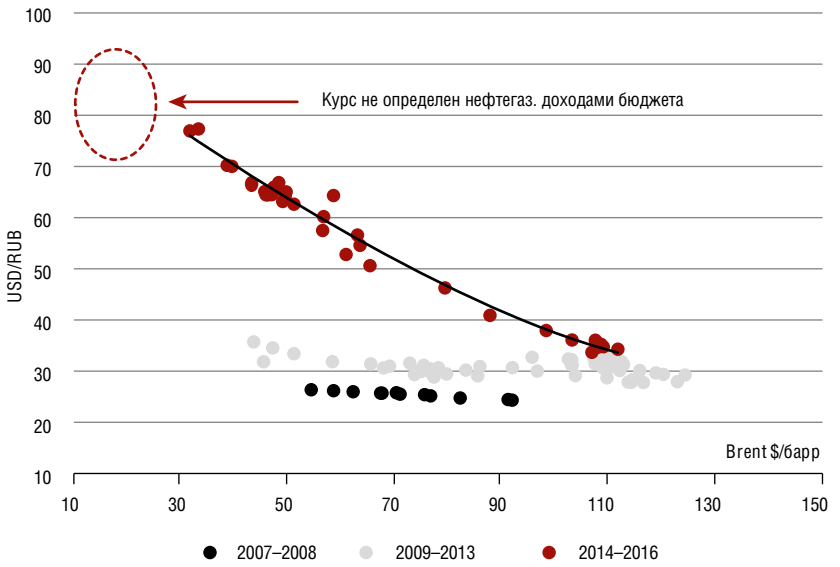


Рисунок 2
Схема налогообложения сырьевых доходов неэффективна

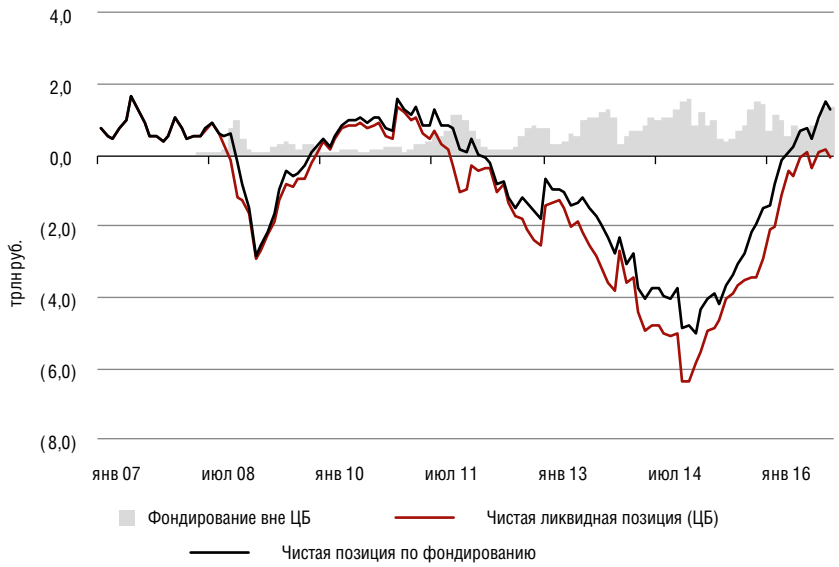


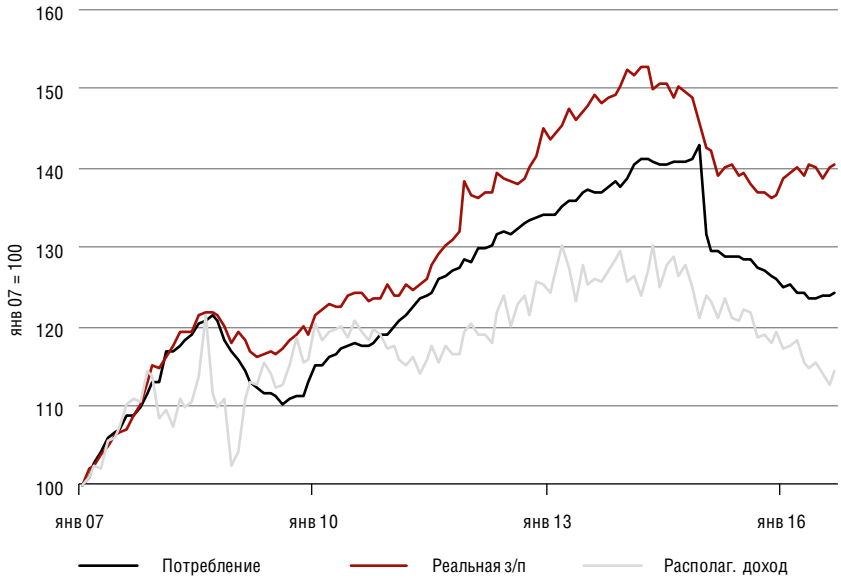
Рисунок 3
Накопление профицита ликвидности смягчило финансовые условия

Однако в рамках действующих операционных механизмов управления ликвидностью профицит ликвидной позиции банков не должен сказаться на долгосрочной стратегии ЦБ по смягчению кредитных условий.

Как будет развиваться ситуация в обозримом будущем? Нельзя игнорировать состояние внутреннего спроса в экономике. Несмотря на уверенное восстановление ВВП в 2016 году (по предварительной оценке Росстата, 0.4% год к году по итогам третьего квартала 2016 года), источником роста в основном является накопление товарных запасов. Спрос домохозяйств и государства на товары конечного потребления и услуги значительно медленнее оправляется от кризиса.

Как мы писали ранее, консолидация бюджета стала вынужденной мерой, однако замедление темпов индексации социальных трансфертов лишь усилило эффект от падения темпов роста прочих источников доходов и накопленной с конца 2014 года инфляции. Следствием стал провал реальных располагаемых доходов и переход домохозяйств в режим тотальной экономии. Норма сбережений выросла до уровня 13–15%, что является достаточно высоким показателем для действовавшей ранее модели поведения домохозяйств.

Рисунок 4
Потребление домохозяйств оказалось в стрессе с конца 2014 года



МЫ ОЖИДАЕМ ОСТОРОЖНОГО СНИЖЕНИЯ СТАВКИ ЦБ В 2017 ГОДУ (НА 100–150 Б.П.) И НЕ МЕНЕЕ АККУРАТНОГО СНИЖЕНИЯ К 2019 ГОДУ (ДО 7.0%)

Лишь со второго квартала 2016 года началась постепенная нормализация поведения и восстановление розничного оборота, но даже в этих условиях накопление депозитов продолжает опережать кредитование. Ситуация продолжит меняться в пользу потребления по мере роста заработных плат и снижения депозитных ставок, происходящего независимо от уровня ключевой ставки, вследствие избытка ликвидности. Поэтому мы полагаем, что именно фактор нормализации поведенческой модели домохозяйств в ближайшие кварталы может укрепить динамику ВВП. В 2017 году мы ожидаем рост конечного потребления домохозяйств на 0.7% и ВВП на 0.6%. Однако для ЦБ подобный сценарий может создать технические трудности: восстановление спроса положительно влияет на инфляцию и может отложить снижение ключевой ставки. Тем более, что присутствующие со стороны бюджета риски пока не могут быть устранены, и это также негативно отразится на сценарии снижения ключевой ставки. В этой связи мы ожидаем осторожного снижения ставки ЦБ в 2017 году (на 100–150 б.п.) и не менее аккуратного снижения к 2019 году (до 7.0%).