



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

66

8–21 марта 2014 г.

Под редакцией С. В. Алексашенко

## ПЕРЕФОРМАТИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ

### КОММЕНТАРИИ

МАКРОЭКОНОМИКА

Оптимизм, которого уже никто не ждал

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

Рынок жилья в январе 2014 года: оживление с подвохом

БЮДЖЕТ

Налоговый маневр в нефтяном секторе

### SPECIAL REPORT

Украина: катастрофы не будет

### ФИНАНСОВАЯ СТАТИСТИКА БАНКОВ (ФСБ)

### ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

## **Переформатирование экономики**

*В феврале 2014 года, после провального января, произошла коррекция большинства макропоказателей. Некоторые из новых данных не могут не радовать. В частности, обрабатывающая промышленность продемонстрировала рост на 0,8% к январю (со снятой сезонностью). Восстановилась положительная динамика оборота розничной торговли (рост на 0,7% к январю). Тем не менее февральский отскок не переломил ни тенденцию последних месяцев к снижению объемов производства электроэнергии, газа и воды, ни тем более тенденцию сокращения инвестиций. Инвестиционный спад в годовом выражении замедлился до -3% после январских -7%.*

*Рассчитываемый нами индекс производства в базовых отраслях экономики (без учета сельского хозяйства) в феврале подрос всего на 0,3%, что никак не компенсировало его январского падения на 2,3%. Получается, что больших оснований для оптимизма февральские данные не дают. Тем более что разразившийся в марте российско-украинский кризис сделал неизбежными плохие экономические итоги весенних месяцев.*

*Внешнеполитический тектонический сдвиг, включая присоединение Крыма к России, резкое ухудшение отношений с США и ЕС, похоже, стали катализатором, ускорившим переход российской экономики в своеобразный мобилизационно-кризисный режим. Безусловно, многие из этих процессов начались раньше, но теперь их скорость и интенсивность кратно возросли.*

*Хотя доля оборонных расходов в федеральном бюджете неуклонно увеличивается с 2012 года, однако впервые за два*

*месяца начала года было профинансировано более трети годовых назначений по разделу «Национальная оборона», что заморозило огромные денежные ресурсы на банковских счетах предприятий ОПК.*

*Вытеснение госбанками частных банков, как с кредитного рынка, так и с рынка депозитов, усилившееся в конце прошлого года как побочный эффект «расчистки» банковской системы, может получить новый импульс. В период ослабления экономики и резкого подорожания зарубежных займов, перед лицом возможных санкций со стороны Запада, доступ к государственной поддержке у госбанков заметно выше, чем у прочих. И вот уже министр экономики А. Улюкаев предлагает рефинансировать их зарубежные обязательства за счет средств Банка России.*

*Снижающаяся естественная деловая активность (которую можно измерить интенсивностью движения средств по банковским счетам предприятий) замещается инвестиционными проектами, иницируемыми и одобряемыми государством. Перспектива развертывания кредитования таких проектов под низкие ставки за счет средств Центрального банка, которая еще недавно считалась экстравагантной идеей, сейчас всерьез обсуждается. Также как и различные способы административных ограничений на отток капитала, поскольку противостоять ему иными способами Банк России явно не в состоянии.*

*Происходящее на наших глазах переформатирование экономической политики повлияет на будущую динамику*

*российской экономики намного сильнее, чем дополнительные расходы на финансирование пенсий, зарплат и инфраструктуры в Крыму.*

*Крымская операция и обострение российско-украинских отношений, скорее всего, приведут к росту российского давления на экономическую ситуацию в соседней стране. Газпром уже объявил об отмене скидок к цене на газ, обещанных Украине всего три месяца назад. Российские таможенники неожиданно вновь начали работать по правилам, что застопорило нормальное движение товаров через российско-украинскую границу. Российское предприятие «Рошена» было заблокировано липецким ОМОНОм. Премьер Д. Медведев предлагает взыскать с Украины 11 млрд. долларов и денонсировать Харьковские газовые соглашения 2009 года.*

*Несомненно, все это будет создавать дополнительные трудности для новых украинских властей и осложнять жизнь*

*наших соседей. Однако проведенный нами анализ перспектив украинской экономики говорит о том, что хотя экономическая ситуация в Украине, с точки зрения текущих показателей бюджета и платежного баланса, намного хуже чем в России, экономической катастрофы нашим соседям ждать не следует. При всех экономических, социальных и политических рисках украинская экономика обладает большей гибкостью, чем российская, а ее экспорт намного более диверсифицирован и устойчив. И это дает ей шанс при проведении адекватной экономической политики и получении поддержки МВФ и западных стран воспользоваться позитивными эффектами девальвации, нарастив экспорт и отдельные импортозамещающие производства.*

*Наталья Акиндинова*

# Комментарии

## Макроэкономика

### 1. Оптимизм, которого уже никто не ждал

*Статистика за февраль 2-14 г. подкинула неожиданный сюрприз. Многие ключевые макропоказатели – промышленное производство, инвестиции, розничный товарооборот – существенно улучшили свою динамику. Но... мы-то уже знаем, что впереди будет очередная «Крымская война», которая на экономике вряд ли скажется положительно.*

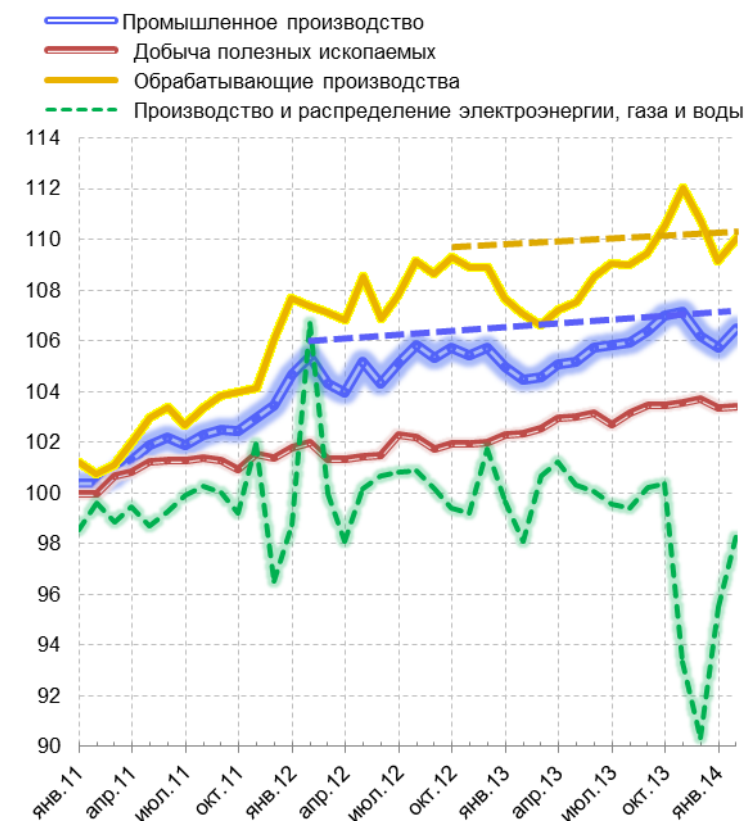
В феврале промышленность прервала череду падений и выросла на 0,7% (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена). Сильный подъем наблюдался в обрабатывающих секторах (+0,8%), из числа которых не продемонстрировала рост только «отходящая» от осеннего бума пищевка; все остальные сектора были в плюсе. Впрочем, даже такой темп роста не является основанием для разговора о переломе нисходящего тренда. Несомненно, в данном случае заметную роль сыграл эффект базы – январь-то был провальным. И вообще, после столь бурного роста в феврале выпуск обработки всего на 1% превышает уровни полуторагодичной давности (рис. 1.1).

Ещё более высокими темпами побаловали инфраструктурные сектора, которые в феврале продолжили восстанавливаться (+3,0%) после спада, вызванного слишком тёплыми погодными условиями в январе<sup>1</sup>.

Но в целом, кроме как самому факту, что промышленное производство немного выросло, радоваться, в общем-то, нечему – так же, как и тому, что в феврале

<sup>1</sup> Впрочем, мы не ожидали, что в феврале восстановление продолжится, поскольку погодные условия вновь были слишком мягкими: февраль в Москве оказался на 3°C теплее нормы.

Рис. 1.1. Динамика промышленного производства (100 = дек. 2010, сезонность устранена)



Источник: Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

остались на прежнем уровне добывающие отрасли. Здесь сказывается и тот факт, что за осень и начало зимы Россия добыла и экспортировала очень много газа, который теперь в таких объёмах не востребован. Аналогичную картину можно увидеть и по динамике грузооборота (рис. 1.2), который почти наполовину представлен трубопроводным транспортом. После полугодового бума объёмы грузооборота, похоже, вернулись к стагнационному уровню 2012 г. – первого полугодия 2013 г.

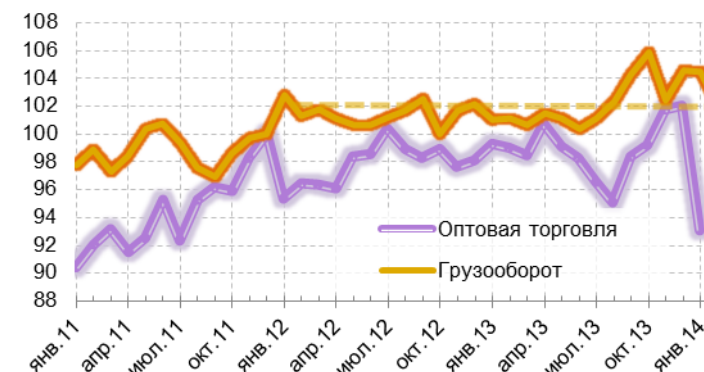
**Таблица 1.1. Динамика базовых видов экономической деятельности и инвестиций в основной капитал (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %**

	2013 г.				2014 г.		6 мес. к 6 мес. годом ранее	Состояние
	Сен	Окт	Ноя	Дек	Янв	Фев		
Промышленное производство (Росстат)	0,4	0,2	1,0	-1,1	-1,0	0,8	1,2	стагнация
Промышленное производство (ЦР)	0,4	0,6	0,1	-0,9	-0,4	0,7	1,2	стагнация
Добыча полезных ископаемых	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	0,0	1,5	слабый рост
Обрабатывающие производства	0,4	1,0	1,4	-1,2	-1,4	0,8	2,0	слабый рост
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0,8	0,2	-7,0	-3,2	5,8	3,0	-3,7	падение
Строительство	0,2	-0,8	3,4	-2,8	-2,5	3,1	-2,8	слабое падение
Грузооборот	1,9	1,6	-3,3	2,1	-0,1	-2,4	2,6	слабый рост
Оптовая торговля	3,5	0,9	2,6	0,3	-8,9	н/д	-0,2	стагнация
Розничная торговля	0,1	0,4	0,5	0,2	0,0	0,7	3,6	рост
Платные услуги населению	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-0,2	1,4	стагнация
<b>Базовые отрасли, без с/х</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>стагнация</b>
Справочно: инвестиции	2,3	-0,4	2,1	0,0	-7,3	3,7	-1,3	стагнация

Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

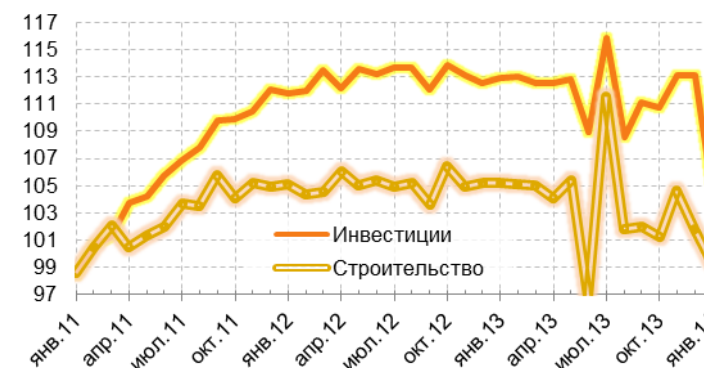
Сильно порадовали нас февральские данные о строительстве и инвестициях. И хотя в феврале падение относительно прошлого года сохранилось (-3,5% по инвестициям и -2,4% в строительстве), рост к январю (на 3,7% и 3,1% соответственно, сезонность устранена) позволяет не использовать слово

**Рис. 1.2. Динамика грузооборота и оптовой торговли (100 = дек. 2011, сезонность устранена)**



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Рис. 1.3. Динамика строительства и инвестиций (100 = дек. 2010, сезонность устранена)**



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

«катастрофическая» для характеристики текущей ситуации в области инвестиций (рис. 1.3).

Мы практически не сомневаемся, что рост в феврале покажет и оптовая торговля (данные пока не опубликованы), поскольку в январе наблюдалось 9%-ное падение<sup>2</sup> (рис. 1.2).

Существенно улучшилась динамика потребления населения. Так, если за декабрь и январь розничный товарооборот вырос в сумме на 0,2%, то за февраль рост составил уже 0,7%. Правда, параллельно с этим потребление услуг сократилось на 0,2%, что продлило период стагнации в сфере услуг до полугода и более (рис. 1.4).

Вот только жаль, что радоваться такой статистике людям, «видевшим» март с его санкциями, ростом процентных ставок и курса доллара, падением фондовых индексов, смысла мало. Политические пертурбации свели на нет все завоевания (вернее, намётки таковых) на поприще улучшения привлекательности России для зарубежных и отечественных инвесторов. Мы практически не сомневаемся, что статистика за март и апрель перечеркнёт достижения февраля.

*Николай Кондрашов*

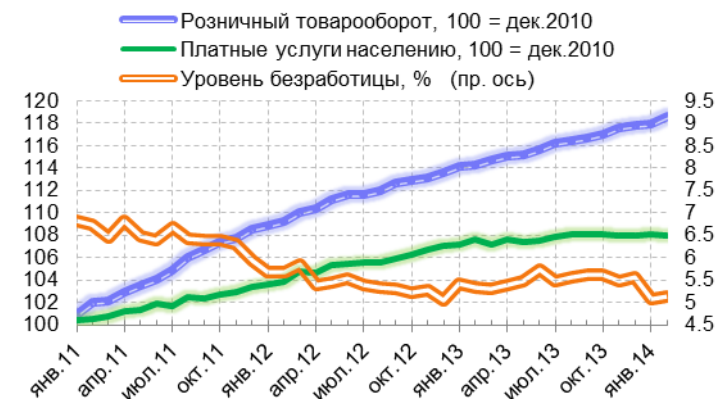
## Реальный сектор

### 2. Рынок жилья в январе 2014 года: оживление с подвохом

*Ввод жилья в январе 2014 г. вырос на 29%, объём выданных рублёвых ипотечных кредитов – на 53,5% к январю прошлого года, рост средней цены квадратного метра был ниже темпа инфляции почти на 30%. Действительно ли так хорошо обстояли дела на рынке жилья в январе или всё-таки есть какой-то подвох?*

<sup>2</sup> Впрочем, Росстат, скорее всего, пересмотрит статистику по оптовой торговле за январь на менее провальную. В этом случае роста в феврале может и не быть.

**Рис. 1.4. Динамика потребления населения и уровня безработицы (сезонность устранена)**



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



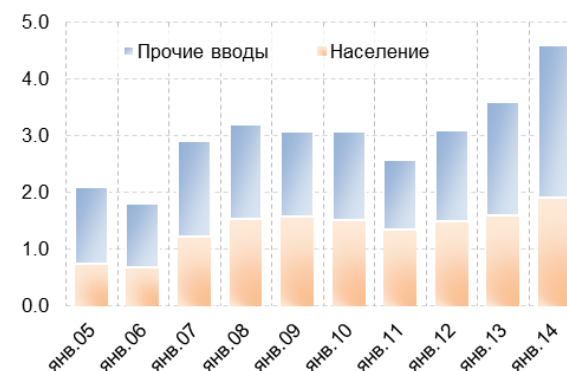
Подвох был. Так, рекордный ввод жилья в январе (4,6 млн. м<sup>2</sup>) лишь в какой-то степени компенсировал беспрецедентное за посткризисный период падение, зафиксированное в декабре прошлого года, – на 11% к декабрю 2012 г. В результате суммарный ввод жилья за декабрь 2013 г. – январь 2014 г. оказался ниже уровня годичной давности на 4,5%. Ещё более контрастная картина наблюдалась по прочим вводам (т.е. без учёта жилья, построенного населением): в январе было введено 2,7 млн. м<sup>2</sup> (+34% к январю 2013 г.), а по итогам декабря-января предложение нового жилья на российском рынке снизилось на 9% к уровню прошлого года. Возможно, строительные компании в ожидании девальвации попридержали декабрьские вводы в расчёте на рост цен в начале 2014 г. Тем более что динамика цен на жильё в конце прошлого года не могла радовать строителей: в декабре прирост цен на первичном рынке замедлился до 4,8% к декабрю 2012 г., что было заметно ниже темпа инфляции (6,5%) и не является характерным для последнего месяца года. Оправдались ли ценовые ожидания застройщиков в январе 2014 г.?

Пока нет. Хотя росстатовских данных за первый квартал 2014 г. ждать ещё долго, но можно обратиться к альтернативным источникам, отслеживающим цены на российском рынке жилья ежемесячно. Так, по данным Национальной ассоциации сметного ценообразования и стоимостного инжиниринга, цена предложения квадратного метра жилья в России<sup>3</sup> в январе выросла на 0,44% к декабрю 2013 г., т.е. её рост опять был ниже соответствующего темпа инфляции примерно на 30%. При этом в половине субъектов из рассматриваемой выборки цены на жильё выросли на 0,5% и более, но в четверти субъектов отмечено снижение цен к декабрю.

Вряд ли население могло так быстро отреагировать на замедление и получить в январе в банках (по данным Банка России) 47,7 тыс. рублёвых ипотечных кредитов на сумму 79 млрд. руб. (прирост к январю 2013 г. составил 42 и 53,5%

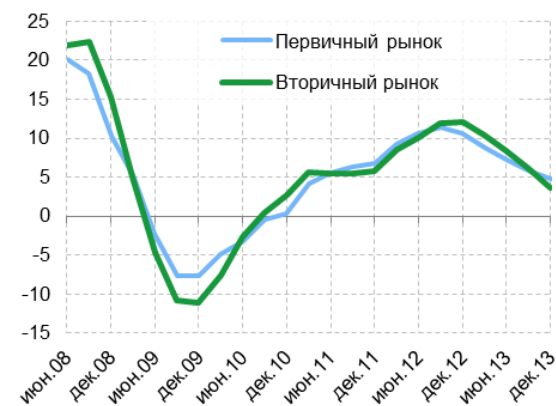
<sup>3</sup> По выборке из 33 городов России в домах массовых серий на вторичном рынке и новостройках, сданных государственной комиссии или находящихся в процессе сдачи.

**Рис. 2.1. Ввод в действие жилых домов, млн. кв. м.**



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ

**Рис. 2.2. Динамика средневзвешенной рыночной цены квадратного метра жилья, прирост (снижение) к соответствующему периоду предыдущего года, в %**



Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ

соответственно). И это несмотря на рост ставки по рублёвой ипотеке – с 11,9% в ноябре 2013 г. до 12,3% в январе 2014 г. Понятно, что дело тут не столько в показателях рынка жилья (динамике цен и объёмах предложения), сколько в макроэкономической нестабильности. Свершившаяся девальвация рубля, продолжающееся падение ставок по депозитам, рост перечня банков, у которых Центробанк отозвал лицензию, – всё это способствовало форсированному притоку денег в январе на рынок жилой недвижимости.

В ближайшие месяцы рынок жилья ожидают серьёзные испытания, связанные с изменениями в финансовом секторе: повышение ставки Банка России и девальвация рубля несомненно приведут к дальнейшему росту ставок по рублёвым ипотечным кредитам. А ведь при каком-то их уровне спрос на кредиты может начать падать.

P.S. Опубликованные в прошедшую пятницу Росстатом данные свидетельствуют о сохранении высоких темпов ввода жилья и в феврале (+40% к февралю 2013 г.), а объём предложения нового жилья в декабре 2013 г. – феврале 2014 г. (25,1 млн. м<sup>2</sup>) даже незначительно превзошёл прошлогодний результат (24,9 млн. м<sup>2</sup>).

*Елена Балашова*

## Бюджет

### 3. Налоговый маневр в нефтяном секторе

*Согласие пойти на снижение экспортных пошлин на нефть, данное Россией при создании Таможенного союза, может разрушить хрупкую конструкцию налогообложения нефтяного сектора, которую с таким трудом создал Минфин.*

С середины 90-х годов российское правительство использует довольно экзотический инструмент изъятия природной ренты – экспортную пошлину на нефть. В принципе, после нескольких настроек и перенастроек параметров, этот

**Рис. 2.3. Процентная ставка (правая шкала) и динамика объёмов рублёвых ипотечных кредитов (левая шкала), прирост (снижение) к соответствующему месяцу предыдущего года, в %**



Источник: Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ



инструмент стал работать достаточно хорошо (если не считать, что по-прежнему экспорт нефтепродуктов из России более выгоден, чем экспорт сырой нефти, хотя в мировых ценах набор нефтепродуктов, производимый в России из тонны нефти, стоит дешевле тонны нефти) – по крайней мере, и бюджет наполняется, и нефтяные компании особо не жалуются.

Однако создание Таможенного союза с Казахстаном, у которого экспортная пошлина более чем в 4 раза ниже, и Беларусью, которая нефть вообще не добывает, сделало вопрос об экспортных пошлинах одним из главных камней преткновения на пути гармонизации налоговой политики. Создавать ТС нужно было быстро, времени на раздумья не было, и тогда было решено эту проблему отложить. Казалось, на долгий срок – аж, до 2015 года. В обмен на право России сохранить на это время действующие размеры экспортной пошлины, она пообещала оказывать финансовую поддержку (в разной форме) остальным двум участникам ТС. Масштаб этой помощи достаточно велик, хотя, похоже, никто точно его не хочет посчитать, ведь он не показан в российском бюджете. По разным оценкам, он составляет от 6,5 до 10 млрд. долларов в год.

И вот 2015 год уже замаячил на горизонте. Если строго следовать существующим договоренностям, то и Казахстан, и Беларусь могут «не оглядываться» на Россию и установить свои собственные налоговые режимы при экспорте нефти. И установить экспортную пошлину на уровне 80 долл./тонну (как в Казахстане сегодня) или еще ниже. Но тогда... (страшно подумать!) вся российская нефть начнет экспортироваться через дочерние компании, зарегистрированные в соседних странах, а федеральный бюджет лишится примерно 25% своих доходов. Конечно, такой вариант для России неприемлем! Но и взять обратно данное слово уже нельзя. И передоговориться о сдвигке введения нового режима на год-другой будет крайне трудно, да и бессмысленно это – все равно, новый налоговый режим России нужно создавать. Только вот какой?

Пока четкого ответа на этот вопрос нет ни у кого. По данным газеты «Ведомости» в Минфине рассматривается вариант снижения экспортной пошлины до уровня

**Таблица 3.1. Изменение налогообложения в нефтяном секторе в 2013–2016 гг.**

	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Предельные ставки экспортных пошлин на нефть, %	60	59	57	55
НДПИ на нефть (базовая ставка), руб./тонну	470	493	530	559
Акцизы на бензин класса 3, руб./тонну	9 750 / 9 750	10 725	12 879	12 879
Акцизы на бензин класса 4, руб./тонну	8 560 / 8 960	9 916	10 858	10 858

Источник: Минфин.

Казахстана и одновременного повышения НДС на нефть, да еще и таким образом, чтобы федеральный бюджет остался в плюсе.

На бумаге минфиновская идея выглядит вполне реалистичной, по сути не меняющей суммарную нагрузку на нефтяную отрасль. Но это только на бумаге, а на деле...

Во-первых, увеличение ставок НДС немедленно приведет к повышению цен на бензин внутри страны, т.к. этим налогом облагается вся добываемая в стране нефть. Цены на бензин на внутреннем российском рынке формируются по принципу netback, т.е. из экспортной цены на бензин вычитается экспортная пошлина и расходы на транспортировку. Далее полученная базовая цена увеличивается на различные торгово-транспортные наценки, акциз на бензин и НДС. Таким образом, при прочих равных, любое снижение экспортных пошлин должно вести к повышению цены бензина «на пистолете». По нашим оценкам, при цене нефти 110 долл./барр., современном соотношении экспортных пошлин на нефть и бензин и обменном курсе 36,2 руб./долл., **при снижении предельной ставки экспортной пошлины на нефть на 1 процентный пункт, розничная цена на бензин увеличивается на 350 руб./тонну или на 26 коп./литр бензина.** Очевидно, что любое значимое снижение экспортной пошлины достаточно быстро приведет к резкому повышению цен на бензин, а вслед за ним на большую часть промышленных и потребительских товаров.

Минфин видит эту угрозу и предлагает отказаться от акциза на бензин. Но с одной стороны, даже если обнулить акциз на бензин, это не позволит снизить экспортную пошлину более чем до уровня 240 долл./тонну (при цене нефти 110 долл./барр.). С другой стороны, акциз на бензин частично уплачивается в региональные бюджеты, а НДС – в бюджет федеральный. Каким образом вернуть деньги регионам (и вообще, нужно ли это делать)? Минфин пока не говорит.

Во-вторых, экспортная пошлина, вернее, ее снижение, активно используется правительством для компенсации повышенных затрат при разработке

месторождений, расположенных, например, в Восточной Сибири. Обнулить, конечно, можно и пониженную пошлину, но тогда и эффект для нефтяников будет совсем иным. А снижать объемы добычи нефти Минфину, конечно, никто не позволит.

В-третьих, повышение НДС сильнее всего ударит по малым компаниям, которые не экспортируют нефть, а продают ее исключительно на внутреннем рынке. Их положение и так незавидно – доля добываемой ими нефти устойчиво снижается (в то время как в США растет), а тут еще и повышение налогового давления.

В-четвертых, при резком снижении экспортных пошлин нерентабельными становятся многие российские нефтеперерабатывающие предприятия (их нынешняя рентабельность обусловлена исключительно действующим налоговым режимом в нефтяном комплексе). Но может, уже и не стоит искусственно поддерживать их жизнедеятельность?

Одним словом, до начала 2015 года осталось не так уж много времени, а до того момента, как должен быть сверстан проект федерального бюджета на 2015 год, еще меньше. А вопросов пока гораздо больше, чем ответов.

*Андрей Чернявский*

## Special Report

### ***Украина: катастрофы не будет***

---

*В результате обострения отношений с Россией Украина может оказаться под давлением одновременно нескольких негативных факторов: рост цен на газ, девальвация гривны, сокращение внутреннего и внешнего спроса. Чем это грозит украинской экономике и каковы перспективы ее роста в ближайшей перспективе? Наши расчеты показывают, что катастрофы не будет.*

Многие западные аналитики в сложившихся условиях предрекают Украине резкий спад. Так, например, JPMorgan ухудшил прогноз роста ВВП Украины в 2014 г. и ожидает спада экономики на 3,2%. По оценке Райффайзенбанка, падение в этом году может быть даже больше – от 3 до 7%.

Мы решили оценить, что может ожидать экономику соседней страны в ближайшее время. Наш прогноз выполнен для целостной Украины, без аспектов, связанных с присоединением Крыма к России. Мы не стали отдельно прогнозировать развитие экономики Крыма – слишком много здесь неопределенности, да и понятно, что ситуация в Крыму будет иметь очень мало общего с ситуацией на остальной части Украины. А доля автономной республики и Севастополя в ВВП Украины составляет всего 3%.

Мы ожидаем, что после стагнации, охватившей украинскую экономику в предыдущие два года, в 2014 г. ее ожидает спад вследствие существенной дестабилизации политической обстановки и вполне вероятного ухудшения торговых отношений с Россией. Однако его масштабы, по нашим оценкам, не будут существенными – всего 1,1%, да и продолжительность спада ограничится одним годом. В 2015–2017 гг. украинская экономика будет восстанавливаться с темпом 1,4–2,3% в год (табл. 4.1).

**Таблица 4.1. Динамика основных макроэкономических показателей Украины, в % к предыдущему году**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>ВВП</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>
Накопление основного капитала	0,9	-6,6	-7,7	0,1	2,1	3,4
Инфляция	-0,2	0,5	8,2	5,3	4,6	4,5
Среднедушевые доходы населения	10,7	4,4	-4,7	0,7	2,6	3,6
Потребление населением товаров и услуг	13,8	7,3	-4,9	0,2	1,4	2,3
Уровень безработицы, %	7,5	7,0	8,1	8,4	8,0	7,7
Сальдо бюджета, в % к ВВП	-3,8	-4,4	-2,2	-1,2	-0,8	-0,2
Обменный курс гривны к доллару, на конец года	8,0	8,0	10,0	11,0	11,5	12,1
Обменный курс гривны к доллару, средний за год	8,0	8,0	9,0	10,5	11,3	11,8
Экспорт, млрд. долл.	70,2	64,9	64,3	65,8	69,9	75,9
Импорт, млрд. долл.	89,7	84,5	78,2	81,8	86,3	92,6
Сальдо торгового баланса, млрд. долларов	-19,5	-19,6	-14,0	-16,0	-16,4	-16,7
Счет текущих операций, в % к ВВП	-8,1	-8,9	-6,9	-8,2	-8,0	-7,1
Государственный долг, в % к ВВП	36,6	40,2	47,1	53,7	58,4	57,3

Источник: национальные органы статистики Украины, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

На фоне алармистских прогнозов западных аналитиков наши оценки представляются достаточно оптимистическими, но мы в них уверены – за ними лежит полномасштабное исследование. Основные предпосылки нашего прогноза и выводы из полученных результатов изложены ниже.

### 1. Цены на газ останутся на уровне прошлого года

В декабре Украина импортировала газ из России по цене 394,4 долл./тыс. м<sup>3</sup>. Помимо российского газа Украина закупила газ в Европе, но по более высокой цене (в декабре она составила 422,7 долл./тыс. м<sup>3</sup>). Хотя в конце прошлого года

Украина договорилась с Россией о снижении цены на газ в первом квартале текущего года до 268,5 долл./тыс. м<sup>3</sup>, однако уже известно, что Газпром не намерен распространять эту договоренность даже на второй квартал.

С апреля 2014 г. цены на российский газ для Украины могут резко возрасти; в зависимости от формулы расчета они будут колебаться в широком диапазоне от 380 до 489 долл./тыс. м<sup>3</sup>. Для своего прогноза мы используем цену 400 долл./тыс. м<sup>3</sup> до конца года.

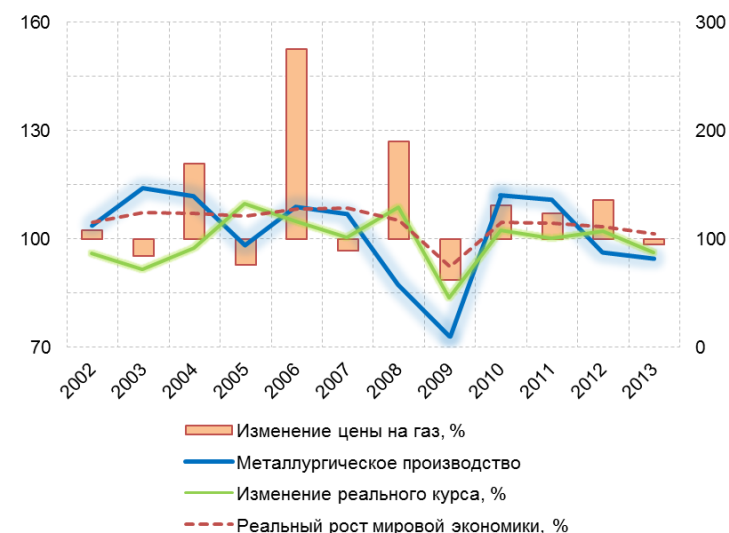
## 2. Влияние газовых цен и девальвации гривны на экспортно ориентированные отрасли

В 2013 г. общий объем экспорта Украины составил 63 млрд. долл. Наибольшие доли в украинском экспорте традиционно занимают агропромышленный комплекс (27%), металлургическая промышленность (23%), машиностроение (17–18%) и химия (8%). Девальвация гривны и высокие цены на газ окажут разное влияние на экспортно ориентированные отрасли. Можно долго дискутировать на тему, насколько сильным будет это влияние, но, как минимум, ухудшения дел в украинском АПК точно ожидать не следует (мы не рассматриваем в данном случае погодный фактор).

Ключевыми отраслями украинской промышленности, ориентированными на внешний рынок, являются металлургия (доля экспорта в прошлом году составила 77% от реализации всей продукции) и химия (82%).

Производство украинской стали находится в зоне риска вследствие достаточно больших удельных затрат и высокой энергоемкости процессов. Правда, с учетом реализованных проектов по газозамещению, в 2012 г. черная металлургия сократила потребление природного газа почти на четверть до 3,9 млрд. м<sup>3</sup>, а в 2013 г. – еще на 20%, до 3,1 млрд. м<sup>3</sup>. Ключевым фактором, влияющим на объем выпуска в отрасли, становится внешний спрос и возможность получения льготных условий поставок в страны ЕС (отмена пошлин, кредиты). Наши расчеты показывают, что темпы роста мировой экономики объясняют более 60% всех

Рис. 4.1. Динамика производства в металлургии



Источник: органы национальной статистики, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.



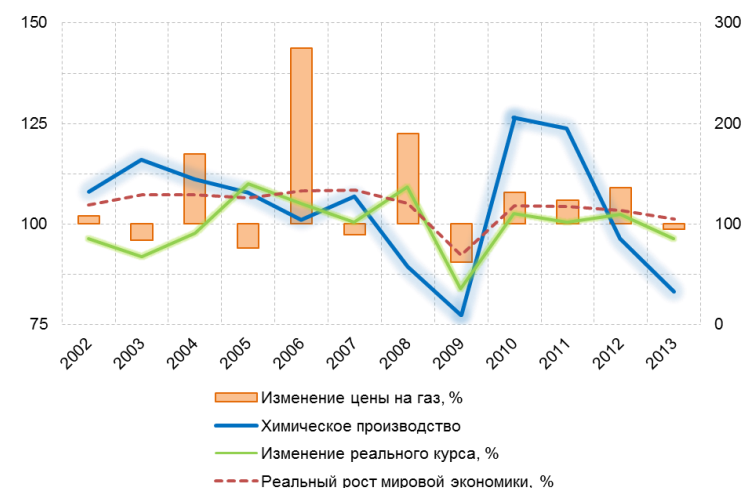
изменений в динамике производства металлургической продукции в мире. Еще большая зависимость от внешнего рынка получается, если рассматривать не темпы роста этих показателей, а их отношение: если рост мировой экономики ускоряется, то при прочих равных это с высокой вероятностью может привести и к ускоренному росту в металлургии (почти 90% корреляции). Поскольку европейская экономика, хотя и очень медленно, но устойчиво начала расти после кризиса и процесса бюджетной консолидации, мы также не ожидаем существенного снижения объемов экспорта в Европу.

Безусловно, для украинских металлургов очень важен и российский рынок, особенно, для трубной промышленности. И вряд ли здесь разумным будет строить оптимистические прогнозы, но... экспорт украинских труб в Россию, с одной стороны, составляет примерно 0,5% украинского экспорта, и с другой, в 2012–2013 гг. он уже упал более чем в два раза. Экспорт металлов в Россию в 2013 г. снизился почти на 10%, хотя по отдельным позициям он вырос на 25–30%.

Примерно то же самое можно сказать и об экспорте украинской машиностроительной продукции, на долю которой приходится почти 40% всего украинского экспорта в Россию. Мы ожидаем 30%-ное снижение экспорта подвижного железнодорожного состава (при примерно равном влиянии российской государственной политики и сокращения спроса) при практически стабильных объемах экспорта в тех секторах, которые ориентированы на частный спрос.

Производство основной химической продукции, удобрений и азотных соединений, пластмасс и синтетического каучука в первичных формах составляет почти 80% всего производства химических веществ и химической продукции. Основным сырьем для производства минеральных удобрений является природный газ. Согласно экспертным оценкам, химическая отрасль Украины потребляет 8–8,5 млрд. м<sup>3</sup> природного газа в год, а в силу высокой себестоимости (старое оборудование) доля Украины на мировом рынке удобрений потихоньку снижается.

Рис. 4.2. Динамика производства в химии



Источник: органы национальной статистики, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

### 3. Девальвация позволит снизить дефицит счета текущих операций

В феврале украинская валюта начала стремительно дешеветь. После многолетнего периода сохранения фиксированного курса, 6 февраля гривна потеряла 7% к доллару на межбанковском валютном рынке, а 25–27 февраля – еще почти 10%, и сегодня курс доллара превышает уровень 10 гривен/доллар, что на четверть больше начала года.

Девальвация гривны неизбежно приведет к сокращению спроса на импорт, но в значительно меньшей степени, чем кризис 2009 года.<sup>4</sup> В первую очередь сократится спрос на несырьевой импорт (без топлива и металлов) из стран ТС, который в 2013 г. составил около 11 млрд. долл. (13% импорта товаров из всех стран), в том числе 8,5 млрд. долл. – из России. Значительная девальвация гривны и ее ослабление по отношению к рублю приведут к постепенному вытеснению российских товаров с прилавков украинских магазинов.

В условиях сближения Украины с Европой и оказания финансовой помощи со стороны ЕС Украине, последняя будет стремиться диверсифицировать импортные поставки в пользу европейских товаров (сейчас это примерно 60% всего импорта). Собственно говоря, это уже происходит, учитывая необходимость обновления основных средств и повышения конкурентоспособности внутреннего производства. Поэтому для нашего прогноза мы предполагаем, что нетопливный импорт из Европы может не только не сократиться, как это было в 2009 г., но даже вырасти – в среднесрочной перспективе.

На долю минеральных продуктов пришлось 27% всего украинского импорта, более половины которого – это импорт российского газа. Его дальнейшая динамика будет определяться, с одной стороны, ценами на газ, с другой, темпами роста внутреннего спроса. Поскольку ожидать в текущем году сохранения ценовой

<sup>4</sup> Падение импорта в 2009 г. было вызвано сокращением стоимости импорта минеральных продуктов и несырьевого импорта. Помощь Запада позволит не только расплатиться с долгами, но и поддержать спрос на импорт.

Рис. 4.3. Счет текущих операций Украины, млрд. долл.



Источник: органы национальной статистики, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

скидки на российский газ уже не следует, то спрос на газ по «европейским» ценам будет ограничен, и объем его импорта сохранится на уровне 2012 г.<sup>5</sup> В дальнейшем объемы закупок природного газа будут определяться динамикой роста украинской экономики, точнее ее внутренним спросом. Импорт прочих минеральных продуктов, как мы предполагаем, может расти пропорционально импорту природного газа.

В результате одновременного разнонаправленного воздействия девальвации и обострения конфликта с Россией, с одной стороны, и финансовой поддержки со стороны ЕС, с другой, масштабы сокращения стоимостных объемов импорта в 2014 г. будут ограничены, а в среднесрочной перспективе можно ожидать возобновления роста импорта.

Торговые преференции для Украины, намерение европейской стороны в одностороннем порядке инициировать уменьшение или устранение таможенных пошлин ЕС на товары украинских производителей, а в дальнейшем создание зоны свободной торговли с ЕС, ослабление национальной валюты на фоне роста внешнего спроса позволят Украине удерживать стоимостные объемы экспорта на уровне 2013 г. (64 млрд. долл.). Пролонгированное действие вышеперечисленных факторов станет серьезной поддержкой экспорту. Как следствие, можно ожидать сокращения дефицита торгового баланса в 2014 г. относительно предыдущего года с последующим умеренным его ростом в среднесрочной перспективе.

Другая дефицитная статья платежного баланса – сальдо инвестиционных доходов и оплата труда – на протяжении последних четырех лет колеблется в узком диапазоне 3,0–3,8 млрд. долл. и полностью компенсируется традиционно

---

<sup>5</sup> В условиях перехода к рыночным ценам на природный газ, максимально приближенных к европейским, можно ожидать, что объем закупок топлива будет минимальным (например, при цене 380 долл./тыс. м<sup>3</sup> в условиях экономического кризиса импорт вряд ли превысит 25 млрд. м<sup>3</sup>). И наоборот, при цене 268 долл./тыс. м<sup>3</sup> объем импорта может достигнуть 35 млрд. м<sup>3</sup>. В любом из этих случаев стоимость импорта будет одинакова – 9,5 млрд. долл. Даже при немного больших объемах и ценах стоимость импорта вряд ли превысит прошлогодний уровень 11,5 млрд. долл. Поэтому с точки зрения прямого воздействия на платежный баланс эти два варианта равнозначны.

положительным сальдо услуг (4,4 млрд. долл. в 2013 г.) и текущих трансфертов (2,2 млрд. долл.).

Отделение Крыма приведет к потере курортного дохода от организованного отдыха иностранных граждан. Однако масштаб потерь вряд ли превысит 1 млрд. долл., так как весь доход Украины от туризма в прошлом году составил около 2,5 млрд. долл., а в 2012 г. – чуть более 1,9 млрд. долл.

Обострение отношений России с Украиной может привести к ограничениям на перемещение граждан двух стран через государственную границу, но при высоких доходах в России и в Европе, особенно в условиях девальвации гривны, граждане Украины «обречены» на трудовую миграцию в соседние страны. Доходы от которой устойчиво растут и в 2013 г. составили 4,7% ВВП.

Таким образом, девальвация гривны, как и в прошлый кризис, скорее всего, приведет к сокращению импорта и к снижению дефицита счета текущих операций. Мы ожидаем, что в текущем году дефицит счета текущих операций может сократиться до 11 млрд. долл., или 7% ВВП, против 16 млрд. долл., или 8,9% ВВП в 2013 г.

#### 4. Отток частных инвестиций компенсирует помощь Запада

Одна из основных проблем Украины – чрезмерная долговая нагрузка на экономику. Совокупный (с учетом гарантий) внешний долг Украины (с учетом частного сектора и Центробанка) на конец 2013 г. составил около 146 млрд. долл., превысив 80% ВВП. Но проблема даже не в этом, а в том, что очень высока доля краткосрочного внешнего долга – 65 млрд. долл.

Внешний долг частного сектора сейчас превышает 100 млрд. долл. Снижение инвестиционных рейтингов Украины, геополитические риски и, как следствие, ухудшение внешних условий заимствований приведут к тому, что ставки для предприятий и банков на внешнем рынке окажутся неподъемными и новые займы частного сектора за рубежом в 2014 г. не смогут даже обеспечить

**Рис. 4.4. Совокупный внешний долг Украины, млрд. долл.**



Источник: органы национальной статистики, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

рефинансирование его внешнего долга. В последующие годы помощь мирового сообщества, снижающая инвестиционные риски, особенно на фоне стабилизации экономики и ее последующего роста, может стать фактором возобновления притока частного капитала. Но это приведет к дальнейшему наращиванию внешнего долга. Внешняя долговая нагрузка частного сектора увеличивается до 80% в 2017 г. (по сравнению с 40% в 2006 г., 68% в 2009 г. после девальвации гривны и 60% в 2013 г. перед ее очередной девальвацией).

Мы ожидаем, что инвестиционный провал будет краткосрочным (причем значительно меньший, чем в 2009 г.) и уже с 2015 г. чистый приток частного капитала начнет набирать силу. В среднесрочной перспективе до 2017 г. он может даже превысить предкризисный уровень 2013 г.

Еще одна проблема – низкий уровень международных валютных резервов денежной властей. Их объем сократился до 20,4 млрд. долл. к концу 2013 г. Этих резервов хватает лишь на покрытие трех месяцев импорта, и они в разы меньше краткосрочного внешнего долга. Иными словами, достаточность резервов находится на катастрофически низком уровне.

Для поддержания устойчивости платежного баланса Нацбанку Украины необходимо не допускать дальнейшего снижения валютных резервов (по состоянию на март текущего года они снизились до двухмесячного товарного импорта при оптимальном диапазоне 3–6 месяцев). А это возможно либо в случае дальнейшей девальвации гривны, либо в случае масштабного привлечения внешних займов на государственном уровне.

Властями Украины озвучена потребность в кредитах в объеме 35 млрд. долл. в течение нескольких лет. Этих средств, действительно, будет достаточно для поддержки платежного баланса, но только в условиях умеренного чистого оттока капитала частного сектора в 2014 г. с последующим ростом чистого притока частного капитала с 2015 г., при 25%-ной девальвации гривны в 2014 г. и более умеренной девальвацией в дальнейшем. Тогда уровень валютных резервов в

Рис. 4.5. Чистый отток частного капитала, млрд. долл.



Источник: органы национальной статистики, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

2014–2015 гг. не опустится ниже отметки двухмесячного импорта, а в среднесрочной перспективе будет постепенно расти.

### **5. Потребление населения перестает быть локомотивом роста экономики**

Если в 2012–2013 гг. растущее потребление населения удерживало украинскую экономику от полномасштабной рецессии, то в 2014 г. ситуация с реальными доходами населения радикально ухудшится.

Во-первых, после двух лет около нулевой инфляции в 2014 г. из-за 25%-ной девальвации гривны и резкого повышения тарифов ЖКХ инфляция к концу года разгонится до 8,2% (табл. 4.1), а среднегодовая инфляция составит около 4%. Такой инфляционный всплеск негативно скажется на покупательской способности доходов населения.

Во-вторых, вследствие секвестра государственного бюджета на один год будут заморожены зарплаты бюджетникам, пенсии неработающим пенсионерам, социальные расходы других видов. Пенсии работающим пенсионерам будут сокращены на 50% (или до минимальной пенсии по старости). С учётом резкого роста инфляции произойдёт снижение этих показателей в реальном выражении.

В-третьих, усиление экономического и политического кризиса в Украине наложит дополнительные ограничения на возможности повышения зарплат на предприятиях. Более того, мы ожидаем роста безработицы с 7,0% в 2013 г. до примерно 8,1% в 2014 г., что также будет подрывать рост потребления – вследствие небольшой величины пособия по безработице и усиления конкуренции на рынке труда.

В-четвёртых, произойдёт сокращение рынка потребительского кредитования. По совокупности указанных причин потребление населением товаров и услуг в 2014 г. сократится в реальном выражении на 5% (табл. 4.1).

На всём прогнозном периоде экономический рост будет ограничен динамикой расходов консолидированного бюджета. Секвестр бюджета в 2014 г. будет



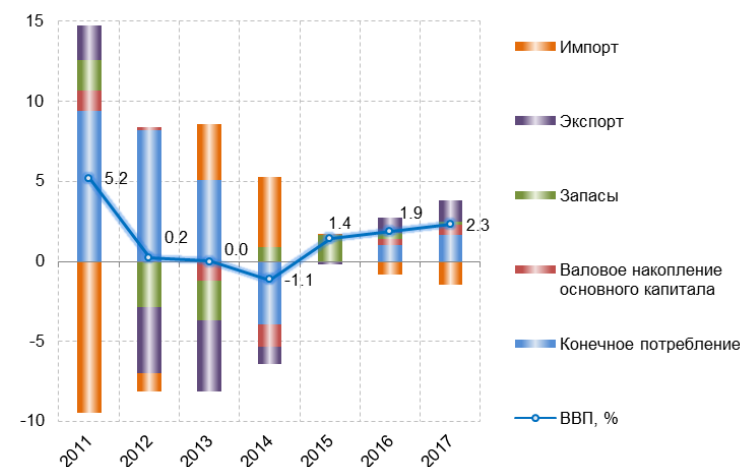
выступать одним из ключевых факторов, обуславливающих падение экономики, а ограниченный рост зарплат бюджетников и социальных выплат в 2015–2017 гг. будет сдерживать послекризисное восстановление. Но сдержанная фискальная политика приведёт к снижению дефицита государственного бюджета с 4,4% в 2013 г. сразу до 2,8% в 2014 г., а к концу 2017 г. способна вывести страну на практически бездефицитную бюджетную систему (табл. 4.1).

## 6. Сокращение импорта и фактор запасов удержат экономику на плаву

Несмотря на некоторое улучшение ситуации в мировой экономике, экспорт товаров и услуг из Украины, преимущественно из-за ухудшения торговых связей с Россией, продолжит сокращаться в физическом выражении, хотя и замедлит падение – до -2% против -9% в 2013 г. Более сильное сокращение импорта (на 8%) внесет положительный вклад в прирост экономики в размере 4,4 п.п. Из-за падения внутреннего и внешнего спроса и дестабилизации обстановки в стране, сопровождающейся прекращением чистого притока частного капитала в страну, произойдёт падение инвестиций на 8%. Сжатие спроса на украинскую продукцию в 2014 г. обусловит продолжение падения товарно-материальных запасов, однако скорость сокращения запасов по сравнению с 2013 г. замедлится. Поэтому в 2014 г. динамика запасов внесёт положительный вклад в прирост ВВП, в размере 1 п.п., против -2,4 п.п. в 2013 г. и -2,8 п.п. в 2012 г. (рис. 4.6).

В 2015 г. начнётся восстановительный рост экономики (+1,4% за год), но только за счёт фактора запасов, распродажа которых прекратится. Данный фактор внесёт положительный вклад в прирост ВВП в размере 1,6 п.п. Влияние остальных компонент ВВП будет незначительным. Так, инвестиции в основной капитал в 2015 г. будут демонстрировать нейтральную динамику вследствие, во-первых, нерастущего спроса на отечественную продукцию и, во-вторых, трудностей с привлечением капитала (напряжённость в украинской банковской системе, недоверие иностранных инвесторов к украинской экономике). Экспорт также не будет расти из-за недостаточного спроса на украинскую продукцию. Слабая динамика потребления населения будет наблюдаться вследствие высокой

Рис. 4.6. Структура прироста ВВП, п.п.



Источник: органы национальной статистики, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

инфляции, медленного роста экономики и низких темпов индексации зарплат, бюджетных и социальных выплат.

В 2016–2017 гг. экономический рост ускорится до 1,9 и 2,3% соответственно. При этом положительный вклад фактора запасов значительно сократится (в среднем до 0,4 п.п. в год). Однако внутренняя обстановка будет всё больше стабилизироваться, а проводимые властями реформы начнут давать свои плоды. Начнёт расти потребление населения (+1,0 и +1,6 п.п. к приросту ВВП в 2016 и 2017 гг. соответственно), чему также будет способствовать снижение инфляции до 4–5%. Рост инвестиций будет прибавлять к приросту ВВП 0,4–0,6 п.п., проникающий в страны ЕС экспорт – ещё 0,9–1,4 п.п. При этом из-за девальвации несколько снизится склонность к импортированию с 0,8 в среднем в 2007–2012 гг. до 0,6–0,7 в 2014–2017 гг.

#### **7. Риски, как никогда, велики**

Если в ближайшие месяцы не будет разрешен политический кризис и страна не получит стабилизационный пакет помощи от других стран или МФО, девальвация гривны может достичь 50%, что несет за собой серьезную угрозу разгона инфляции и многочисленных дефолтов частного сектора по выплатам внешним кредиторам. Такой сценарий – вполне вероятный, но не катастрофичный, по такому пути прошли уже многие страны.

Отсутствие реформ, сокращение внешнего спроса и, как следствие, объемов экспорта, необязательность использования описанной нами бюджетной стратегии (возможно, после 2014 г. власти будут сильнее индексировать зарплаты и социальные выплаты – тогда они не смогут обнулить дефицит к 2017–2018 гг.) в совокупности с другими рисками могут вовлечь украинскую экономику в многолетнюю стагфляционную спираль.

*Николай Кондрашов, Сергей Пухов*

## Финансовая Статистика Банков

Динамика кредитов предприятиям и средств предприятий  
(прирост год к году), в %



Источник: банковская отчетность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

### Кредитуют только госбанки

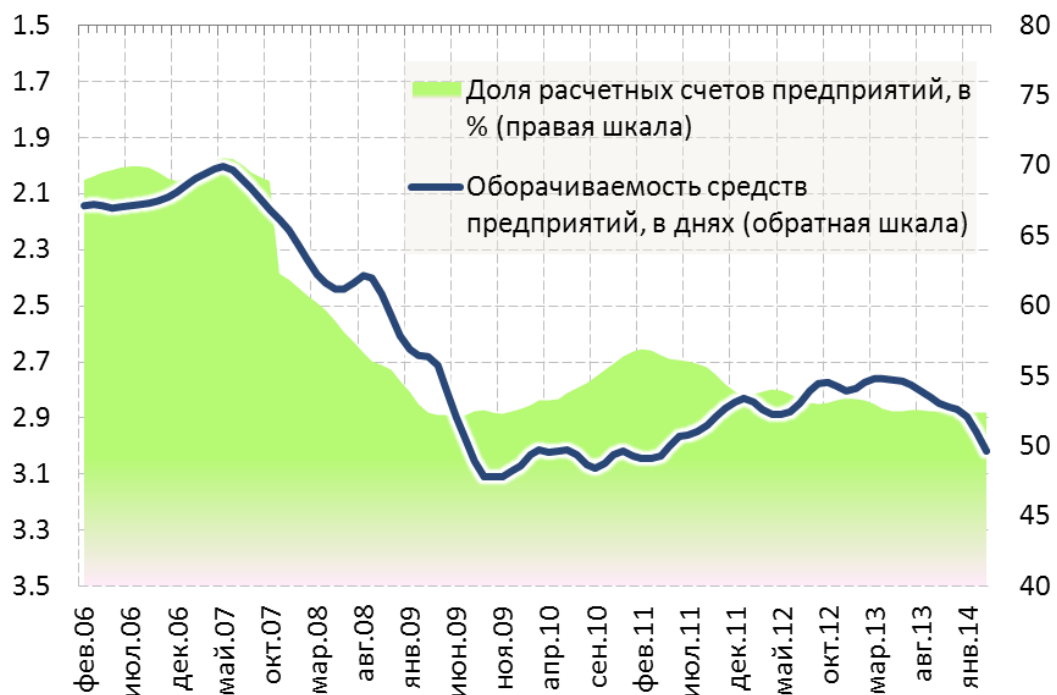
Объем средств, предоставленных банками предприятиям реального сектора экономики, в феврале 2014 г. вырос на 1,1%<sup>6</sup>. При этом совокупный кредитный портфель<sup>7</sup> госбанков увеличился на 2,1%, в то время как у негосударственных кредитных организаций сократился на 0,7%. Мы готовы предположить, что таким образом частные банки отреагировали на девальвацию рубля.

За счёт активности госбанков темпы прироста совокупного кредитного портфеля «год к году» в феврале выросли до 10,8%, в то время как в январе они составляли 10,3%. Тем не менее совокупность иных показателей, таких как динамика расчётных счетов предприятий, а также оборачиваемость средств на их расчётных счетах (см. ниже), говорит о сохранении крайне слабого спроса на кредиты со стороны реального сектора.

<sup>6</sup> Здесь и далее с учётом валютной переоценки.

<sup>7</sup> Включая вложения в долговые ценные бумаги.

### Динамика доли расчетных счетов и оборачиваемости средств предприятий (тренд)



Источник: банковская отчетность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

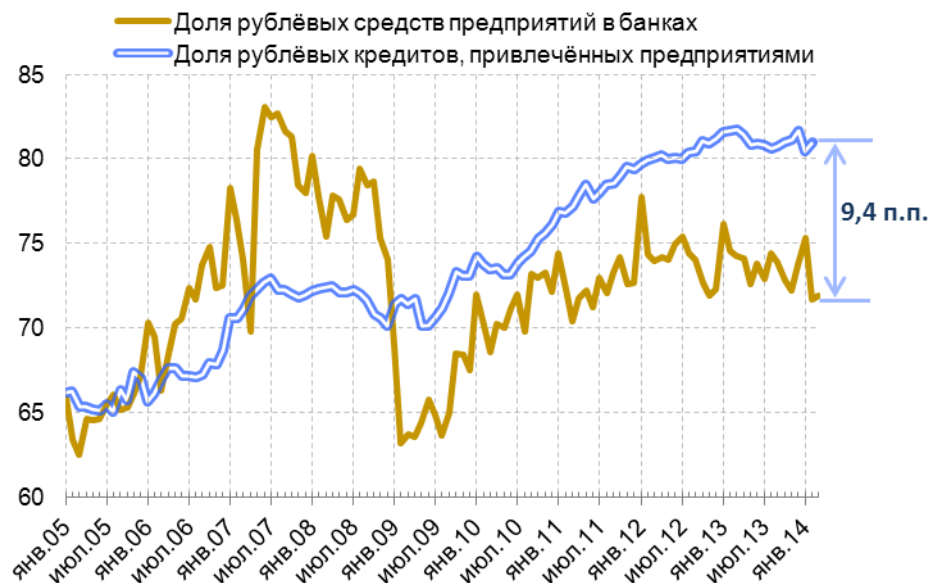
### Денежные расчёты в экономике замирают

Значение тренда<sup>8</sup> показателя **среднего срока нахождения средств предприятий на счетах в госбанках** в феврале выросло сразу на 0,07 дн. Таким образом, в последние три месяца мы наблюдаем существенное замедление интенсивности денежных расчётов в экономике. Отметим, что аналогичная ситуация наблюдалась во второй половине 2008 г.

Трендовое значение доли остатков на расчётных счетах в общих средствах предприятий остаётся на низком уровне. По состоянию на 1 марта она по-прежнему находилась на отметке 52,3%.

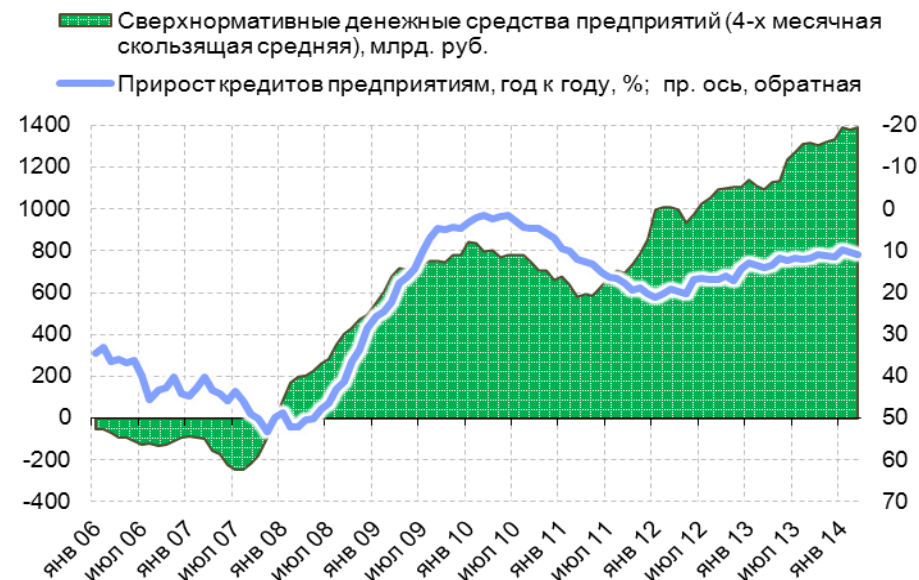
<sup>8</sup> Здесь и далее сезонная корректировка осуществлена с помощью программы Demetra+ 1.0.2, методом Tramo/Seats.

### Доли рублёвых кредитов и располагаемых средств предприятий, в %



Примечание. Данные приведены с исключённой валютной переоценкой.  
Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

### Динамика избыточных средств на депозитах предприятий, млрд. руб., и кредитов предприятиям (прирост год к году), в %

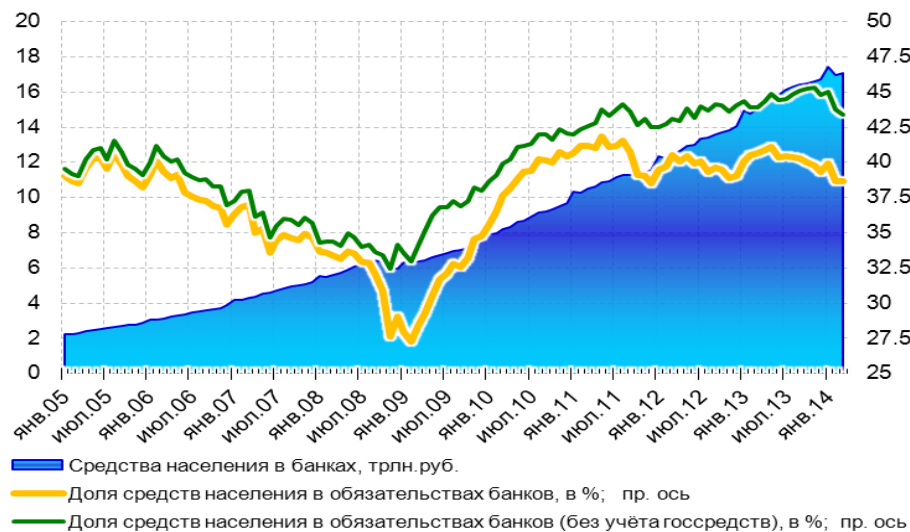


Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Реальный сектор передает риски банкам

В феврале 2014 г. объём средств в распоряжении предприятий вырос сразу на 1,8%. В результате прирост год к году достиг 15,8% (максимум с апреля 2012 г.). При этом остатки средств на счетах в частных банках возросли на 1,3% (рост на 2,0% год к году), а в госбанках – на 2,2% (рост на 27,9% год к году). Объём «избыточных» средств предприятий превысил уровень в 1,3 трлн. руб. Хорошо видно, что с начала 2011 г. банковская система берёт на себя всё возрастающие валютные риски при кредитовании реального сектора: разница между долей привлечённых рублёвых кредитов и долей средств на счетах в рублях выросла до 9,4 п.п. Соответственно, наращивая валютные запасы, реальный сектор повышает свою устойчивость на случай финансовых потрясений.

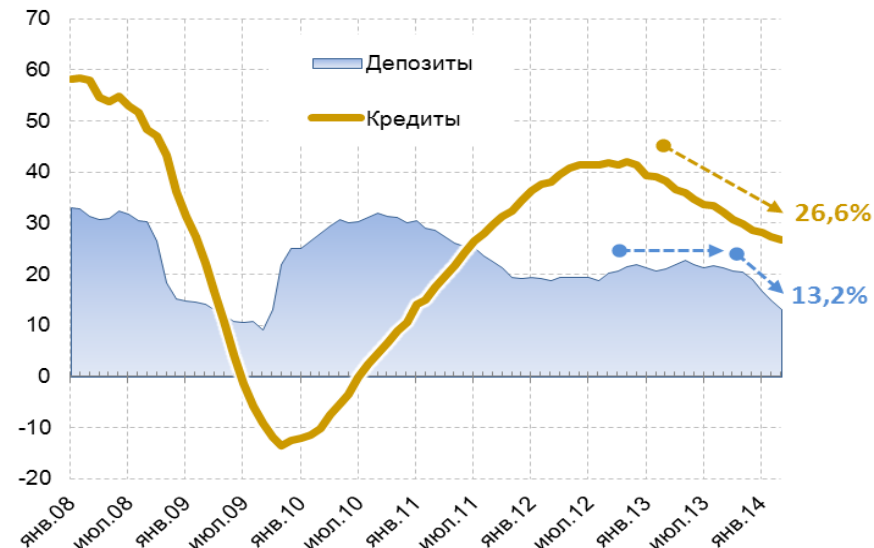
Динамика средств населения в банках



Примечание. Данные приведены с исключённой валютной переоценкой.

Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Динамика депозитов и кредитов физлиц год к году, в %



Источник: Банк России, банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

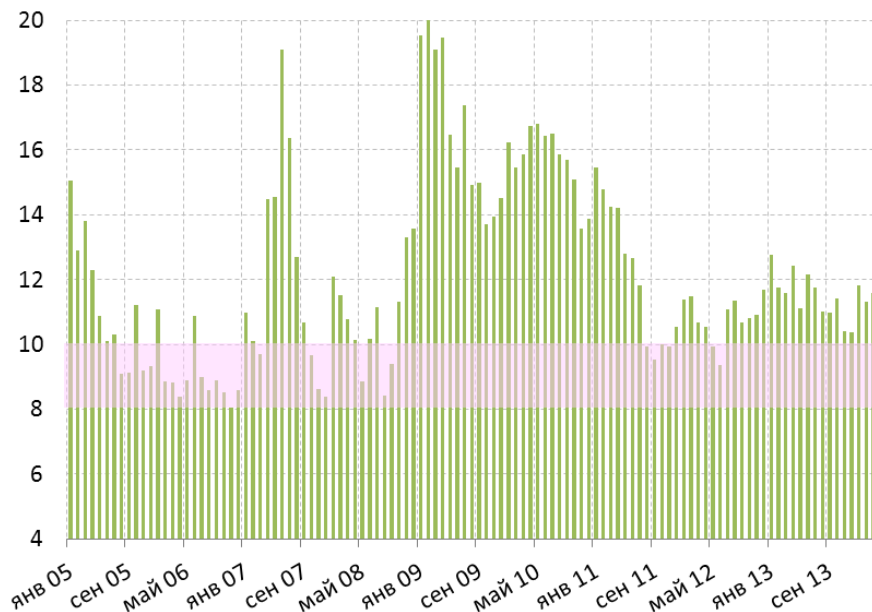
## Госбанки выигрывают борьбу за деньги населения

Объём кредитов, предоставленных населению, в феврале 2014 г., вырос на 1,1%. Портфель госбанков вырос на 1,6%, а «частников» — на 0,5%. Темпы роста «год к году» составили 26,6%, снизившись по сравнению с январским значением на 0,7 п.п. При этом у частных банков годовой прирост портфеля розничных кредитов составил 20,5%, а у банков, контролируемых государством, — 32,5%.

Продолжается устойчивое снижение склонности населения к организованным сбережениям. Годовой темп прироста депозитов опустился с 20%-ного уровня, характерного для 2012–2013 гг., до 13,2% по итогам февраля. Объём депозитов физлиц вырос на 0,6%, что произошло благодаря госбанкам (рост на 1,2%). Депозиты в частных банках сокращаются четвёртый месяц подряд, в феврале падение составило 0,3%, а за весь этот период — 3,2% (рост на 6,9% у госбанков). Таким образом, госбанки выигрывают борьбу за деньги населения — и в смысле обеспечения своих пассивов, и в смысле получения доходов от его кредитования.

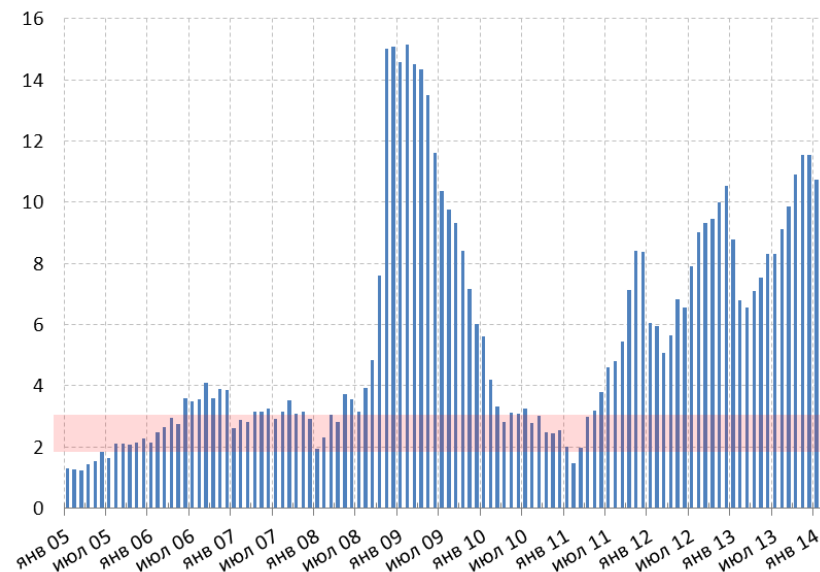


### Отношение суммы требований банковской системы к ЦБ и остатков на корсчетах в инобанках к её обязательствам, в %



Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

### Доля госсредств<sup>9</sup> в обязательствах банковской системы, в %



Источник: Банк России, банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Уровень ликвидности в системе повысился

Уровень ликвидности в банковской системе, исчисляемый как отношение суммы требований к Банку России (без ФОР) и остатков на счетах в иностранных банках-корреспондентах к её обязательствам, в феврале вырос с 11,3 до 11,6%. При этом, если рассматривать только рублёвый компонент показателя, то он продемонстрировал снижение с 6,3 до 5,7%, что неудивительно в условиях стремительной девальвации. Доля госсредств в обязательствах банковской системы сократилась с 10,9 до 10,3%.

<sup>9</sup> Без учёта субординированного кредита Сбербанку.

## Комментарий

Банковская статистика хороша тем, что она не очень охотно поддаётся манипуляциям. Конечно, на уровне отдельных банков (включая Центральный) существуют способы сокрытия отдельных неприглядных операций, маскировки некачественных активов, рисования прибыли и т.д. Но глубокая детализация балансов российских банков позволяет с достаточно большой точностью выделять тенденции, характеризующие движение российской экономики в целом. Кроме того, интенсивность движения денег по счетам показывает и саму ценность этих самых денег. Ценность не в смысле процентной ставки, а в том смысле, является ли денежная политика «узким местом» экономики. Может ли рост денежного предложения способствовать росту экономики?

Дабы не быть голословными, приведём несколько цифр. Первая связана с таким значимым показателем, как оборачиваемость средств на расчётных счетах предприятий. Деньги должны работать, это аксиома. Под лежащий без движения рубль прибыль не течёт. Что же мы видим? За последние полгода трендовое значение этого показателя резко выросло. Так, если в начале осени оно равнялось 2,82 дня, то на начало весны составило уже 3,02 дня. Это весьма существенное ухудшение, отражающее снижение деловой активности в экономике, причём большая часть роста пришлась на январь-февраль 2014 г.

Примечательно, что именно в эти же два месяца заметно выросли остатки на счетах предприятий. Так, если в январе-феврале 2013 г. прирост средств компаний реального сектора экономики с исключённой валютной переоценкой равнялся 0,2%, то сейчас он

составил 2,6%. Причины столь существенного отличия статистики года текущего от 2013-го лежат в бюджетной сфере. Согласно данным Казначейства России, если в первые два месяца прошлого года расходы федерального бюджета достигли 2,15 трлн. руб., что составило 16,1% бюджетных назначений, то в этом году было потрачено 2,38 трлн. руб., или 16,7% назначений. Эта разница, в свою очередь, объясняется ничем иным, как ростом ассигнований, осуществлённых по разделу «Национальная оборона». Здесь годовой план оказался исполненным аж на 30,1% против 24,5% годом ранее. Таким образом, сложилась ситуация, когда бюджет деньги в экономику дополнительно «влил», а экономике они оказались не очень-то и нужны, оставшись пролёживать на счетах в банках вместо того, чтобы тут же быть активно задействованными в хозяйственном обороте. Отметим к слову, что этот факт лишний раз указывает на низкий мультипликатор бюджетных расходов для роста экономики.

Впрочем, в сложившейся ситуации нет ничего нового и удивительного. Об отсутствии интереса к деньгам как ограниченному ресурсу, необходимому для расширения бизнеса, свидетельствует и уровень остатков на депозитных счетах предприятий в банках. На данный момент они составляют 46% от всех средств, которыми располагают российские предприятия. Это значит, что почти половина денежных средств выведена компаниями из активного хозяйственного оборота. Да, депозиты в банках также играют важную роль при управлении финансами успешного предприятия, поэтому их наличие является нормальным явлением, но не в таких же объёмах?! В конце концов, не одними же Apple-ами наполнена земля русская? Сейчас же получается, что деньги не только вяло работают при

проведении расчётов с контрагентами, но и в значительной мере вообще не работают.

В этой связи нельзя не вспомнить наших госчиновников, которые с упорством, достойным лучшего применения, периодически сообщают общественности о наличии в России огромного количества инвестиционных проектов, сулящих бизнесу заоблачные прибыли. А на практике получается, что деньги у бизнеса есть, но в заведомо выгодное дело он их не вкладывает. Наверное, собственники предприятий, заработавшие воистину огромные деньги – а по нашей оценке, предприятия скопили на счетах более 1,3 трлн. руб., которые фактически не используются ими в основной хозяйственной деятельности, – настолько близоруки и так плохо разбираются в инвестпроектах, что не хотят поднимать деньги, которые, по мнению чиновников, буквально валяются у них под ногами. Тогда, интересно, как они смогли заработать такие средства?

Посмотрим немного на другую бухгалтерию, а именно, на прибыль, заработанную предприятиями в прошлом году. По данным Росстата, в 2013 г. совокупный положительный финансовый результат прибыльных предприятий, в целом по экономике, сократился на 12,8%, а отрицательный убыточных, напротив, вырос, причём сразу на 69,4%. Уже сами по себе эти цифры выглядят крайне неприятно, но предлагаем взглянуть на сложившуюся ситуацию под немного иным углом. Значение такого показателя, как отношение совокупной прибыли в экономике к совокупным убыткам, в 2012 г. составляло 8,1. Не так много, учитывая тот факт, что в предкризисном 2007 г. оно было на уровне 18,4. Но очень даже много, если сравнить с прошлым годом, когда прибыль прибыльных предприятий превысила убыток убыточных всего-навсего в 4,6 раза. Что это значит в переводе на русский язык? Это значит, что риски ведения бизнеса в России всего за год резко выросли, а рентабельность, напротив, упала.

Стоит ли после этого удивляться тому, что сократился спрос на кредиты со стороны реального сектора, а темпы роста корпоративного кредитования снизились с 12,9% в 2012 г. до 9,7% в 2013 г., причём у частных банков с 13,3 до 6,3%. А что это значит в переводе на язык аналитиков? Что российские предприниматели как бараны ломаются в заведомо убыточные предприятия, и то ли из вредности, то ли из политической близорукости, то ли по наущению извне, не желают извлекать прибыль из многочисленных выгодных инвестпроектов, активно рекламируемых чиновниками.

Впрочем, это ещё не самый экзотический вариант перевода. В последнее время особенно популярным становится более продвинутое толкование. Состоит оно в следующем: предприниматели отечественного разлива, оказывается, являются отнюдь не близорукими и наивными в делах ведения бизнеса субъектами, а, совсем наоборот, невинными жертвами алчных банкиров, которые выдают им столь необходимые для развития кредиты под чудовищно высокие ставки. Вот и приходится бедолагам всё честно заработанное, плюс ещё немного, отдавать банкам в виде процентов. Отсюда и убытки. Выход из этого порочного круга видится только один – принудительно снизить цену денег в экономике, что снизит процентные платежи по кредитам и ~~на Марсе будут яблони цвести~~ возросшая инвестиционная активность вытянет всю российскую экономику за волосы из нынешнего болота. Поскольку речь в таких речах ведётся не о конкретном, отдельно стоящем предприятии, а о принципе функционирования всей экономики, то при оценке их разумности имеет смысл опираться на уже приведённую нами статистику, касающуюся как снижения интенсивности оборота денежных средств в экономике, так и наличия огромного запаса вовсе неиспользуемых денежных средств. В дополнение к этим данным предлагаем обратить внимание на тот факт, что в структуре издержек на производство и продажу продукции

предприятий процентные платежи банкам в году 2012-м занимали целых 2,9%... То есть, говоря о высокой ставке как о причине резкого снижения рентабельности бизнеса в России, мы уподобляемся героям известного анекдота, которые «отравились той самой последней печенюшкой».

Тем не менее попробуем разобраться, что же ждёт российскую экономику в случае реализации планов по её накачке дешёвыми рублями. Для этого, прежде всего, стоит в дополнение к уже озвученным данным о низкой текущей рентабельности бизнеса принимать во внимание продолжающийся масштабный отток капитала. Мы даже не будем говорить о том, что сам по себе этот процесс является выражением реального отношения предпринимателей к условиям ведения бизнеса в стране, а станем опираться на вполне понятные цифры по доходности операций с иностранной валютой. За период с 1 марта 2013 г. по 1 марта 2014 г. отток капитала из России, уже перешедший в бегство, а ныне на наших глазах переходящий в эвакуацию, привёл к снижению курса рубля по отношению к доллару на 18,6%, а по отношению к евро – на 23,6%. Чёрт возьми, а ведь, действительно, правы, правы наши государственные мужи, говорящие о наличии масштабных выгодных инвестпроектов в стране! Их есть у нас, и один называется «купить доллары», а второй – «купить евро». Есть и более мелкие, связанные с фунтом, франком и некоторыми иными, более экзотическими, валютами. Во всяком случае, платёжный баланс свидетельствует именно о таком прочтении ситуации со стороны бизнеса.

Теперь представим, что этот самый бизнес получает новую порцию свеженапечатанных рублей за недорого. Куда он их вложит? Правильно, в вышеперечисленные инвестпроекты. Кто не верит, может обратить свой взор назад, в 90-е. Естественно, мы далеки от мысли о том, что будет использована примитивная прямая схема *кредит – рублёвый расчётный счёт – валютный расчётный счёт –*

*далее возможны варианты.* Естественно, все требуемые нормы приличия будут соблюдены, и на территории страны появится некоторое количество котлованов, а может быть, даже и пара-тройка «золотых» стадионов, плюс забьётся золотой костыль в столь же золотую по цене железную дорогу неважно откуда неважно куда. Но итогом всё равно станет усиление оттока капитала, сопровождающееся ослаблением национальной валюты, что автоматически будет вести к удорожанию инвестиционного импорта, съедая потенциальную прибыль у настоящих, рыночных, проектов. Неужели государство не осознаёт такой опасности? Конечно, осознаёт.

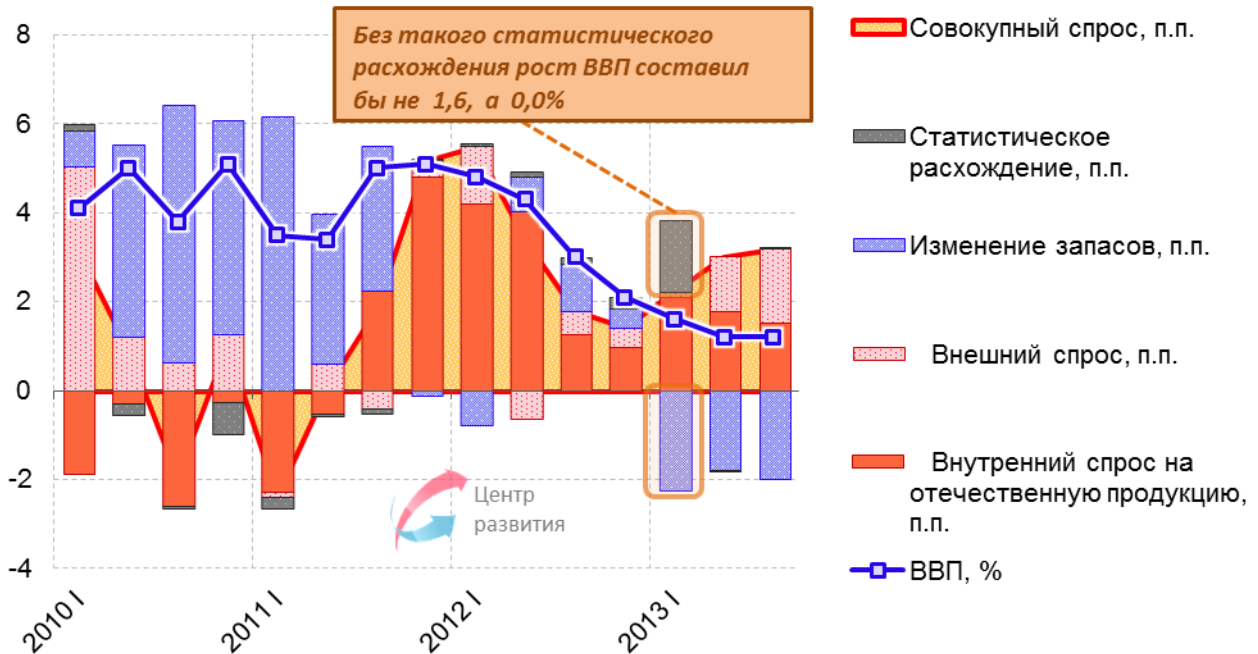
Поэтому, говорят сторонники дешёвых денег, чтобы снизить курсовые колебания и повысить стабильность правил игры, необходимо будет ввести существенные ограничения на капитальные операции. В этом нет ничего нового – достаточно посмотреть на Украину. И в этом, может быть, и не было бы ничего страшного, но с неизбежностью встаёт всё тот же вопрос: «А прибыль где?» Если даже сейчас бизнес не видит выгоды от ведения операций в России, то с какой стати он увидит её при дальнейшем ужесточении правил игры? И сколько времени потребуется финансовой системе страны в условиях возросших диспропорций (а отказ от рыночного ценообразования в пользу административного неизбежно приведёт к новым диспропорциям), чтобы дойти до состояния грогги?

Сейчас с точностью это предсказать невозможно, но с большой долей вероятности можно предположить, что в случае радикального смягчения денежно-кредитной политики жизнь российской экономики будет яркой. Но ненадолго.

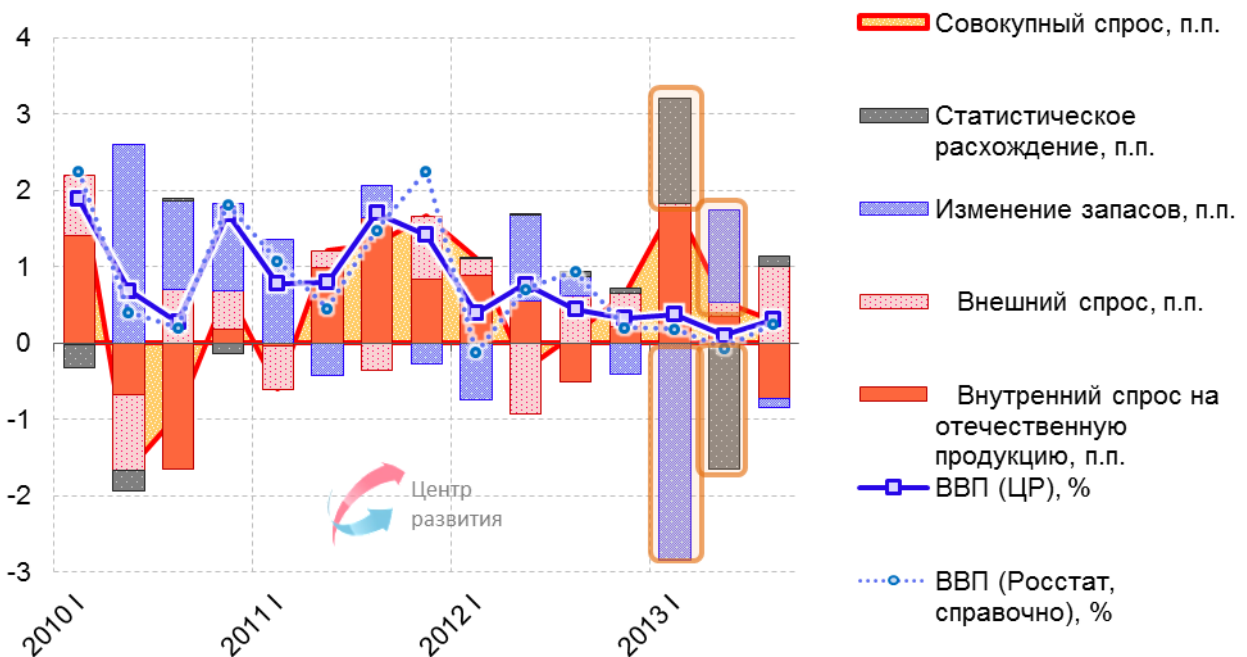
*Дмитрий Мирошниченко*

# Экономика в «картинках»

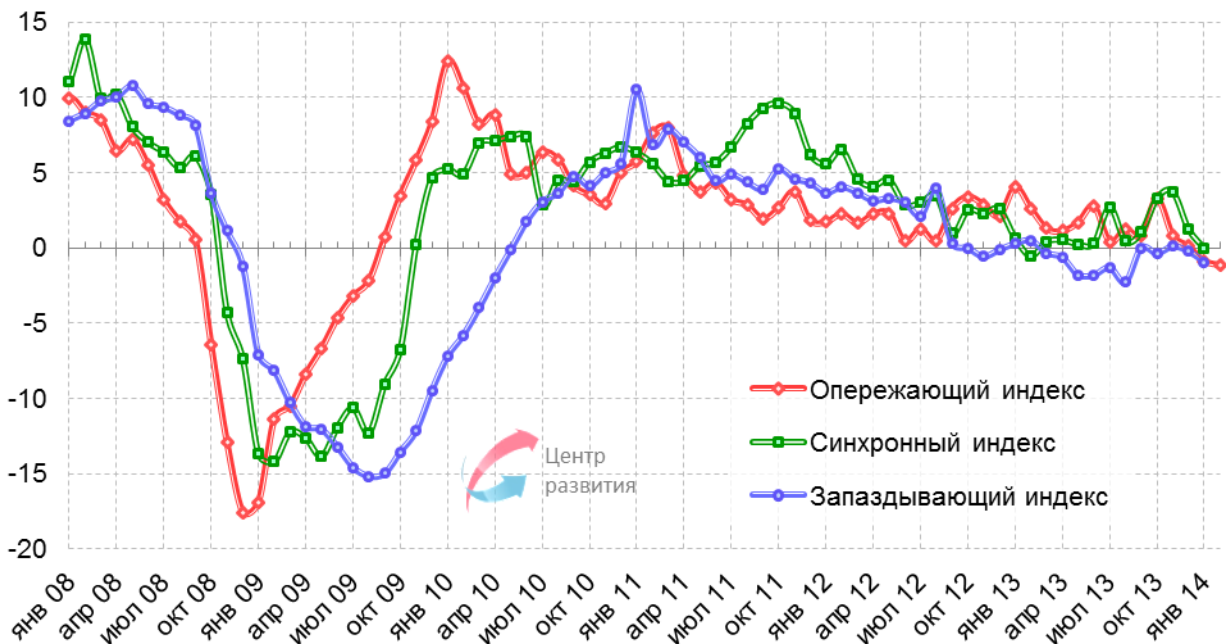
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)



Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)

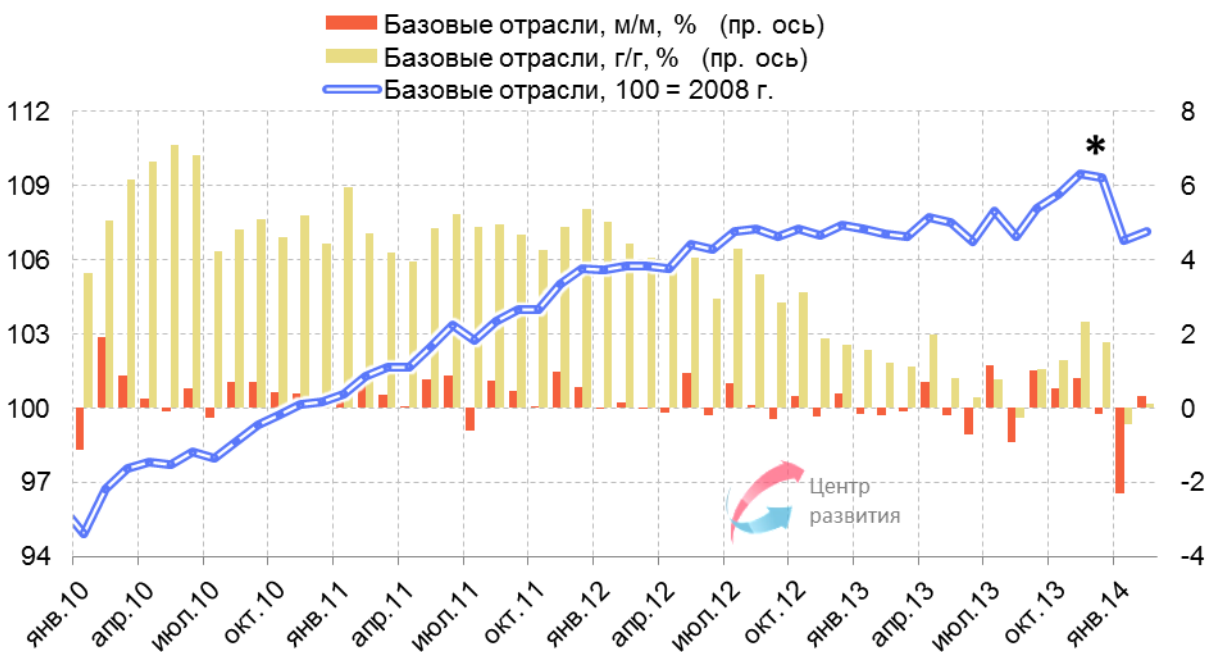


### Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



### Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)

**NEW**

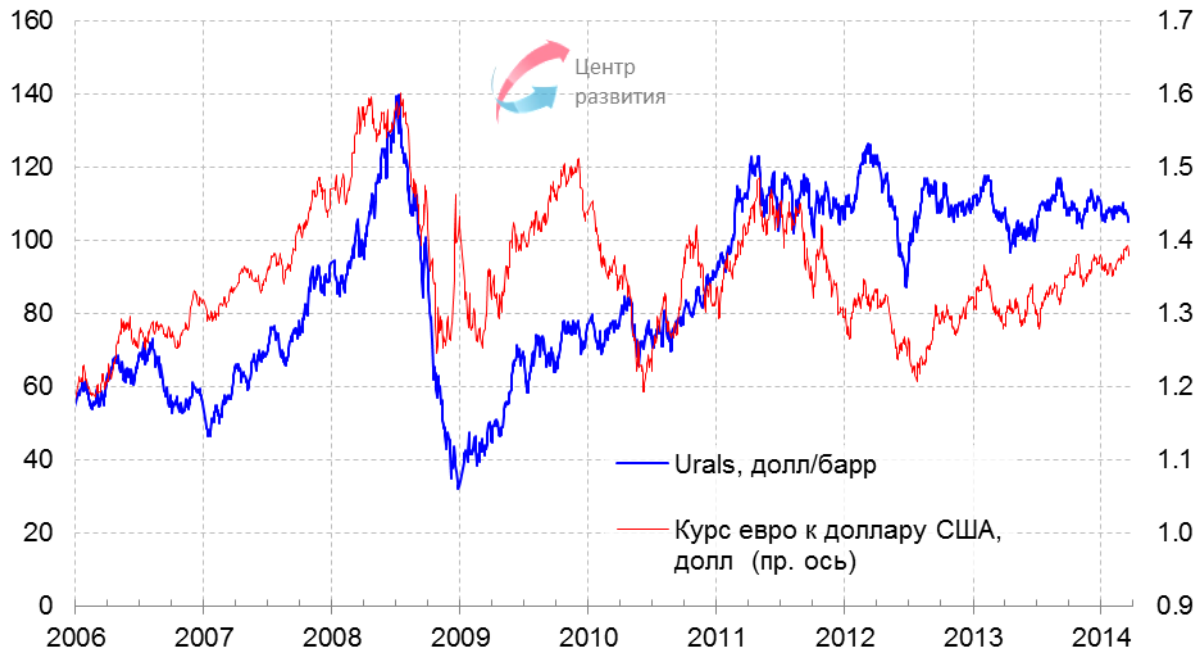


\* Резкий подъём в базовых отраслях во втором полугодии 2013 г., который появился на этом графике, стал результатом: 1) пересмотра в феврале 2014 г. данных по динамике промышленности, начиная с 2010 г., 2) роста грузооборота трубопроводного транспорта за счет роста экспорт газа, и 3) роста оптовой торговли после сильного провала летом того же года. Падение этого показателя в январе преимущественно вызвано крайне негативными предварительными данными о динамике оптовой торговли (скорее всего, будут сильно пересмотрены Росстатом в сторону повышения).



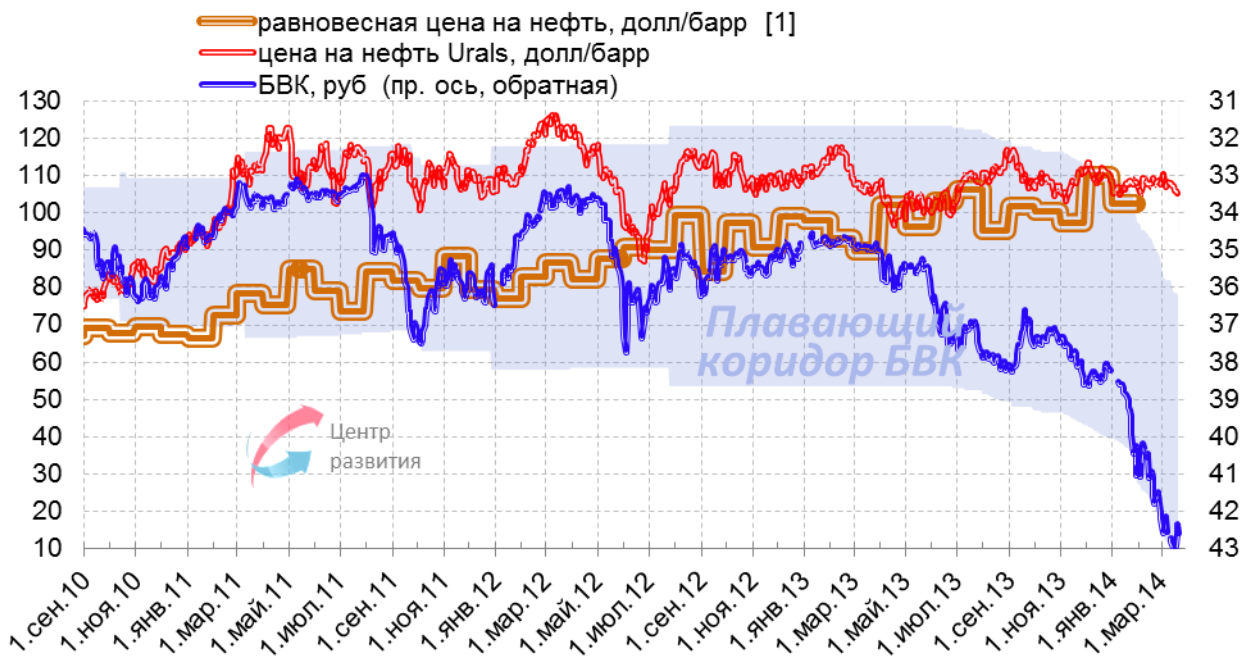
### Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW



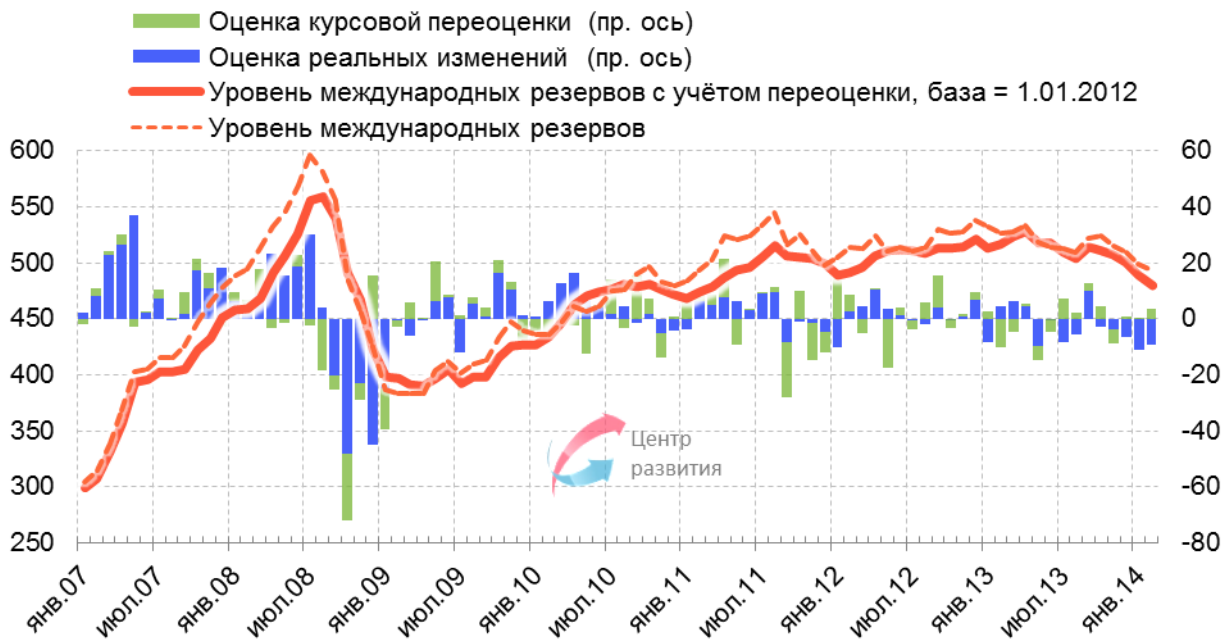
### Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW



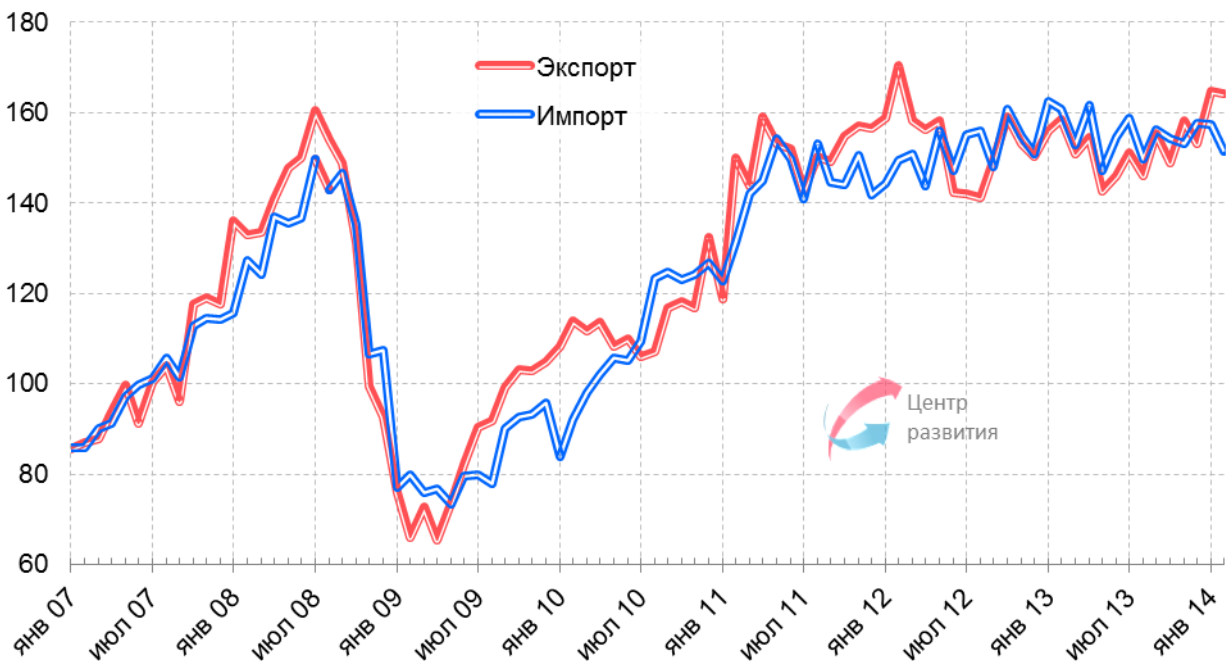
Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.

NEW



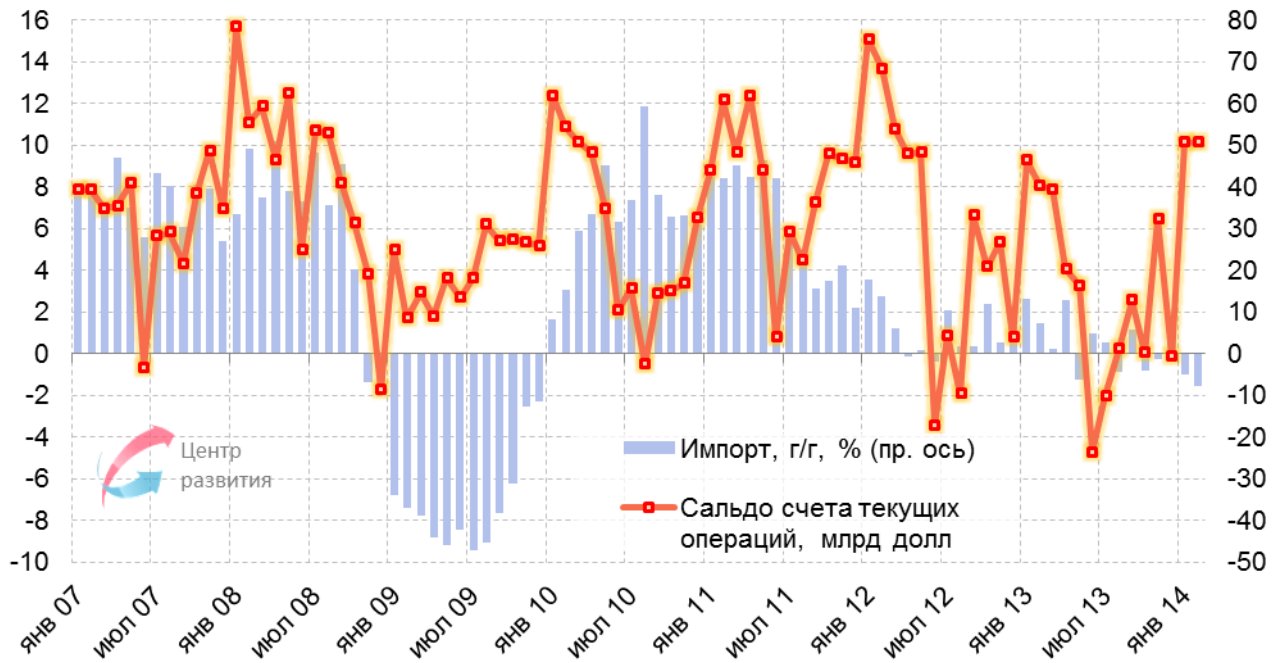
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=январь.2007), в % [2]

NEW



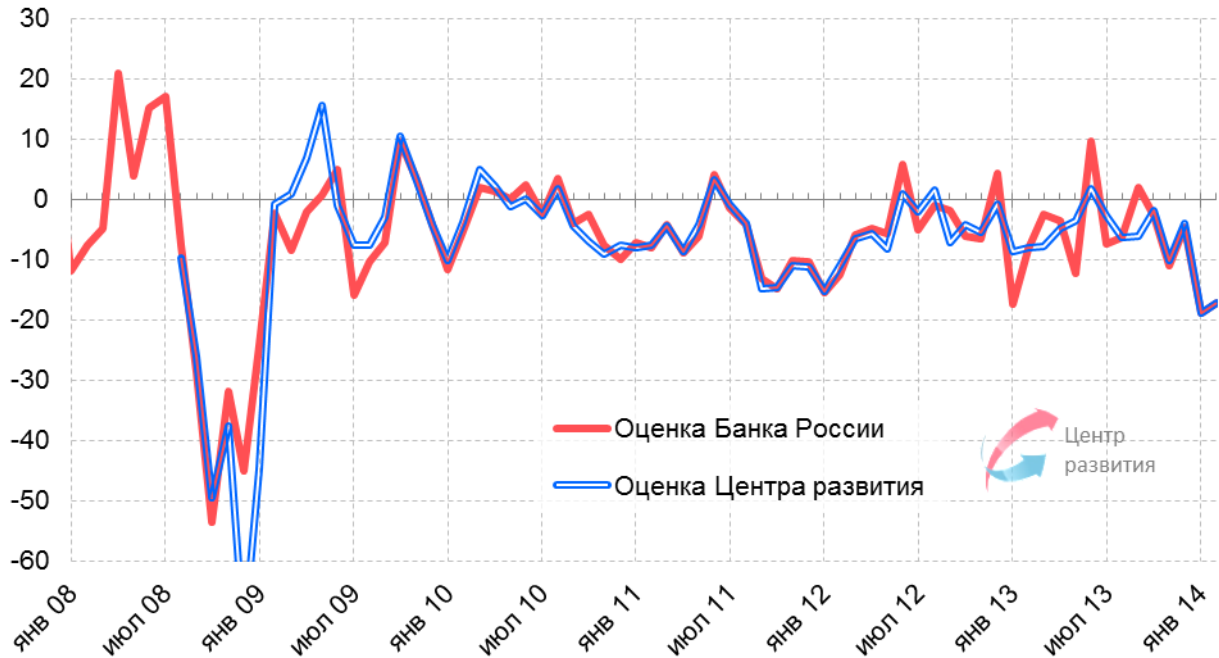
### Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров<sup>[2]</sup>

NEW

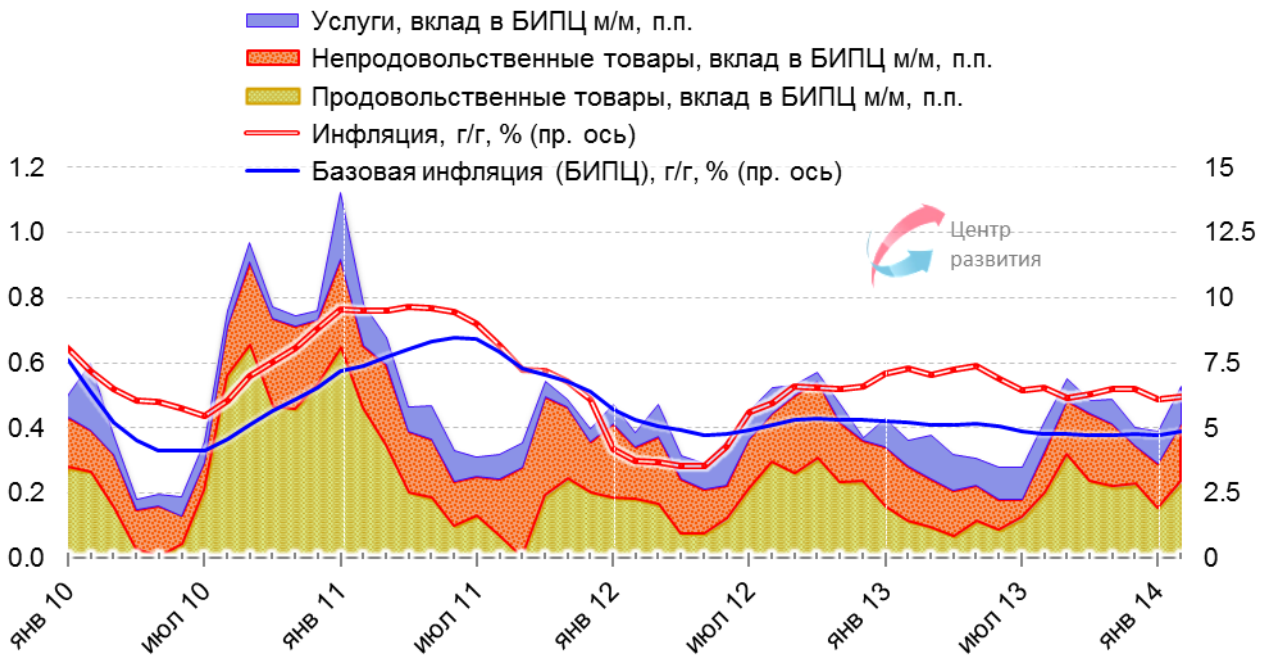


### Чистый приток капитала, млрд. долл.

NEW



**Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент<sup>[3]</sup>**

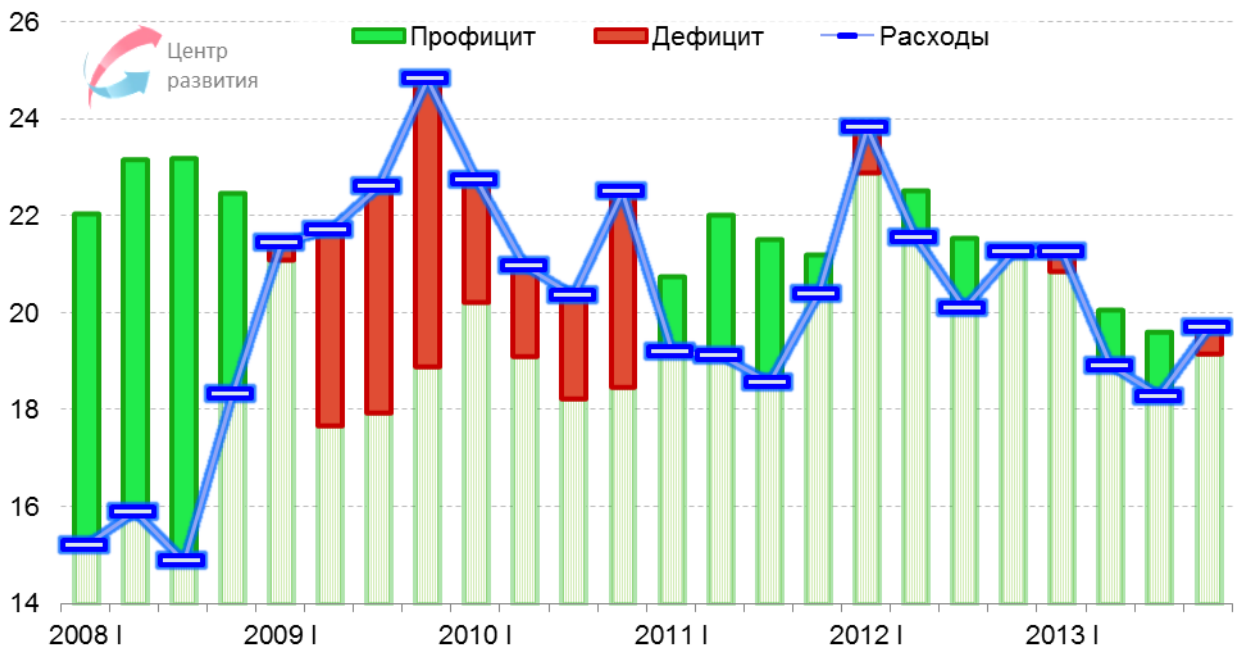


**Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка МІАСR и базовой инфляции, в %**

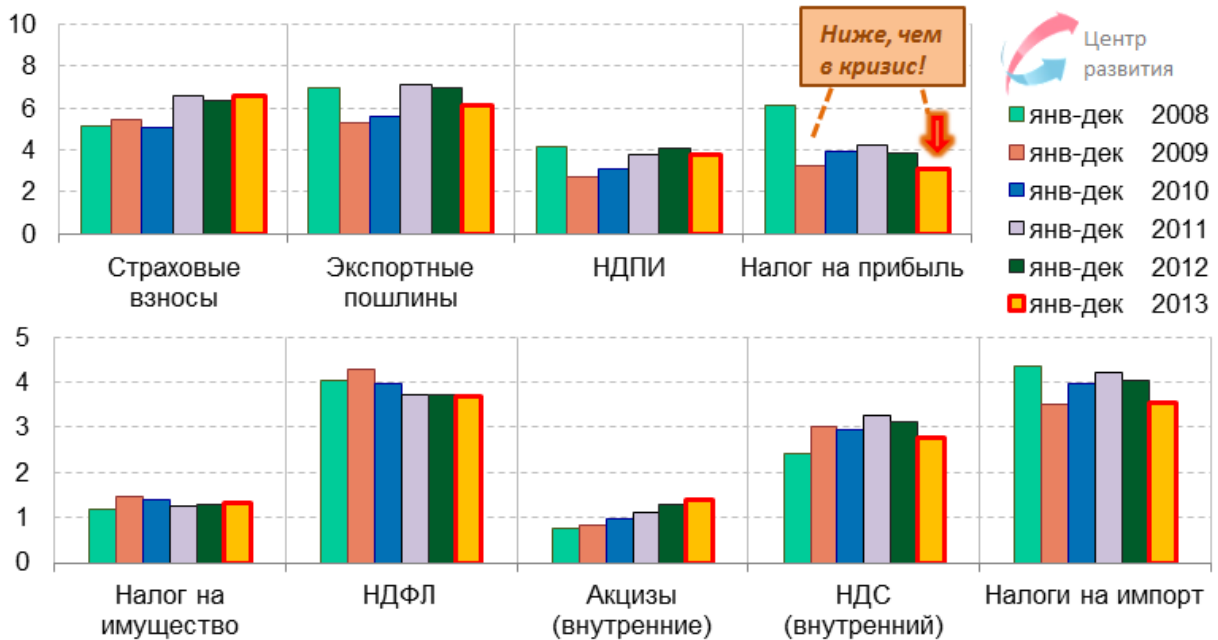
**NEW**



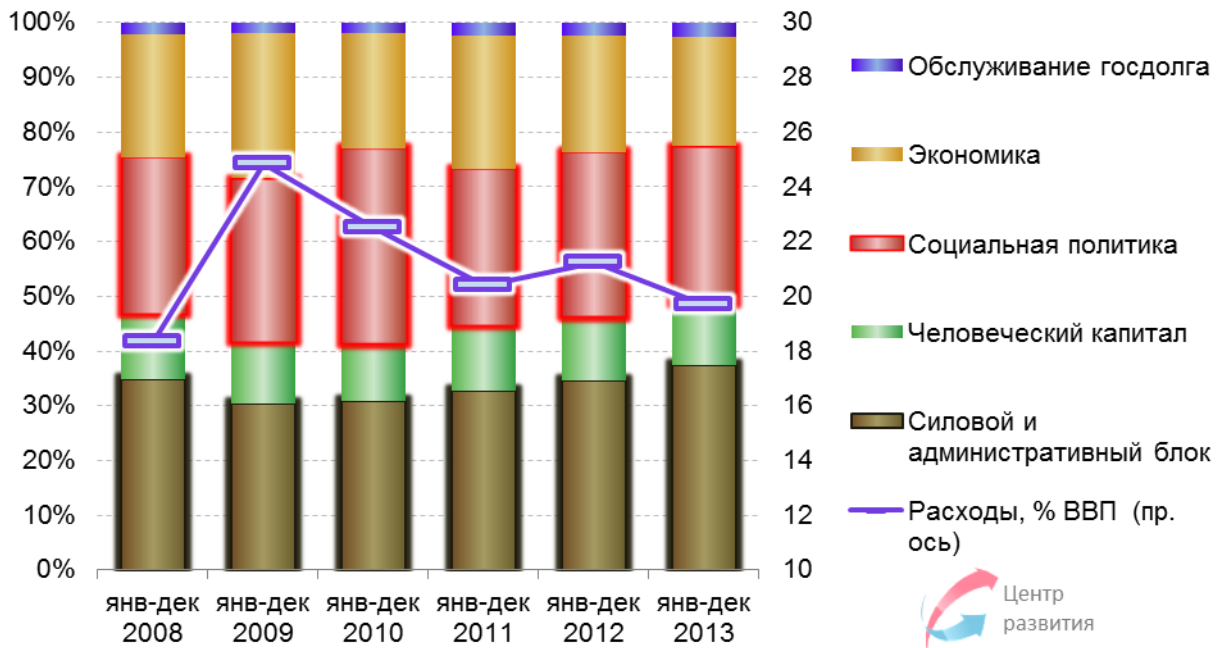
### Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП



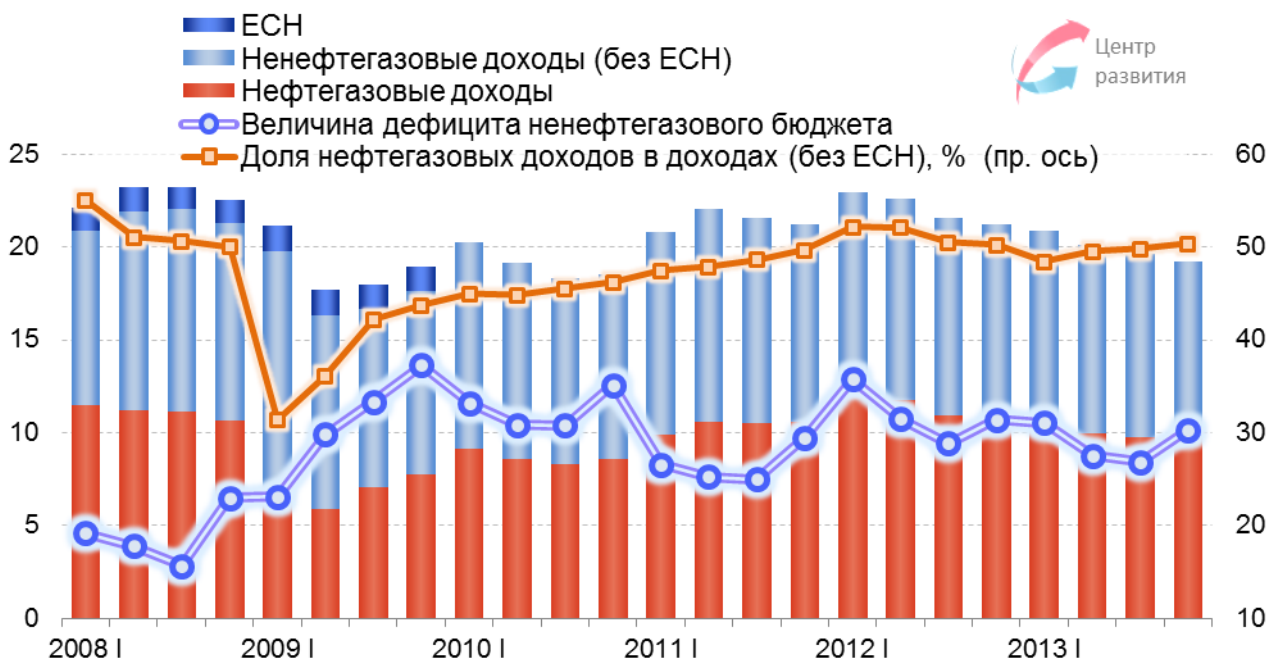
### Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП<sup>[4]</sup>



### Структура расходов федерального бюджета, в %

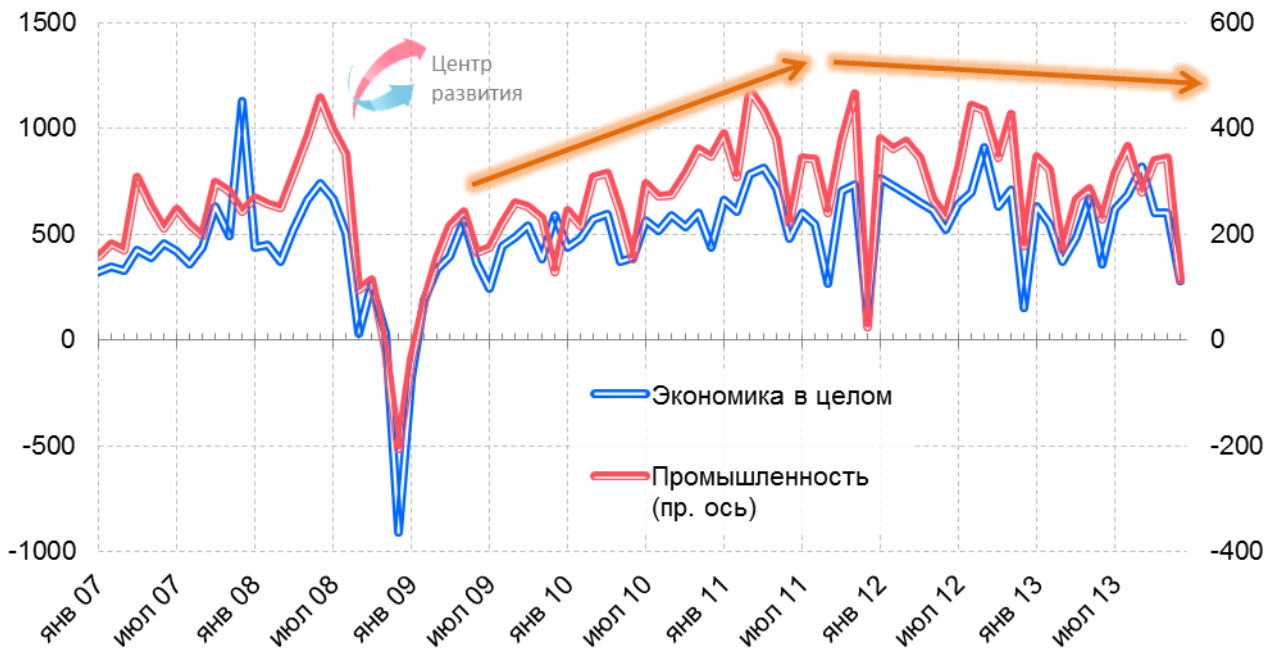


### Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП<sup>[5]</sup>



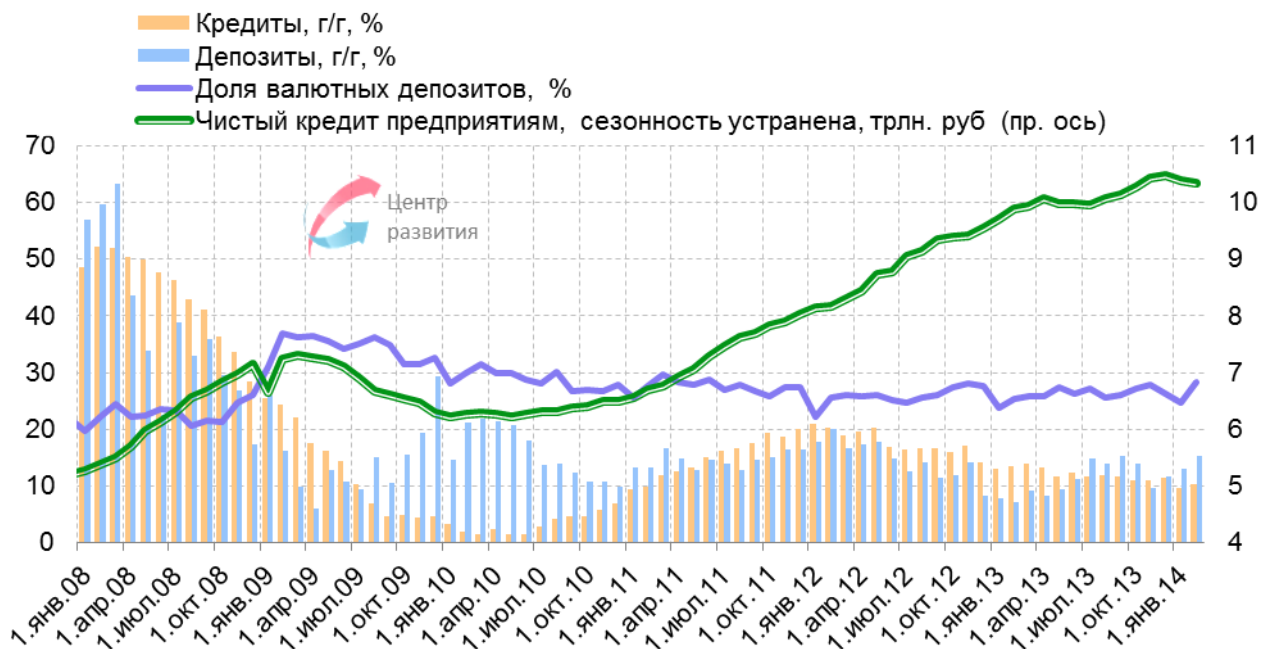


### Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.



### Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

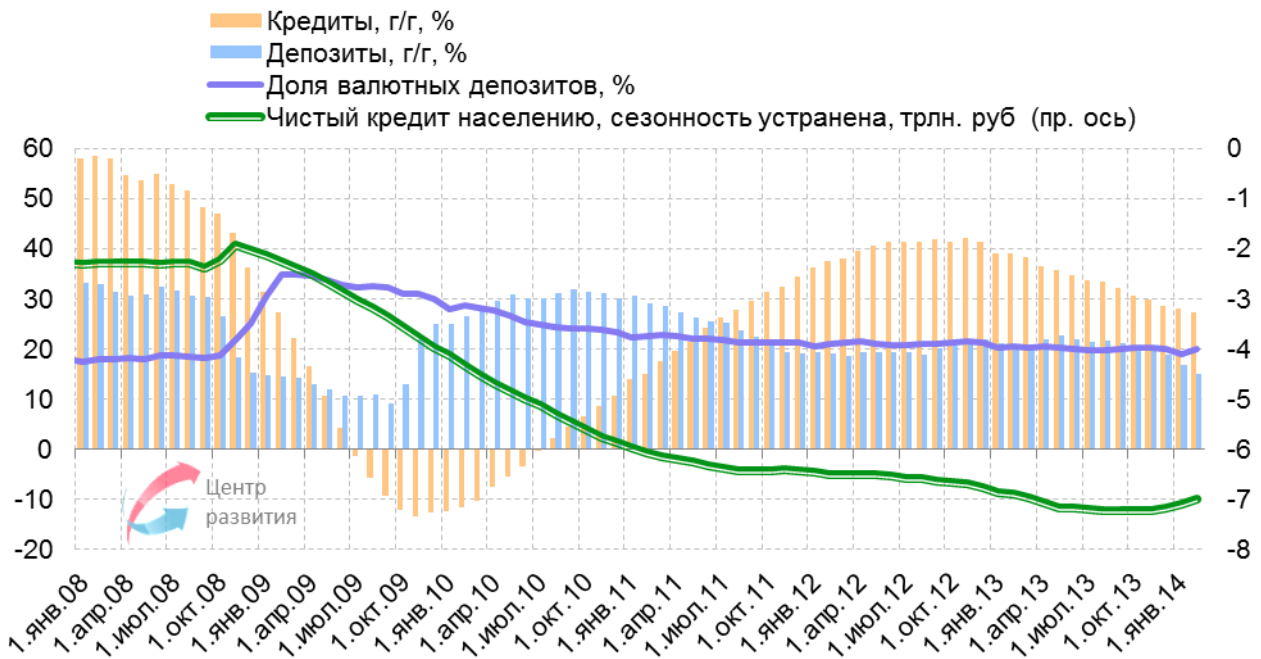
NEW





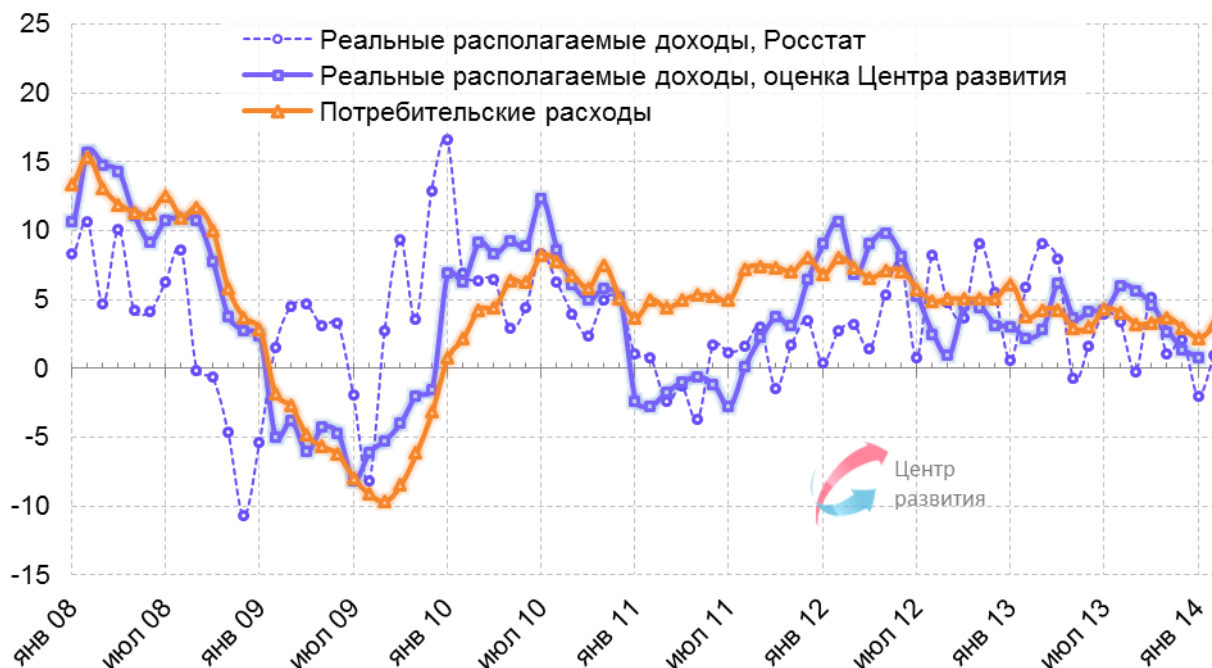
**Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)**

**NEW**

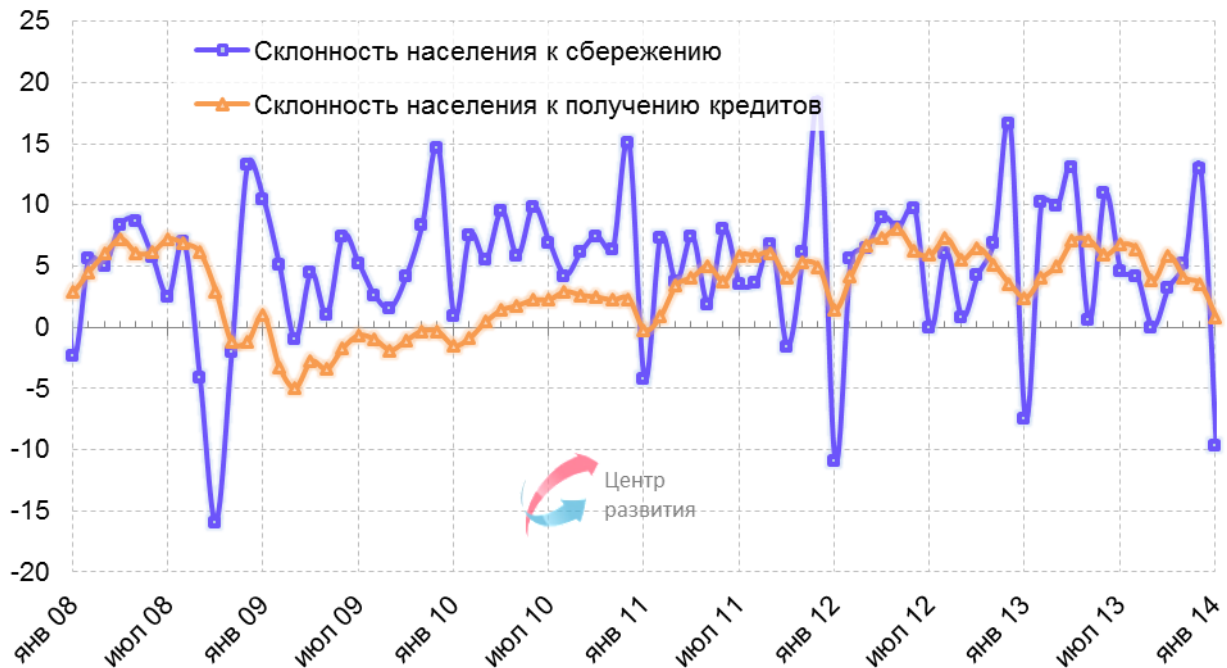


**Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**

**NEW**

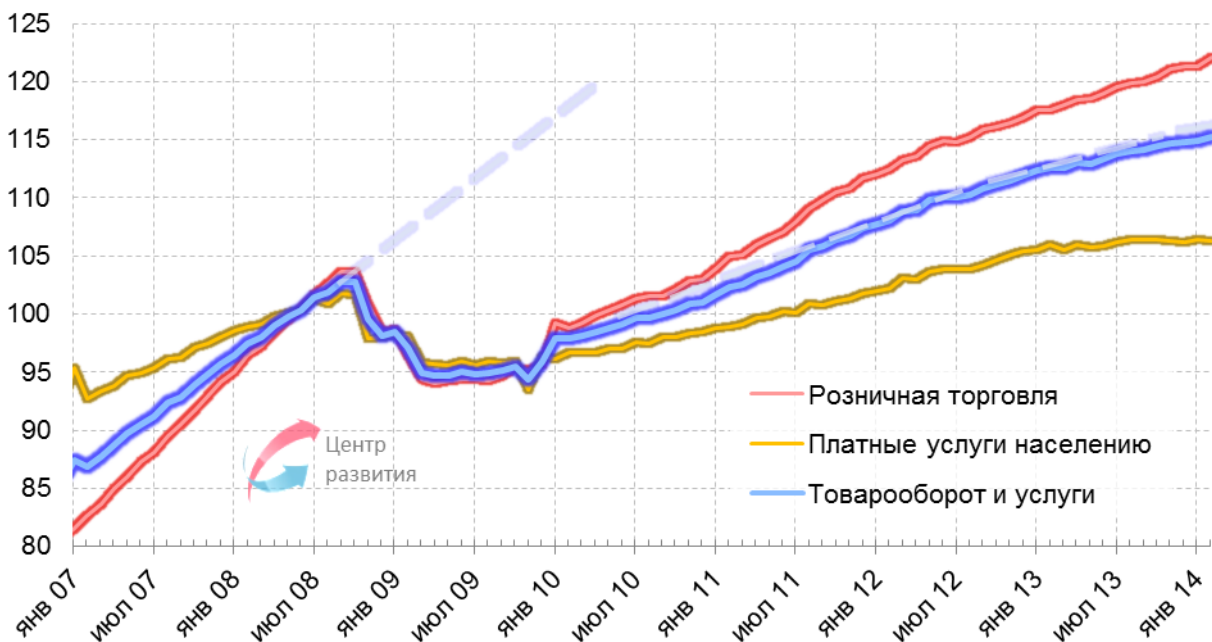


### Склонность населения к сбережениям и к получению кредитов, в % дохода



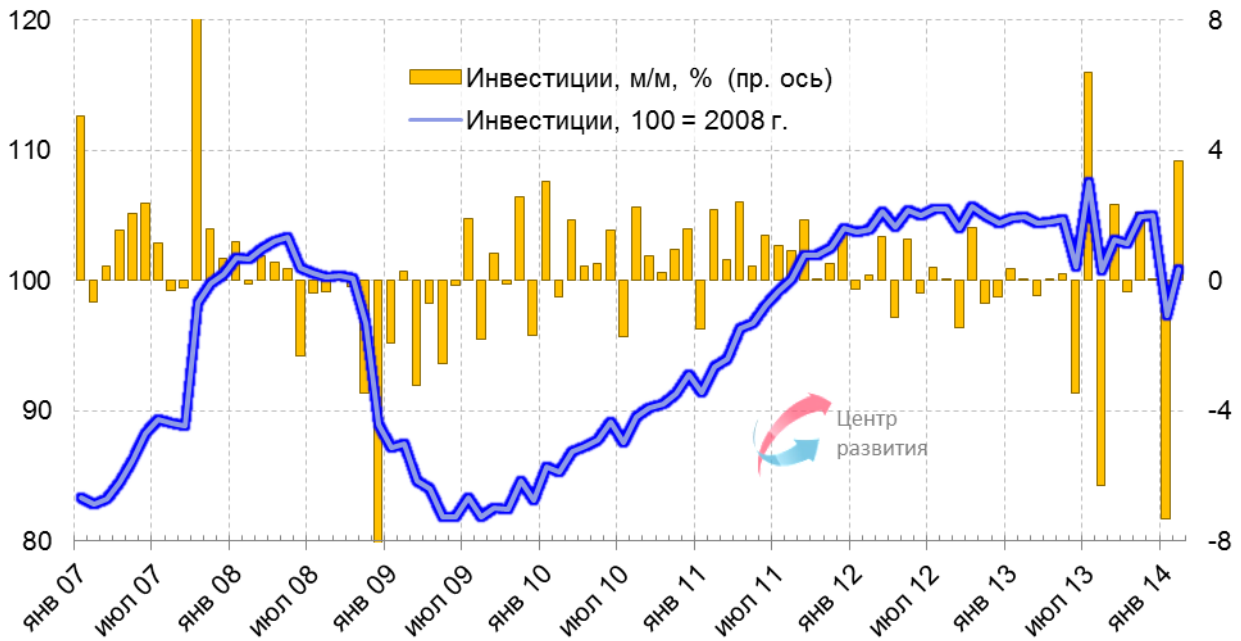
### Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)

**NEW**



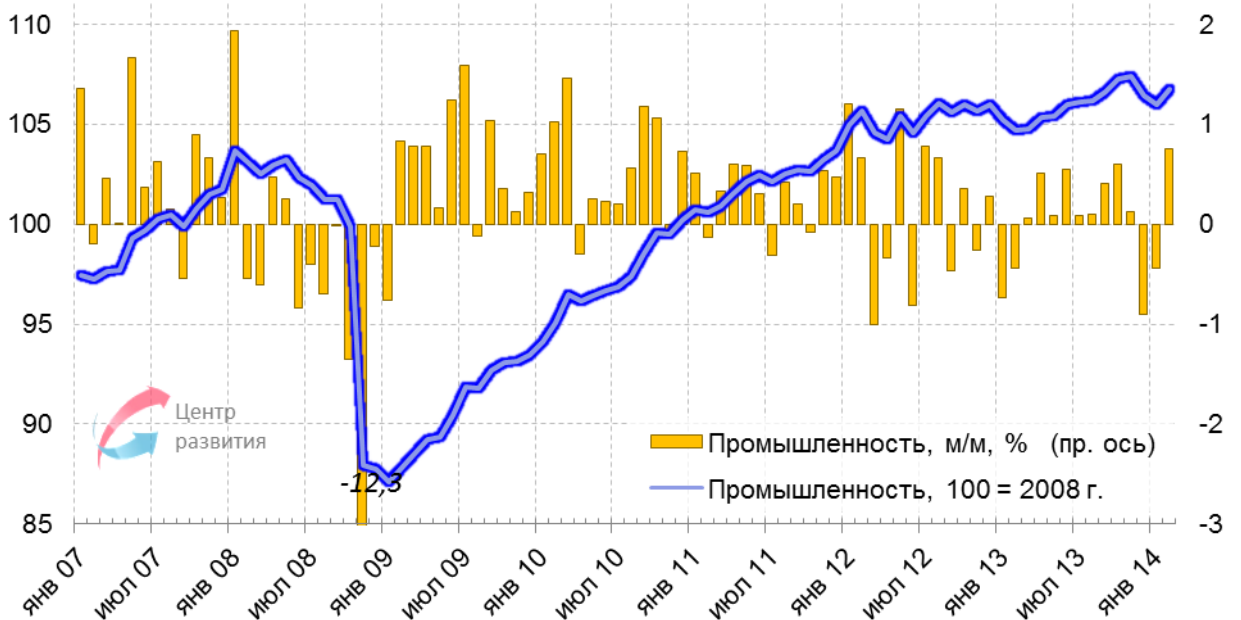
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)

NEW



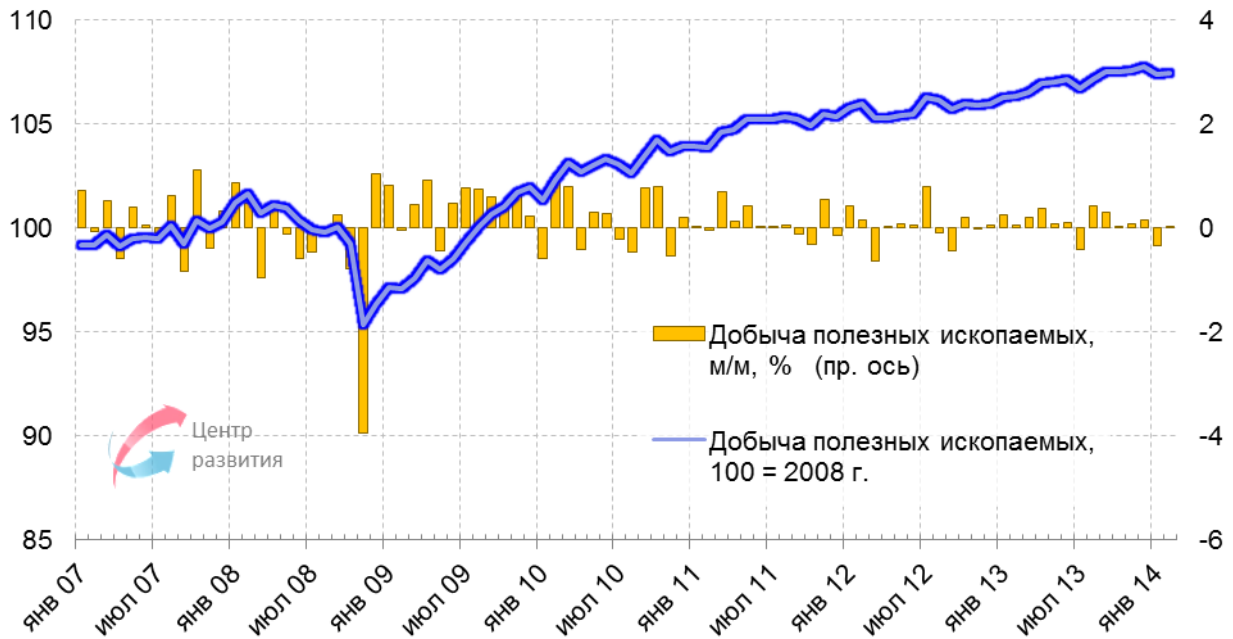
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)

NEW



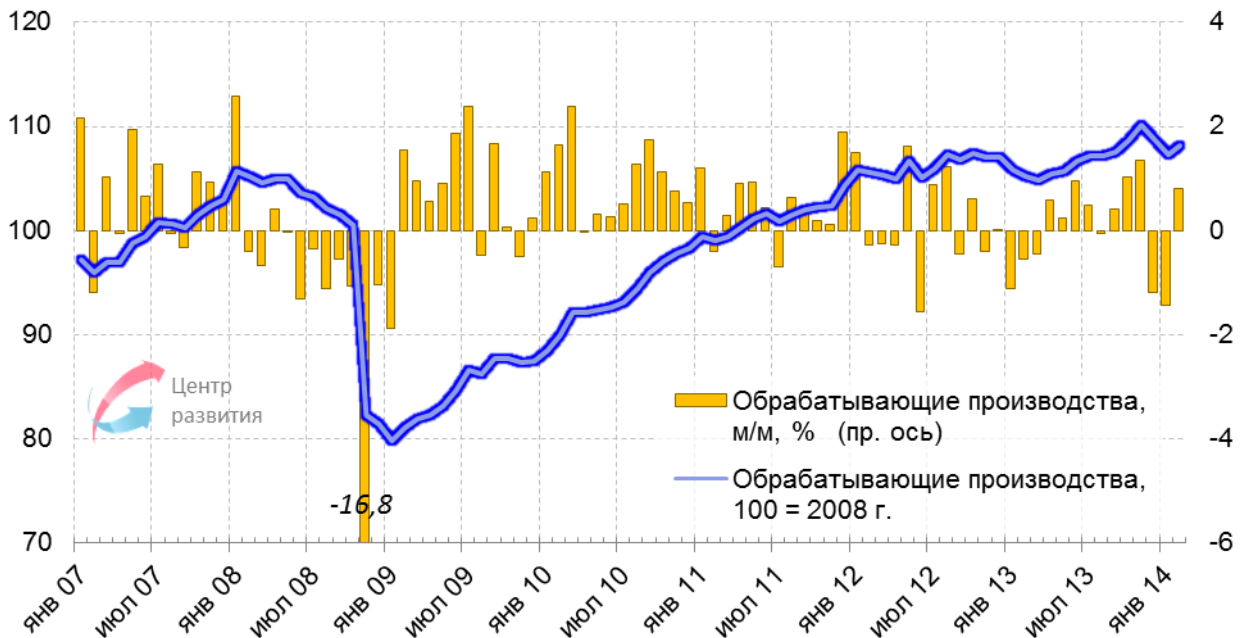
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW

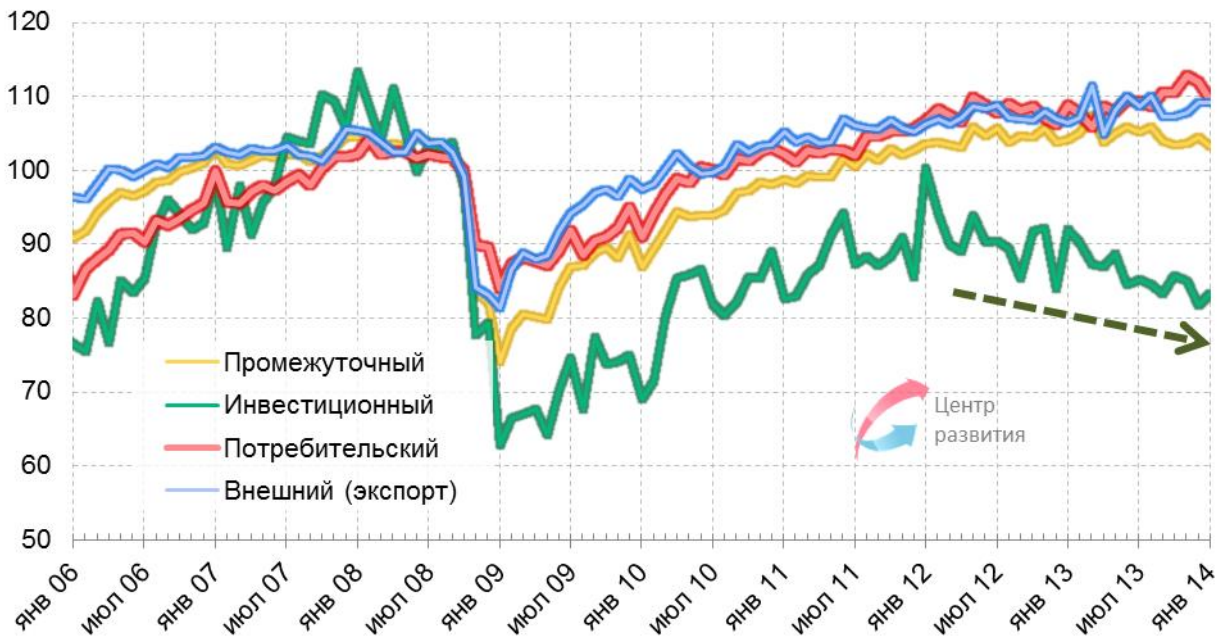


Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW

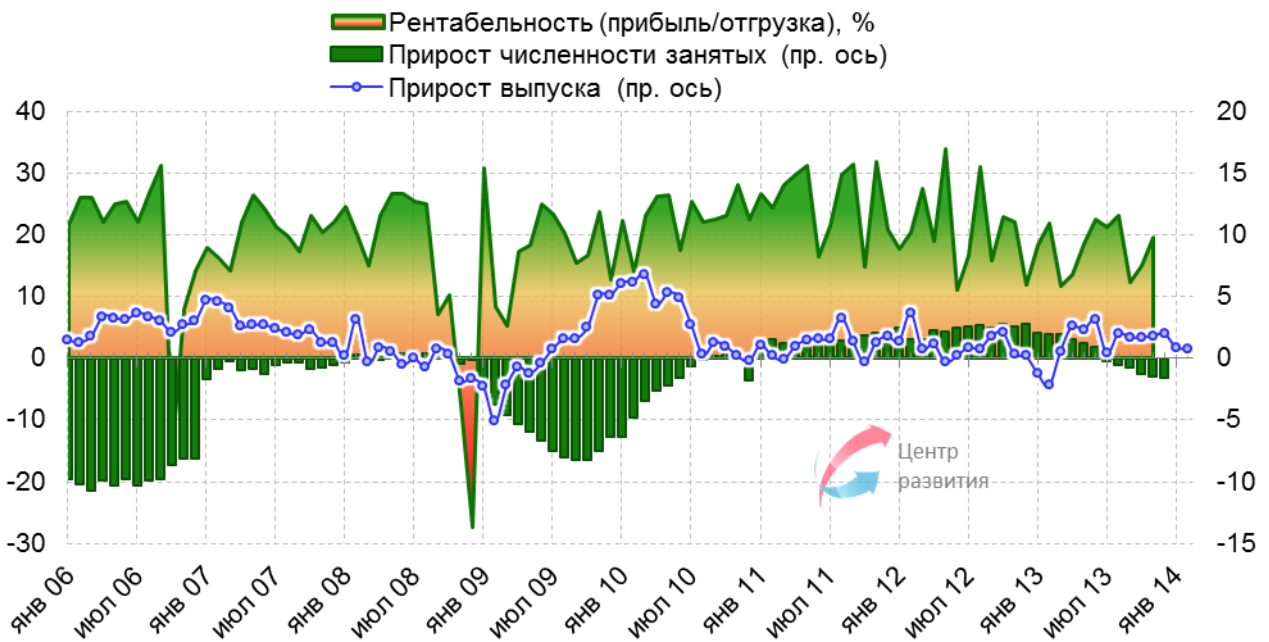


**Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)**



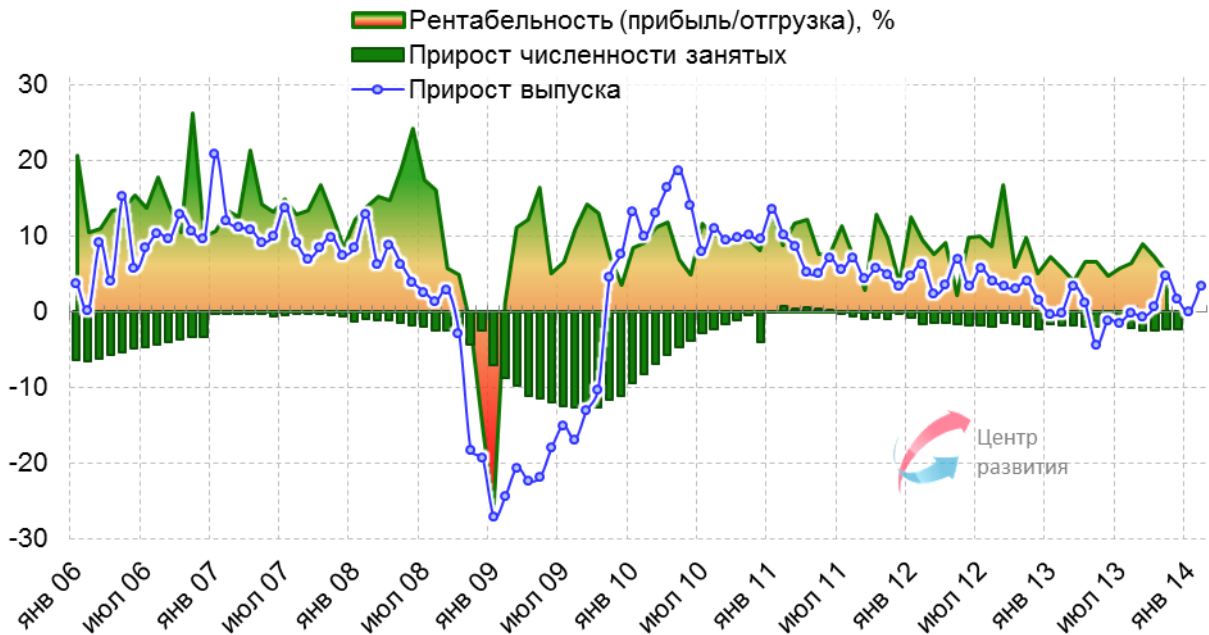
**Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**

**NEW**



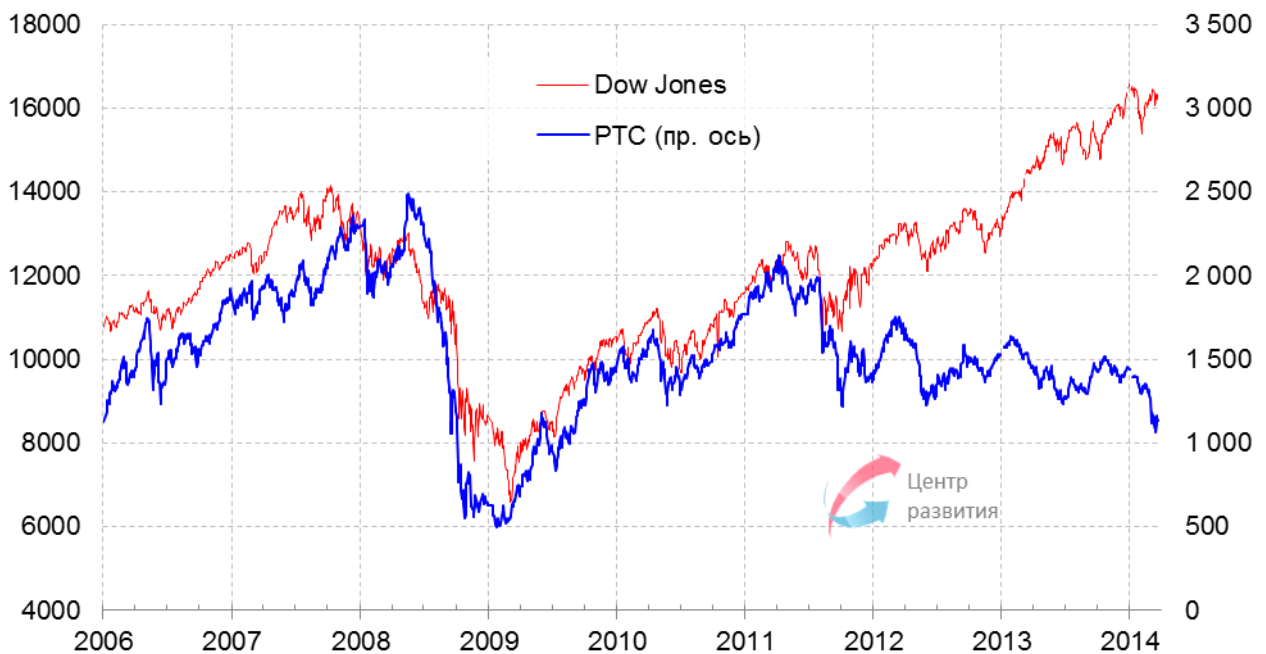
**Показатели состояния обрабатывающих отраслей**  
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

**NEW**



**Динамика фондовых индексов**

**NEW**





## КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

<sup>[1]</sup> Равновесная цена на нефть – расчётная цена на нефть, при которой достигается нулевое значение сальдо счёта текущих операций (сезонно сглаженного).

<sup>[2]</sup> Данные по сальдо счёта текущих операций за период с октября 2013 г, по февраль 2014 г, и данные по импорту и экспорту товаров за февраль 2014 г, являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

<sup>[3]</sup> В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания; все значения по правой оси (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

<sup>[4]</sup> НДС внутренний – НДС, уплаченный с товаров, реализованных внутри страны, за исключением вычетов с ввозимых товаров; акцизы внутренние – акцизы, уплаченные с товаров, произведённых на территории России; налог на импорт – сумма внешних акцизов, внешнего НДС и ввозных пошлин.

<sup>[5]</sup> Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

Источники: Росстат, Банк России, Казначейство, Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ, Chicago Mercantile Exchange, Cbonds, банковская отчётность.



## Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Александр Громов

Кристина Евтифьева

Вадим Канофьев

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Алексей Немчик

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

## Ждем Ваших вопросов и замечаний!

**ЦЕНТР РАЗВИТИЯ:** тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: [info@dcenter.ru](mailto:info@dcenter.ru), <http://www.dcenter.ru>.

**НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»:** тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto:hse@hse.ru), <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2014 году