



Комментарии о Государстве и Бизнесе

71

31 мая – 11 июня 2014 г.

Под редакцией С. В. Алексашенко

ЭКОНОМИКА VS ПОЛИТИКА

КОММЕНТАРИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Опережающий индекс: объем новых заказов вырос. Надолго ли?
ДЕНЬГИ И ИНФЛЯЦИЯ	Инфляция не спешит снижаться
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Инвестиционная функция или инвестиционная фикция? Динамика и перспективы модернизации экономики России
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Прибыль экономики в первом квартале – шаткое равновесие
БЮДЖЕТ	Вспомним о долге

ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

Экономика vs политика

Судя по динамике Сводного опережающего индикатора, российской экономике удалось приостановить падение, которым были отмечены первые месяцы года. В мае улучшился входящий в расчет PMI индекс количества новых заказов, 12% отыграл упавший было фондовый индекс.

В динамике инфляции также появились признаки стабилизации – эффект девальвации постепенно сходит на нет, в том числе благодаря частичной коррекции курса рубля в апреле-мае. Снижению темпа инфляции в среднесрочном плане способствует замедление роста зарплат в негосударственном секторе экономики и соответственно потребительского спроса. Этот процесс мог бы идти быстрее, если бы правительство само не разгоняло инфляцию, возводя торговые барьеры. Так, после запрета на ввоз свинины из Евросоюза цены на мясо и птицу в мае подскочили на 4,3%.

Российский бизнес предпринимает заметные усилия, чтобы компенсировать для себя последствия внешнеполитического кризиса, в который втянулась Россия. Позитивной новостью последних дней стало достаточно успешное размещение еврооблигаций Альфа-банка. Другие крупные российские банки уже было заявили о своей готовности вернуться на рынки заимствований, но эти планы может подорвать новое

ухудшения ситуации на востоке Украины и угроза перехода западных стран к третьей стадии санкций против России.

В отличие от обычного бизнеса, российские сырьевые гиганты и компании с госучастием в тяжелой ситуации не особенно рассчитывают на рыночные механизмы, а усиливают давление на государство с целью получения необходимых ресурсов. Во время недавнего обсуждения налоговой реформы в нефтяной отрасли, глава Роснефти предложил вариант, позволяющий снизить налоговую нагрузку на нефтянку на 300 млрд. руб. в год. Газпрому удалось получить от президента обещание об участии государства (по-видимому, за счет средств ФНБ) в реализации китайского контракта. При этом следует отметить, что именно сырьевики получают основной выигрыш от девальвации, в то время как для предприятий несырьевого сектора, имеющих высокую долю импорта в издержках, финансовый результат обесценения рубля оказался неочевидным.

Судя по весенней динамике, сохранение макроэкономической стабильности и естественное оживление в российской экономике остаются возможными, однако порою кажется, что политики намерены всерьез воспрепятствовать этому.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Циклические индикаторы

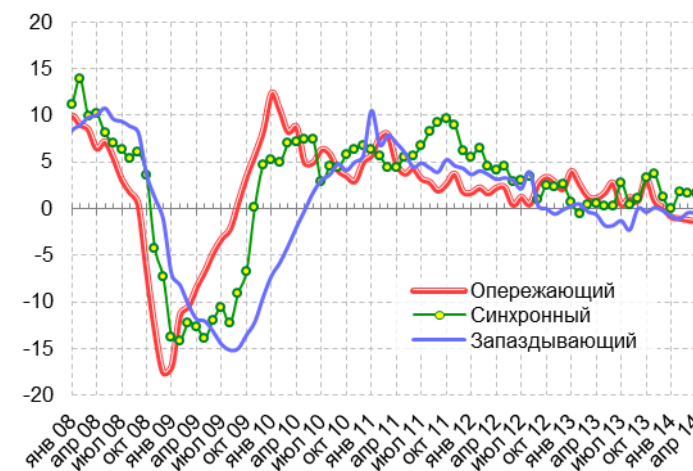
1. *Опережающий индекс: объем новых заказов вырос. Надолго ли?*

В мае 2014 г. Сводный опережающий индекс (СОИ) впервые за последние пять месяцев оказался выше нуля (+0,5%).¹ Означает ли это, что стагнация российской экономики подходит к концу и впереди уже маячит ускорение ее роста? На наш взгляд, для такого оптимизма поводов пока недостаточно: один месяц позитивной динамики – слишком мало для подобных далеко идущих выводов. С другой стороны, следует признать, что новых серьезных признаков ухудшения ситуации не появилось.

Напротив, обращает на себя внимание позитивная динамика новых заказов (диффузный индекс новых заказов, используемый при расчете PMI, составил в мае 50,5%). Если за этим лежит не случайная флуктуация, а изменение тренда, можно будет говорить об оживлении внутреннего спроса, без которого невозможен выход из стагнации. Впрочем, других серьезных поводов для оптимизма, похоже, нет. Фондовый индекс РТС вырос в мае на 12%, что, очевидным образом, связано с коррекцией цен вследствие снижения геополитических рисков. Но можно ли этот факт интерпретировать как указание на то, что участники рынка стремятся предвосхитить переход к фазе экономического роста? Пока эта гипотеза выглядит несколько сомнительной.

¹ В качестве компонент СОИ используются индексы New Orders и Quantity of Purchases для обрабатывающей промышленности (банк HSBC). Цены на московскую недвижимость: данные Аналитического центра «Индикаторы рынка недвижимости IRN.RU».

Рис. 1.1. Динамика сводных циклических индексов (прирост за год), в %



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Постепенное укрепление рубля снижает выигрыш в конкурентоспособности отечественной продукции, полученный в начале года, а высокий уровень процентных ставок указывает на сохранение значительных рисков.

Поэтому пока сценарий стагнации представляется все-таки более вероятным, чем сценарий возобновления сколько-нибудь заметного экономического роста.

Сергей Смирнов

Деньги и инфляция

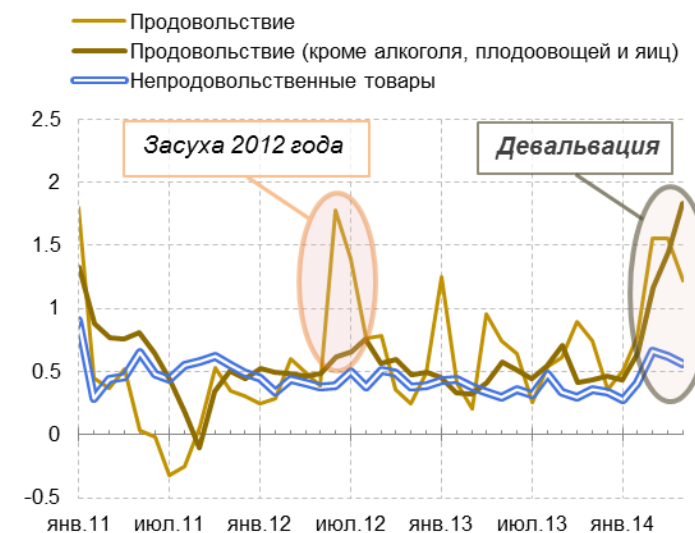
2. Инфляция не спешит снижаться

В мае 2014 года постдевальвационное ускорение роста цен на многие товары начало сходиться на нет: по ряду товарных позиций динамика цен стала нормальной или даже опустилась ниже нормы. Но снижения инфляции за месяц не произошло – из-за сезонного фактора и резкого подорожания мясной продукции. В июне рост цен должен замедлиться.

Инфляция в мае составила 0,9%, что, с одной стороны, ниже пиковых 1,0%, наблюдавшихся в марте, но с другой – существенно превышает прошлогодние уровни и не хочет снижаться. Темп скользящей годовой инфляции поднялся с 6,1% в январе до 7,3% в апреле и 7,6% в мае (табл. 2.1). Впрочем, всё не так плохо, как кажется. Во-первых, майские цены разгонял сезонный фактор (примерно 0,1 п.п. – против -0,1 п.п. в апреле), а также – сильный рост цен на мясо и птицу.

Во-вторых, в мае, наконец, замедлился рост цен на продукты питания. Сезонно сглаженная продовольственная инфляция после наблюдавшихся в марте и апреле 1,6% в месяц опустилась в мае до 1,2%, хотя и это вдвое выше темпа 0,6–0,7%, наблюдавшегося до девальвации (рис. 2.1). Рост цен замедлился по большинству товаров, на которых сказалась девальвация: молоко и молочная продукция (1,6% в

Рис. 2.1. Динамика цен на продовольственные и непродовольственные товары (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %



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

мае против 2,1% в апреле), сливочное масло (1,8% против 2,1%), сахар (2,2% против 3,9%) – см. таблицу 2.2. А плодоовощная продукция даже продемонстрировала снижение цен на 1,4% – после роста на 3,3% в марте и 1,3% в апреле².

Таблица 2.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

	2013								2014				
	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май
<i>В приростах за месяц</i>													
Инфляция	0,7	0,4	0,8	0,1	0,2	0,6	0,6	0,5	0,6	0,70	1,02	0,90	0,92
Базовая инфляция (ЦР)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,52	0,79	0,86	0,88
Базовая инфляция (ЦР), с.у., в т.ч.	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,53	0,76	0,93	1,03
продовольственные товары, с.у,	0,6	0,5	0,4	0,5	0,7	0,4	0,4	0,5	0,4	0,64	1,17	1,45	1,83
непродовольственные товары, с.у,	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,37	0,51	0,54	0,48
платные услуги, с.у,	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,7	0,7	0,6	0,75	0,55	0,86	0,66
Непродовольственная базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,47	0,52	0,62	0,52
<i>В приростах за год</i>													
Инфляция	7,4	6,9	6,5	6,5	6,1	6,3	6,5	6,5	6,1	6,2	6,9	7,3	7,6
Базовая инфляция (ЦР)	5,2	5,1	4,9	4,8	4,8	4,7	4,7	4,8	4,7	4,9	5,3	5,9	6,5

Примечание. С.у. – сезонность устранена.

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

² Ввиду отсутствия подробных данных по инфляции в мае мы, к сожалению, не можем определить, за счёт чего произошло снижение цен и каковы шансы сохранения такой динамики. Возможно, причиной стала реакция на постдевальвационное укрепление курса рубля к другим валютам.

Таблица 2.2. Оценка инфляционного эффекта девальвации рубля

	Прирост цен за месяц (сезонность устранена), %					Накопленное превышение бенчмарка, п.п.
	Бенчмарк (среднее за ноя-январь)	фев. 14	мар. 14	апр. 14	май. 14	
Продовольственные товары, в т.ч.	0,5	0,8	1,6	1,6	1,2	3,0
Плодоовощная продукция	1,3	2,7	3,3	1,3	-1,4	3,5
Мясо и птица	-0,1	0,5	0,9	1,9	4,3	8,0
Рыба и морепродукты	0,8	1,1	1,5	1,3	1,0	1,4
Молоко и молочная продукция	1,2	1,6	2,7	2,1	1,6	3,4
Масло сливочное	1,8	2,3	2,2	2,1	1,8	1,4
Сахар-песок	-1,1	-0,3	3,9	3,9	2,2	14,1
Алкогольные напитки	0,5	1,3	1,9	1,3	1,5	4,1
Непродовольственные товары, в т.ч.	0,3	0,4	0,66	0,62	0,56	1,0
Электротовары и другие бытовые приборы *	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	1,3
Бензин	0,3	0,6	1,5	0,9	-0,1	2,1
Медикаменты	0,3	0,5	1,0	1,0	1,1	2,3
Моющие и чистящие средства	0,5	0,3	0,2	0,4	1,1	0,6
Строительные материалы	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3	1,1
Услуги						
Зарубежного туризма	0,8	3,0	3,2	1,9	0,7	5,8
ИТОГО, прибавка к инфляции **						1,53

Примечание. Синим цветом выделены периоды, когда рост цен был ниже бенчмарка.

* Данные по отдельным видам товаров и услуг приводятся независимо от агрегатов («продовольственные товары», «непродовольственные товары»), и лишь для позиций, по которым видна выраженная реакция на девальвацию;

** Влияние девальвации на цены на электротовары заметно уже начиная с декабря 2013 г., поэтому эффект посчитан не за три, а за пять месяцев (бенчмарк – октябрь-ноябрь 2013 г.);

*** Прибавка к инфляции рассчитана по строкам «продовольственные товары», «непродовольственные товары» и «услуги зарубежного туризма». Сумма эффектов по приводимым независимо позициям товаров несколько меньше эффектов по агрегатам.

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

Правда, ситуацию омрачило другое событие – в мае резко подскочили цены на мясо и птицу. Если на протяжении 2013 г. цены снижались (преимущественно из-за наращивания дешёвого импорта), а в текущем году к концу апреля рост цен на мясо и птицу разогнал до 1,9%, то в мае подорожание составило 4,3% (!). С учётом веса мяса и птицы в корзине для расчёта индекса потребительских цен (5%) получается, что этот фактор прибавил к инфляции за май 0,2 п.п. (против 0,1 п.п. в апреле). Скорее всего, к такому резкому росту цен привела не только девальвация (около половины мясной продукции мы импортируем), но и политика российского правительства: с марта запрещён ввоз в Россию свинины из всего Евросоюза.

Сезонно сглаженная инфляция в сегменте непродовольственных товаров в мае составила 0,56%, продолжив медленное снижение – после пиковых 0,66% в марте. Правда, и здесь есть товары, которые демонстрируют запоздалую реакцию на прошедшую в начале года девальвацию. Так, рост цен на моющие и чистящие средства ускорился только в мае (с 0,2–0,5% до 1,1%), а медикаменты уже три месяца дорожают примерно на 1% в месяц (в мае – на 1,1%).

В целом, согласно нашим оценкам, к настоящему времени девальвация (а также некоторые другие факторы) увеличила годовой индекс цен на продовольствие на 3,0 п.п., индекс цен на непродовольственные товары – на 1,0 п.п., а всю инфляцию в целом – примерно на 1,5 п.п. Впрочем, как мы уже писали ранее, в ближайшие месяцы может произойти не только возврат к естественным темпам инфляции, но и обратное движение маятника. Рубль отыграл половину ослабления начала года (рис. 2.2), и, вроде бы, стабилизировался на текущем уровне. В сочетании с появлением нового урожая и слабостью спроса, инфляционная динамика должна сильно замедлиться уже в июне.

Николай Кондрашов

Рис. 2.2. Динамика курса рубля к доллару



Источник: Банк России.

Реальный сектор

3. Инвестиционная функция или инвестиционная фикция? Динамика и перспективы модернизации экономики России

Негативная динамика инвестиций в первой половине 2014 года отражает не только чисто экономические, но и поведенческие факторы, связанные с усилением неопределенности в области перспектив экономического развития России, которая (неопределенность) стала нарастать еще задолго до украинских событий.

Одним из разочарований первой половины года в российской экономике стала динамика инвестиций в основной капитал: если темпы роста ВВП и промышленного производства по отношению к тому же периоду прошлого года остались в положительной области – 0,9 и 1,4% за январь-апрель соответственно, то капвложения упали по экономике в целом по полному кругу предприятий на 4,3%. В отраслевой динамике (по имеющимся данным за первый квартал в разрезе крупных и средних компаний) явно виден тренд к усилению т.н. голландской болезни, когда ускоренными темпами растут инвестиции в добывающей промышленности, а обработка снижает темпы модернизации. Так, в первом квартале 2014 года инвестиции в добычу топлива выросли на 5,4%, а в обрабатывающие производства в целом – лишь на 2,6%, и это при том, что в составе обработки на 35% выросли капвложения в нефтепереработке (см. табл. 3.1).

Целый ряд секторов обрабатывающей промышленности снизил объемы инвестиций относительно того же периода прошлого года: наибольшими темпами они упали в целлюлозно-бумажной промышленности и в производстве резины и пластмасс – почти на 50 и 40% соответственно. В секторе услуг ситуация в начале текущего года также складывалась неблагоприятно: на 10% инвестиции упали у железнодорожников и в сфере образования, более чем на четверть – в финансах,

более чем на 30% – в здравоохранении и в гостинично-ресторанном бизнесе (см. табл. 3.1).

Таблица 3.1. Инвестиции, индекс производства и оптовых цен, рентабельность в 2014 г. и изменение по сравнению с 2013 г.

	Инвестиции		Индекс пр-ва		Рентабельность		Индекс опт. цен	
	1 кв. 2014, рост г/г	Разница с 1 кв. 2013, пп	янв-апр 2014, рост г/г	Разница с янв-апр 2013, пп	янв-фев 2014	Разница с янв-фев 2013	1 кв. 2014, рост г/г	Разница с 1 кв. 2013, пп
Пром. пр-во	102,0	7,3	101,4	0,9	7,4	-3,7	104,3	-0,1
Добыча пол. иск-ых	102,8	14,2	100,9	0,7	24,0	4,0	106,6	3,1
Добыча т/э	105,4	20,4	100,8	0,5	24,6	5,1	107,5	3,8
Добыча кроме т/э	81,8	-49,6	101,9	1,9	18,1	-7,5	99,6	2,9
Обраб. пр-ва	102,6	-5,4	102,8	1,6	-2,1	-8,6	102,6	-1,2
Пищевые пр.	103,9	-6,3	101,2	-0,5	0,7	-2,6	103,4	-5,1
Текстильное пр-во	200,0	137,3	107,6	5,0	-1,4	-5,2	102,1	-0,8
Про-во кожи	45,3	-75,9	104,2	2,1	0,0	-2,9	103,6	-7,1
Обраб. древесины	72,8	-97,3	100,4	2,2	-3,9	-3,3	103,9	0,9
Ц/б производство	51,9	-102,5	109,6	17,2	-2,5	-4,9	106,4	5,5
Про-во кокса	135,1	9,6	106,9	6,8	-1,4	-14,0	106,1	-0,7
Химическое пр-во	84,7	-43,2	105,4	2,7	-1,8	-15,8	102,3	-1,2
Пр-во резины	59,0	-61,4	101,2	-8,1	-0,3	-5,3	101,4	-0,3
Пр-во пр. неметал.	77,8	11,1	100,5	-3,0	-8,3	-9,9	101,2	-4,1
Металлург. пр-во	89,5	12,3	101,0	0,2	-2,0	-9,1	97,4	1,2
Пр-во машин	104,5	-6,7	87,2	-6,6	-2,2	-3,1	103,0	-2,4
Пр-во эл/оборуд.	91,6	-30,0	92,7	-2,9	1,0	-1,5	101,4	-2,4
Пр-во транспорта	128,8	-3,1	113,4	15,9	-9,2	-11,3	103,3	1,9
Электроэнергия	99,7	13,6	96,7	-4,2	13,6	-0,8	109,3	0,3

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

Среди факторов, традиционно влияющих на рост инвестиций (рост выпуска и, соответственно, загрузки мощностей, уровень рентабельности и инфляции, а также их динамика), в первом квартале 2014 года наибольшее влияние на

динамику инвестиций в отраслевом разрезе оказывала, по нашим оценкам, динамика текущего выпуска³, но и это влияние было крайне слабым: корреляция в секторах промышленности лишь на уровне 0,2. Этим текущая ситуация в экономике России коренным образом отличается от периода 2000-х годов, когда на 1 п.п. роста ВВП приходилось около 1,9 п.п. роста инвестиций (см. табл. 3.2).

Таблица 3.2. Соотношение прироста инвестиций и ВВП по данным текущего прогноза Всемирного Банка и Минэкономразвития России

Регион	2000–2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Норма прироста инвестиций на 1 п.п. прироста ВВП								
Мир	1,1	1,3	1,8	1,6	1,3	1,3	1,4	1,5
Страны с высоким доходом	0,2	0,7	2,1	1,7	1,1	1,4	1,6	1,8
Еврозона	0,1	-0,2	1,0	6,3	8,3	1,6	1,8	1,7
Страны ОЭСР	-0,1	0,7	2,2	1,6	0,9	1,5	1,7	1,7
Страны не из ОЭСР	1,4	1,4	1,5	1,2	1,4	0,5	1,0	1,5
Развивающиеся страны	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	1,1	1,1
Восточная Азия	1,3	1,2	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0
Европа и Центр. Азия	1,3	1,9	1,7	-0,4	0,9	-0,1	2,0	2,0
Латинская Америка	1,3	2,0	2,0	0,8	1,1	0,6	1,4	1,4
Ближ. Восток и С. Африка	1,5	0,9	2,3	-1,5	-15,0	0,4	0,6	0,9
Южная Азия	1,5	1,5	1,5	0,9	-0,1	0,5	1,0	1,1
Африка к югу от Сахары	1,7	1,3	1,9	1,9	1,1	0,9	1,0	0,9
Россия	1,9	1,4	2,5	2,0	-0,2	-4,8	1,2	0,6

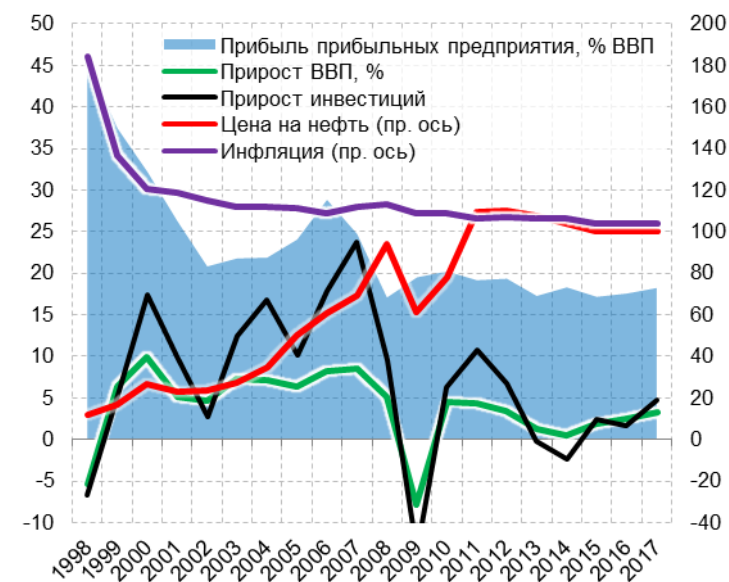
Примечание. Прирост инвестиций и ВВП регионов мира 2014–2016 – прогноз Всемирного Банка, прирост инвестиций и ВВП России 2014–2016 – прогноз МЭР (1 сценарий)

Источник: Всемирный Банк, прогноз МЭР (1 сценарий), расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ

Мы не случайно так много внимания уделяем динамике инвестиций, так как, хотя их влияние на текущие темпы роста экономики относительно невелико

³ Чем быстрее растёт выпуск, тем больше нужно новых производственных мощностей, а значит, инвестиций.

Рис. 3.1. Факт и прогноз инвестиций и их факторов в 1-м сценарии Минэкономразвития



Источник: прогноз МЭР (1 сценарий), CEIC Data.

(доля инвестиций в российском ВВП около 20%), их влияние на модернизацию и, соответственно, на перспективные темпы роста ВВП трудно переоценить.

При этом ещё недавно рост нашей экономики был более инвестоемким, чем у развивающихся стран в среднем, где норма инвестирования в 2000-е годы составляла около 1,5 п.п. инвестиций на 1 п.п. роста ВВП, не говоря уже о развитых странах, где соотношение было на уровне 0,1–0,2 (см. табл. 3.2). Механизм российских инвестиций «сломался» в 2012–2013 гг., когда фактический прирост инвестиций стал ниже их расчетной динамики, определяемой макроэкономическими факторами.

В течение ближайших трёх лет соотношение прироста инвестиций и приростов ВВП по оценкам Минэкономразвития так и не вернётся к предкризисному уровню – если судить по цифрам в первом, умеренно-оптимистическом, сценарии развития российской экономики. После ухода в резко отрицательную область в текущем году (из-за прогнозируемого падения инвестиций на 2,4%) этот показатель в последующие два года выйдет лишь на уровень, говорящий о паритете роста инвестиций и ВВП (см. табл. 3.2). Это значит, что о наращивании капитала и ускоренной модернизации экономики можно забыть.

При этом, как следует из нового прогноза Всемирного Банка динамики мировой экономики (Global Economic Prospects-2014), в ближайшие годы наиболее инвестоемким будет рост прежде отстававших развитых стран, которые увеличат соотношение прироста инвестиций и ВВП к 2016 году до 1,8, активно модернизируя свою экономику, а у развивающихся стран он будет на уровне российского (см. табл. 3.2) – при том, правда, немаловажном факте, что темпы прироста ВВП и инвестиций у развивающихся стран в среднем будут более чем в два с половиной раза выше, чем у России в базовом сценарии Минэкономразвития.

Чтобы оценить адекватность правительственных прогнозов инвестиционной динамики, изображенных в части первого сценария на рис. 3.1, мы рассмотрели эконометрическую модель, позволяющую предсказывать темп прироста

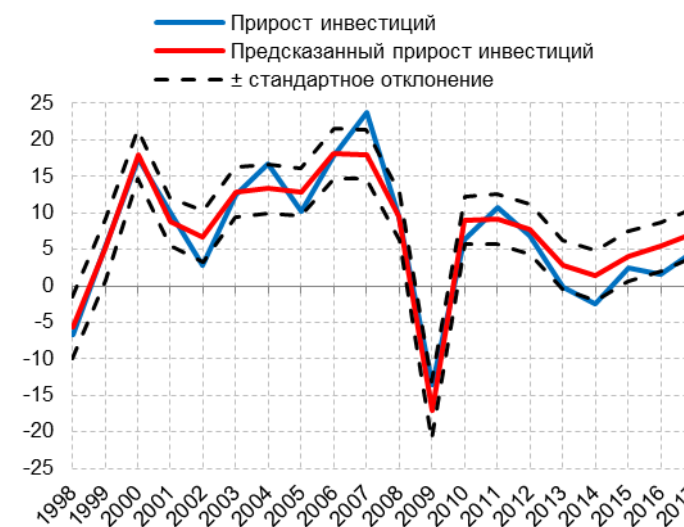
инвестиций в процентах (inv_gr), используя данные темпа прироста ВВП в процентах (gdp_gr), отношение прибыли по всем видам деятельности к ВВП в процентах за данный год ($prib_gdp$), значение инфляции в процентах за предыдущий период ($infl(-1)$) и среднюю стоимость барреля нефти в долларах (oil). В итоге была получена спецификация⁴, которая на базовом интервале (1997–2013) давала высокий $R^2 = 92\%$. Основной вклад в рост инвестиций идет от роста загрузки мощностей, то есть роста ВВП (чем больше рост загрузки мощностей, тем выше инвестиции), цена нефти оказалась практически незначимой. Далее коэффициенты регрессии были использованы для предсказания темпа роста инвестиций за период с 2014–2017 гг.

Достаточно неожиданным выглядит тот факт, что предсказанное нашим уравнением значение темпа роста инвестиций по первому прогнозному сценарию Минэкономразвития в среднем на 3 п.п. превосходит данные министерства (см. рис. 3.2), что, правда, является приемлемым с учетом среднего уровня стандартной ошибки наших расчетов на данном интервале (3,3%). При оценке второго варианта полученные результаты были ещё ближе (среднее расхождение в 1,3 п.п. при стандартной ошибке около 3,3%). Таким образом, если мы предположим, что данные Минэкономразвития по значению ВВП, потребительских цен, прибыли и цен нефти адекватны, то предположения Минэкономразвития по темпу роста инвестиций несколько консервативны – итоговые значения могут оказаться выше примерно на 1,3–3 процентных пункта.

Однако вряд ли в этих расхождениях следует видеть попытку чиновников застраховаться от обвинений в излишнем оптимизме или в «невыполнении плана». Скорее, Минэкономразвития закладывает в прогноз инвестиций резкое и неожиданное изменение в негативную сторону условий финансирования бизнеса, развития традиционных российских рынков в Европе и, соответственно, дальнейшее ослабление интереса бизнеса к инвестициям в силу роста неопределенности. Эти факторы трудно учесть в модельных расчетах,

⁴ $inv_gr = 2.01 * gdp_gr + 0.28 * prib_gdp - 0.15 * infl(-1) + 0.03 * oil - 8.20$

Рис. 3.2. Прирост инвестиций: факт и прогноз



Примечание. Синяя сплошная линия – факт и прогноз Минэкономразвития с 2013г., красная сплошная линия – расчет прироста инвестиций по модели авторов, описанной в тексте.

Источник: прогноз МЭР (1-й сценарий), CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

основанных на экстраполяции чисто макроэкономических показателей. Но эти расчеты показывают нарастающее влияние других факторов, связанных с желанием бизнеса рисковать и с существующими правилами игры.

При этом, на наш взгляд, очень важно отметить тот факт, что снижение у бизнеса желаний инвестировать внутри страны нельзя полностью списывать на события первого полугодия 2014 года. Построенные нами графики показывают, что слом старой модели инвестирования, когда традиционные, чисто макроэкономические факторы перестали объяснять фактическую динамику инвестиций, произошел, как мы указывали выше, ещё в 2012 году, то есть задолго до событий этого года. Бизнес уже тогда своим инвестиционным поведением стал говорить о необходимости перехода в России к новой модели экономического роста, связанной, в частности, со значительным снижением рисков для вложения денег в Россию, уменьшением бюрократических барьеров и улучшением правоприменения в сфере экономики.

Валерий Миронов, Вадим Канофьев

Реальный сектор

4. Прибыль экономики в первом квартале – шаткое равновесие

После провального начала года (в январе-феврале 2014 года сальдированная прибыль экономики упала более чем на 30%, а обрабатывающая промышленность и вовсе стала убыточной) в марте был зафиксирован 19%-ный рост прибыли (всё к уровню прошлого года), а переработка не только вышла из «минуса», но и показала один из лучших финансовых результатов за весь прошедший год. Позволило ли это кардинальным образом улучшить финансовый результат экономики в первом квартале, или итоговый баланс всё же сложился в пользу убытков?

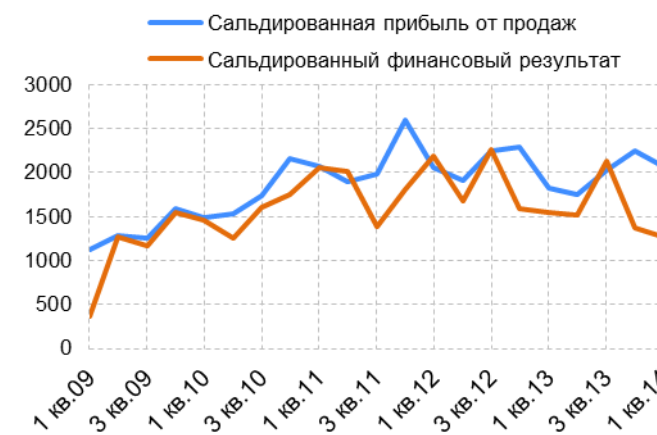
По данным Росстата, в первом квартале 2014 года (в отличие от прошлогодней ситуации) выручка от продаж росла опережающим темпом относительно издержек производства и реализации, что обеспечило 13%-ный рост прибыли от продаж к тому же периоду 2013 года – итог, несомненно, положительный.

Вместе с тем сальдированный финансовый результат экономики (сальдированная прибыль до налогообложения) снизился на 17,7% к прошлогоднему уровню. Без малого 40% заработанной прибыли от продаж (794 млрд. руб. из 2068 млрд. руб.) «съели» внереализационные операции (в первом квартале прошлого года внереализационных убытков было почти в 3 раза меньше – 283 млрд. руб., или 15,5% прибыли от продаж). Ухудшение финансовых результатов обусловлено, по видимому, и отрицательными курсовыми разницеми из-за превышения потерь импортёров при приобретении импортных материалов и переоценки стоимости их запасов над выгодами экспортёров в результате девальвации рубля, и ростом сумм выплачиваемых предприятиями процентов по кредитам (473 млрд. руб. в первом квартале текущего года против 435 млрд. руб. в среднем за квартал прошлого года).

Но, несмотря на внушительные внереализационные убытки, налогооблагаемая прибыль экономики (представляющая собой прибыль прибыльных организаций до налогообложения и формирующая базу для расчёта налога на прибыль) выросла в первом квартале на 2,9% относительно прошлогоднего результата. Это обеспечило дополнительные поступления в бюджет от налога на прибыль в размере 31 млрд. руб., что особенно важно для формирования региональных бюджетов, которые в 2013 году недополучили в сравнении с 2012 годом 260 млрд. руб. из-за сокращения поступлений от налога на прибыль. Так что здесь итог первого квартала в целом положительный, хотя и явно недостаточный. Тем более что с учётом инфляции по ценам производителей налогооблагаемая прибыль экономики снизилась на 1,3%.

Убытки убыточных организаций достигли рекордных 900 млрд. руб. (столько не было и в самый разгар кризиса – в первом квартале 2009 года), увеличившись по

Рис. 4.1. Сальдированная прибыль от продаж продукции и сальдированный финансовый результат экономики, млрд. руб.



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

сравнению с первым кварталом 2013 года на 60%. Казалось бы, вот главный отрицательный итог квартала, но ещё в январе-феврале убытки превышали прошлогодний уровень в 2,3 раза. Таким образом, в марте действительно произошло заметное снижение убыточности экономики – на 30% относительно марта прошлого года. При этом убытки промышленности в марте сократились в 2,7 раза, в том числе в обрабатывающем секторе – в 11,9 раза.

Учитывая ведущую роль промышленности в формировании итогового финансового результата экономики (её доля устойчиво превышает 50%, а в первом квартале текущего года достигла 60%), рассмотрим ситуацию в отрасли поподробнее.

Интересно, что в первом квартале 2014 года добывающий и обрабатывающий сектора промышленности заработали почти одинаковую прибыль от продаж – 512 и 508 млрд. руб. соответственно. Близкой была и динамика этого показателя в сравнении с прошлогодним уровнем: +9 и +7% соответственно. Но при этом в добыче сальдированная прибыль до налогообложения выросла на 39%, а в переработке, напротив, упала в 3 раза. Всё дело во внереализационных операциях, которые способствовали росту финансового результата в добыче, в частности, за счёт положительных курсовых разниц, а в переработке отняли почти всё – здесь помимо отрицательных курсовых разниц ситуацию усугубили огромные проценты, выплаченные по кредитам, объём которых почти в четыре раза превысил аналогичный показатель для добычи (139 млрд. руб. против 36 млрд. руб.).

Понятно, что основной вклад указанных негативных факторов в формирование финансового результата обрабатывающей промышленности пришёлся на первые два месяца года, по итогам которых отрасль показала убыток в 75 млрд. руб. (хуже было только в январе-феврале 2009 года). В марте ситуация в отрасли изменилась кардинальным образом, прежде всего, за счёт уверенного роста отгрузки (на 8% с поправкой на индекс цен производителей), и благодаря укреплению курса рубля. В результате обрабатывающая промышленность завершила март с одним из

Рис. 4.2. Сальдированный финансовый результат прибыльных и убыточных организаций, млрд. руб.



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

лучших финансовых результатов за прошедший год (156 млрд. руб.), причём почти все отрасли переработки (за исключением производства строительных материалов) показали положительный финансовый результат.

Таблица 4.1. Рентабельность продукции в первом квартале 2013–2014 гг., рассчитанная по трём методикам, в %

	Росстат		Западная статистика		Центр развития	
	I квартал 2013 г.	I квартал 2014 г.	I квартал 2013 г.	I квартал 2014 г.	I квартал 2013 г.	I квартал 2014 г.
Экономика – всего	8,4	8,7	7,7	8,0	6,5	4,9
в том числе в базовых отраслях:						
Сельское хозяйство	9,7	12,4	8,8	11,0	5,2	7,6
Добыча полезных ископаемых	29,6	27,3	22,8	21,5	19,3	23,1
Обрабатывающие производства	9,0	8,6	8,3	7,9	5,6	1,3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	7,4	7,8	6,9	7,2	6,0	6,0
Строительство	1,0	0,4	1,0	0,4	0,3	0,4
Оптовая и розничная торговля	9,0	9,3	7,4	8,5	7,3	5,7
Гостиницы и рестораны	2,6	4,3	2,5	4,1	6,3	-1,6
Транспорт и связь	10,9	10,0	9,8	9,1	8,6	5,0

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

А теперь попробуем ответить на вопрос: куда же склонилась чаша весов в первом квартале 2014 года – в сторону роста или снижения эффективности производственно-хозяйственной и финансовой деятельности организаций экономики по сравнению с тем же периодом прошлого года? Для этого обратимся к показателю рентабельности продукции, рассчитанной тремя различными способами: как отношение сальдированной прибыли от продаж к себестоимости проданной продукции (так считает Росстат), как отношение сальдированной прибыли от продаж к выручке от продаж (так принято в западной статистике) и как

отношение сальдированного финансового результата к выручке от продаж (так считает Центр развития).

Рентабельность продукции по экономике в целом в первом квартале 2014 года по сравнению с тем же периодом прошлого года, согласно методологии Росстата, выросла до 8,7 с 8,4%; согласно западной методологии – также выросла до 8 с 7,7%; согласно методологии Центра развития – снизилась до 4,9 с 6,5%. Последний результат, по нашему мнению, является более объективным и точнее отражает тенденции формирования прибыли. Показатели рентабельности продукции в базовых отраслях экономики приведены в таблице 4.1.

Елена Балашова

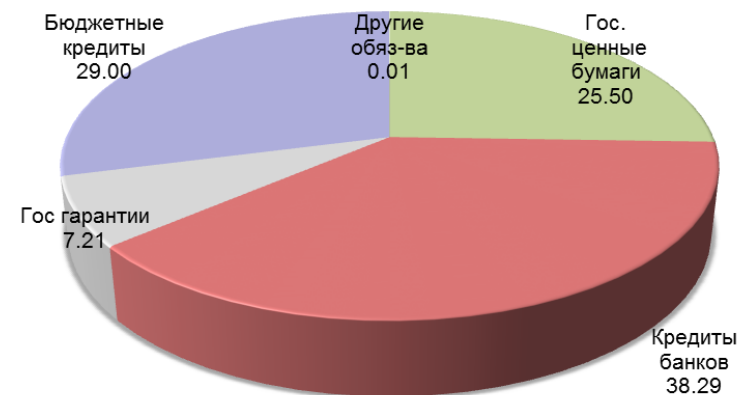
Бюджет

5. Вспомним о долге

В июне 2014 года были опубликованы данные Минфина России об объеме государственного долга субъектов Российской Федерации и долга муниципальных образований за первые четыре месяца 2014 года. На этот раз Минфин предоставил данные не только об объеме, но и о структуре долга. Это позволяет уточнить оценки, сделанные нами в предыдущих выпусках мониторинга.

По состоянию на 1 мая региональный долг (без учета долга муниципальных образований) составлял 1686 млрд. руб., из которых около 40% приходится на кредиты банков, 29% составляют бюджетные кредиты и 25,5% – ценные бумаги. Структура долга отличается от структуры финансирования бюджетного дефицита региональных бюджетов в 2012 и 2013 гг. прежде всего высокой долей бюджетных кредитов. Похоже, что бюджетные кредиты не расцениваются регионами, а заодно и федеральным центром как долг, подлежащий безусловному погашению, а систематически реструктурируются.

Рис. 5.1. Структура государственного долга субъектов Российской Федерации, в %



Источник: Минфин России.

С точки зрения соотношения объема задолженности перед коммерческими банками с налоговыми и неналоговыми доходами за 2013 г. «лидируют» Астраханская область (73%), Республика Марий-Эл (69%), Кировская область (62%). По относительному объему бюджетных кредитов также есть свои лидеры: здесь впереди Чукотский автономный округ (119%), далее идут Мордовия (89%) и Северная Осетия (64,7%).

Задолженность по государственным облигациям присутствует на балансе 35 регионов. В абсолютных величинах здесь лидирует Москва (149 млрд. руб., или 35% от общего объёма задолженности по региональным облигациям). Однако с точки зрения относительного объёма задолженности в «лидерах» оказываются Костромская область (48%) и Хакасия (36%), а для Москвы этот показатель равен всего 10%.

Новые данные позволяют с большей степенью надёжности оценить выполнение предписаний Бюджетного Кодекса, ограничивающих соотношение регионального долга и налоговых и неналоговых доходов регионов. Формально, на основе использования отчётных данных за 2013 год можно констатировать, что для шести регионов, в том числе для Чукотского автономного округа и Мордовии, это соотношение превысило 100%, и эти регионы не могут принимать на себя новых долговых обязательств. Однако, в соответствии со специальной нормой Бюджетного Кодекса, до 2017 года при расчёте предельной величины долга регионы могут не учитывать бюджетные кредиты, и... с учётом этой поправки регионов-нарушителей вообще не оказалось⁵.

На рис 5.2 представлены регионы с самым высоким соотношением скорректированного долга и налоговых и неналоговых доходов. Здесь «лидерами» являются Белгородская область (94%), Мордовия (83%) и Волгоградская область (80%).

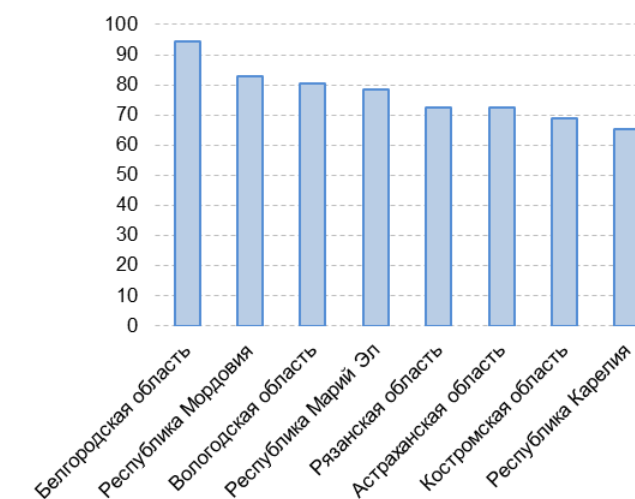
⁵ В расчётах использовались данные о задолженности по бюджетным кредитам на 1 мая 2014 г.

Таблица 5.1. Структура финансирования бюджетного дефицита региональных бюджетов, в %

	2012 г.	2013 г.
Государственные бумаги	14,6	12,6
Кредиты банков	52,3	41,7
Межбюджетные кредиты	2,1	7,2
Приватизация	14,9	21,1
Изменение остатков на счетах	11,5	18,4
Прочие источники финансирования	4,6	-1

Источник: Федеральное казначейство.

Рис. 5.2. Соотношение долга, уменьшенного на величину бюджетных кредитов, и налоговых и неналоговых доходов, в %



Источник: Минфин России.

Бюджетный Кодекс предусматривает пониженное до 50% соотношение госдолга и собственных доходов для высокодотационных регионов (регионов, в которых трансферты составляют более 60% доходов). В 2013 году 12 регионов России относились к числу высокодотационных, однако при вычитании из госдолга задолженности по бюджетным кредитам и для них можно констатировать выполнение требований Бюджетного кодекса (см. табл. 5.2).

Хотя бюджетные нормы, ограничивающие соотношение долга и налоговых и неналоговых доходов регионов, формально выполняются, очевидно, что тяжесть долговой проблемы постепенно нарастает и проблемы концентрируются в группе слабых в финансовом отношении регионов с относительно низким объёмом доходов на душу населения, не имеющих возможности и практического опыта выхода на облигационные рынки и вынужденных прибегать к дорогим банковским кредитам. Эти же регионы оказываются в возрастающей зависимости от федерального центра из-за растущей потребности в бюджетных кредитах.

В соответствии с нашим инерционным прогнозом, в 2014 году дефицит консолидированных региональных бюджетов может составить 1,2% ВВП (850 млрд. руб.). По нашим оценкам, примерно 30% этой суммы может быть профинансировано за счёт банковских кредитов (при условии наличия суверенных государственных гарантий), 18% – за счёт размещения ценных бумаг, 12% – за счёт бюджетных кредитов (с учётом поправок в федеральный бюджет), а оставшиеся 40% будут поделены в неизвестной пропорции между доходами от приватизации, уменьшением остатков на счетах (для регионов, у которых такие остатки сохранились) и секвестром. Понятно, что уровень напряжённости финансирования бюджетного дефицита существенно дифференцирован, и каким-то регионам придётся идти на серьёзное хирургическое вмешательство в объём расходов.

Андрей Чернявский

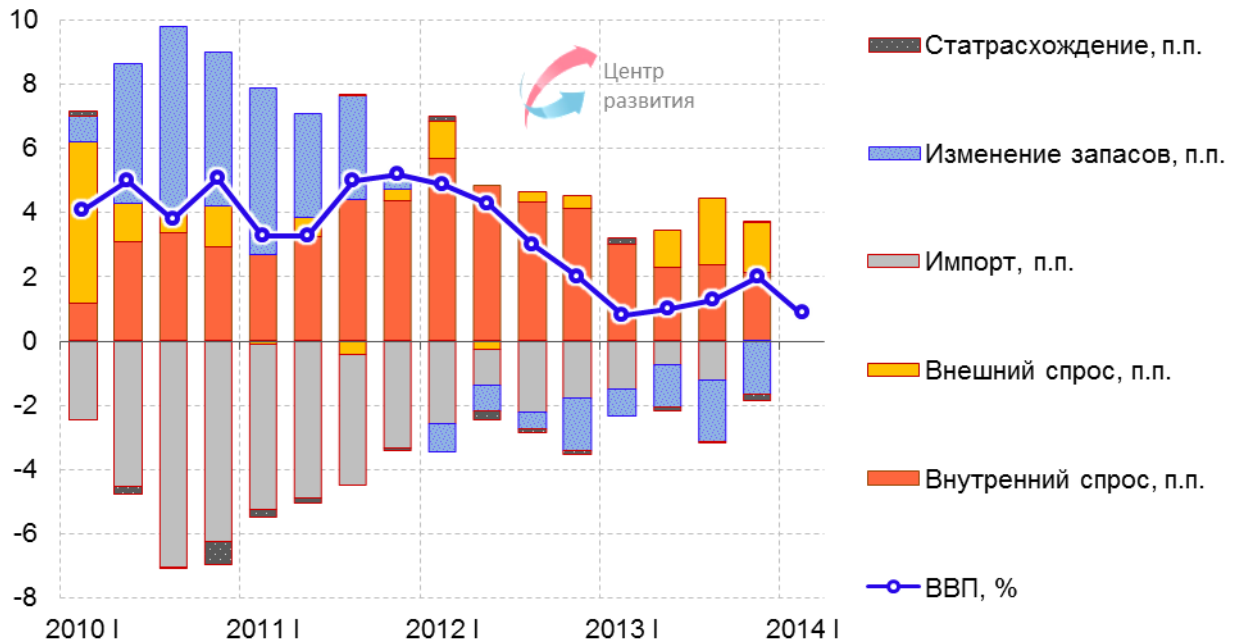
Таблица 5.2. Соотношение долга и доходов в высокодотационных регионах в 2013 году, в %

	Доля трансфертов в доходах	Соотношение долга и собственных доходов
Республика Ингушетия	88,7	0,0
Чеченская Республика	86,9	25,8
Республика Тыва	83,5	25,5
Республика Алтай	83,4	28,1
Карачаево-Черкесская Республика	76,3	36,5
Республика Дагестан	75,8	37,4
Камчатский край	74,5	-2,5
Еврейская автономная область	68,2	-0,6
Республика Северная Осетия	65,5	38,5
Республика Калмыкия	65,1	8,5
Кабардино-Балкарская Республика	64,6	17,2
Амурская область	60,3	39,0

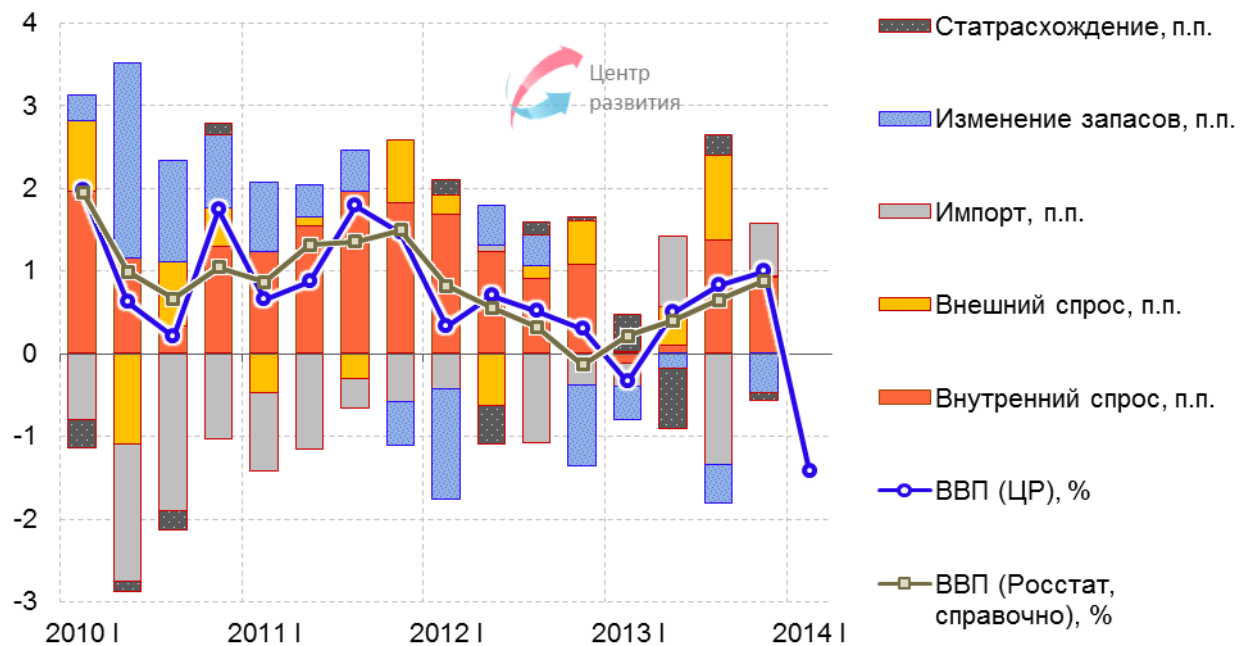
Источник: Минфин России.

Экономика в «картинках»

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

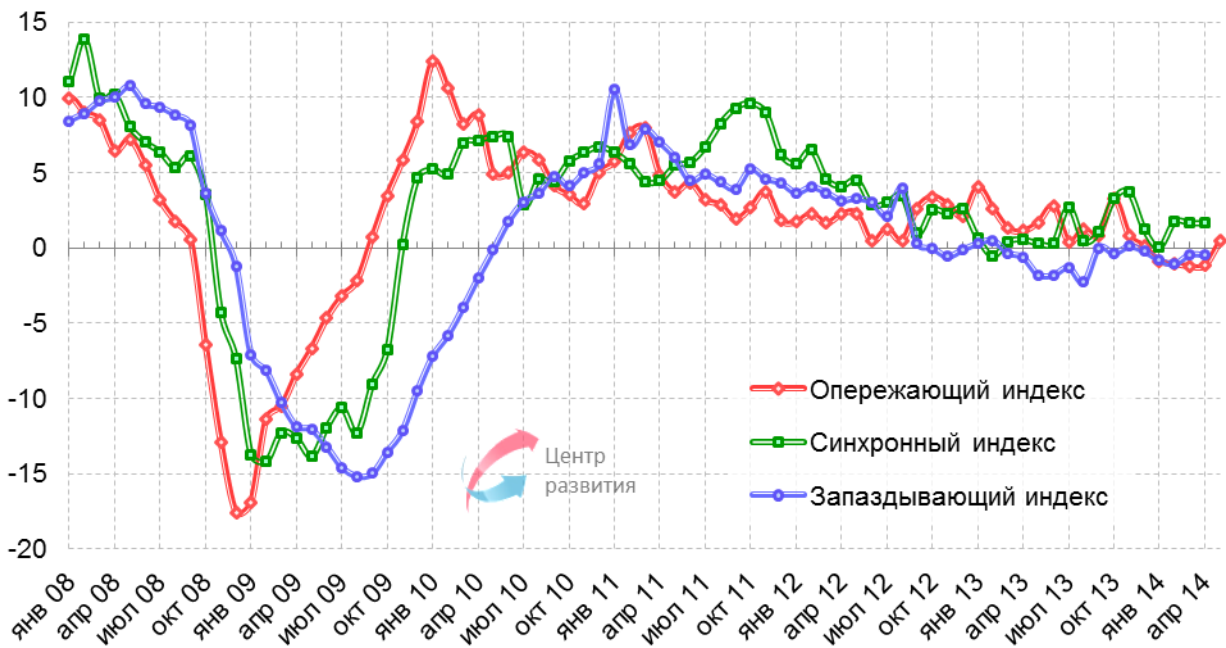


Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)



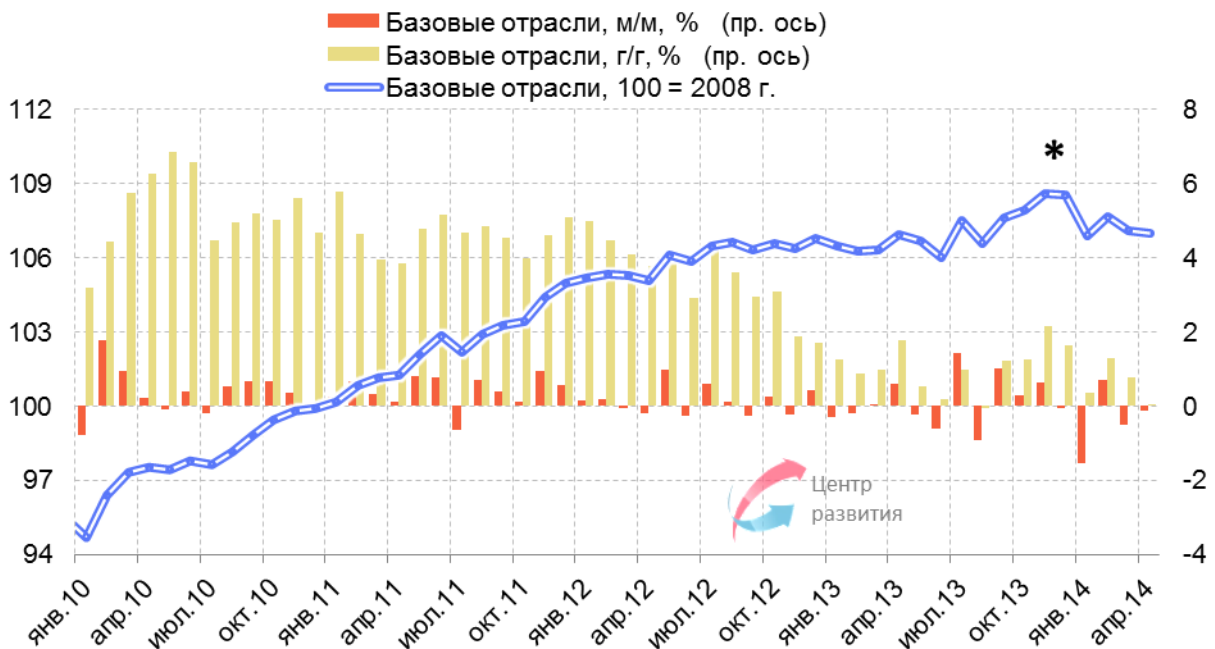
Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



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

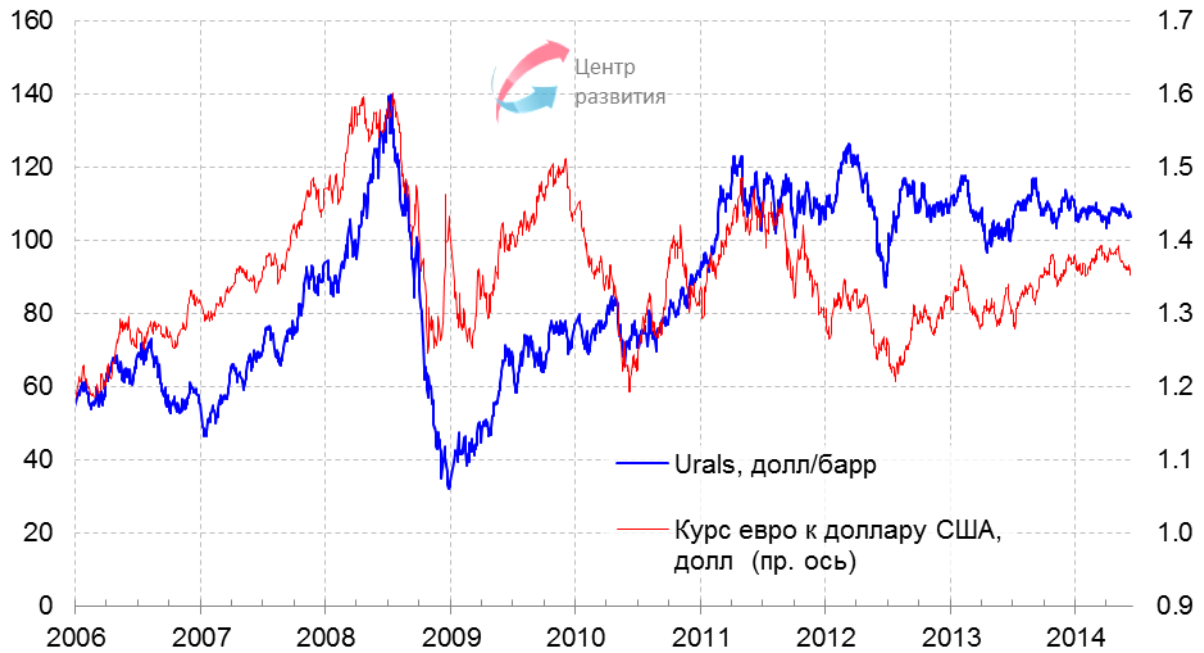
NEW



* 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 данными о динамике оптовой торговли.

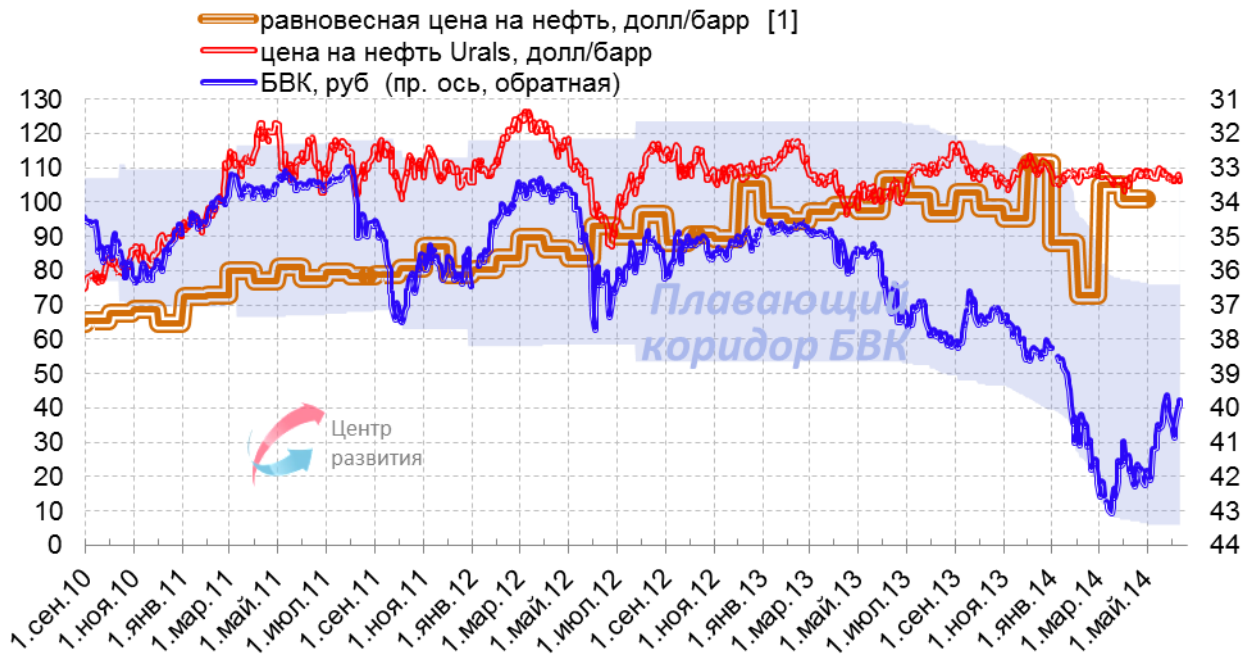
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

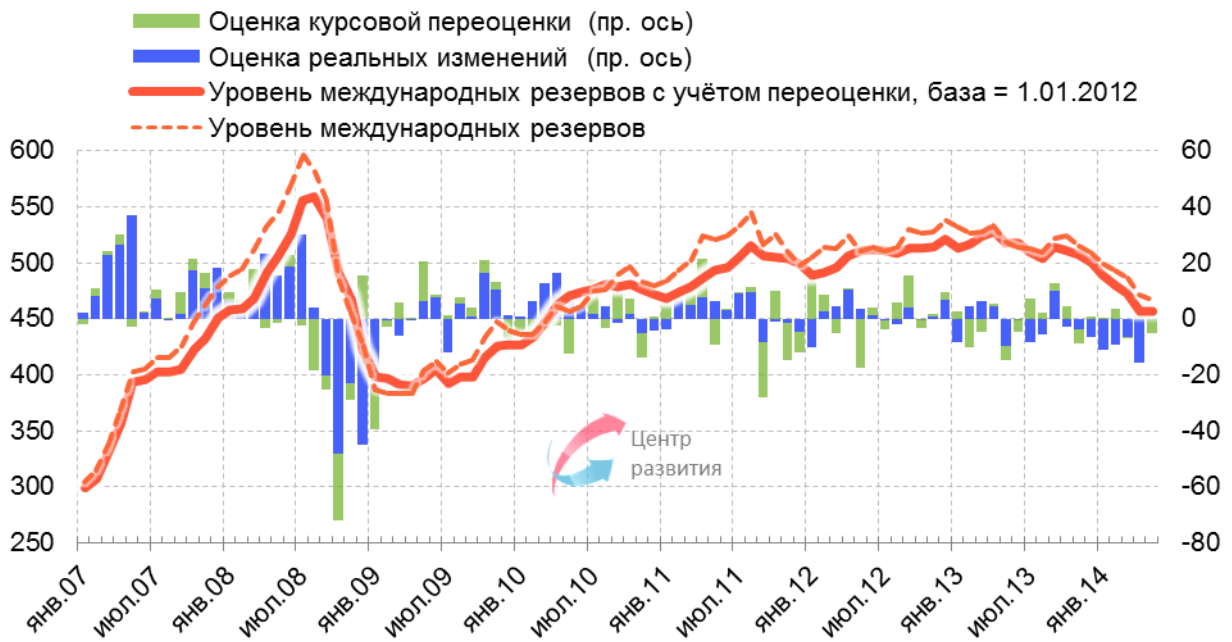


Динамика цен на нефть и курса рубля

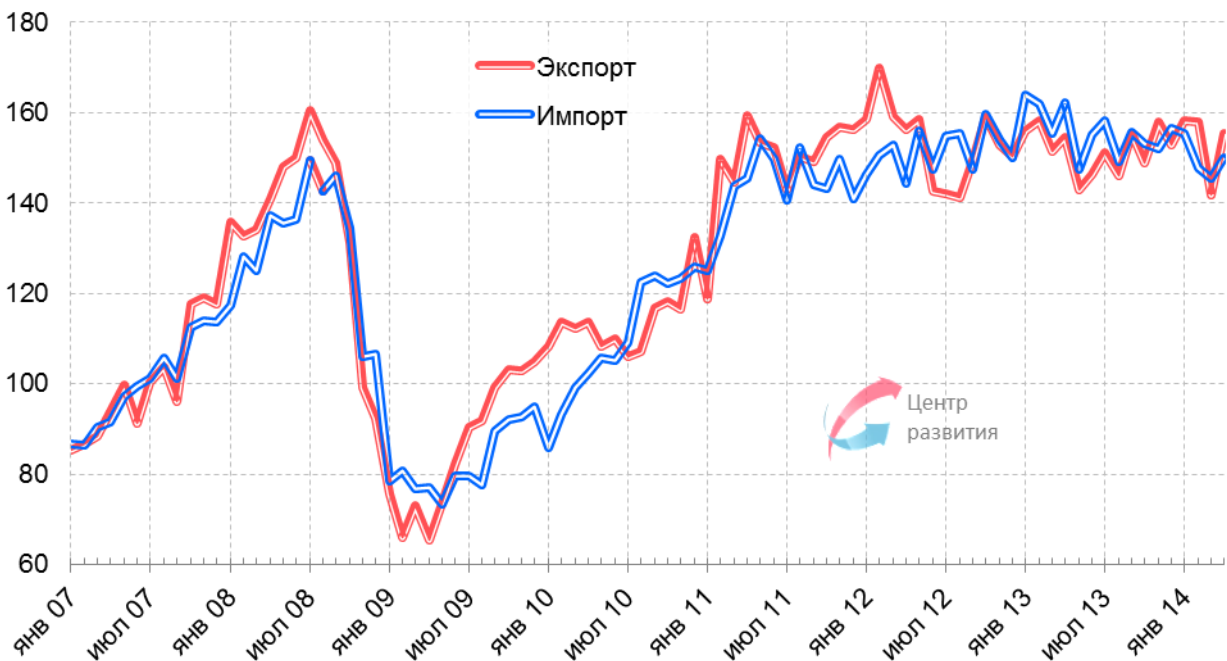
NEW



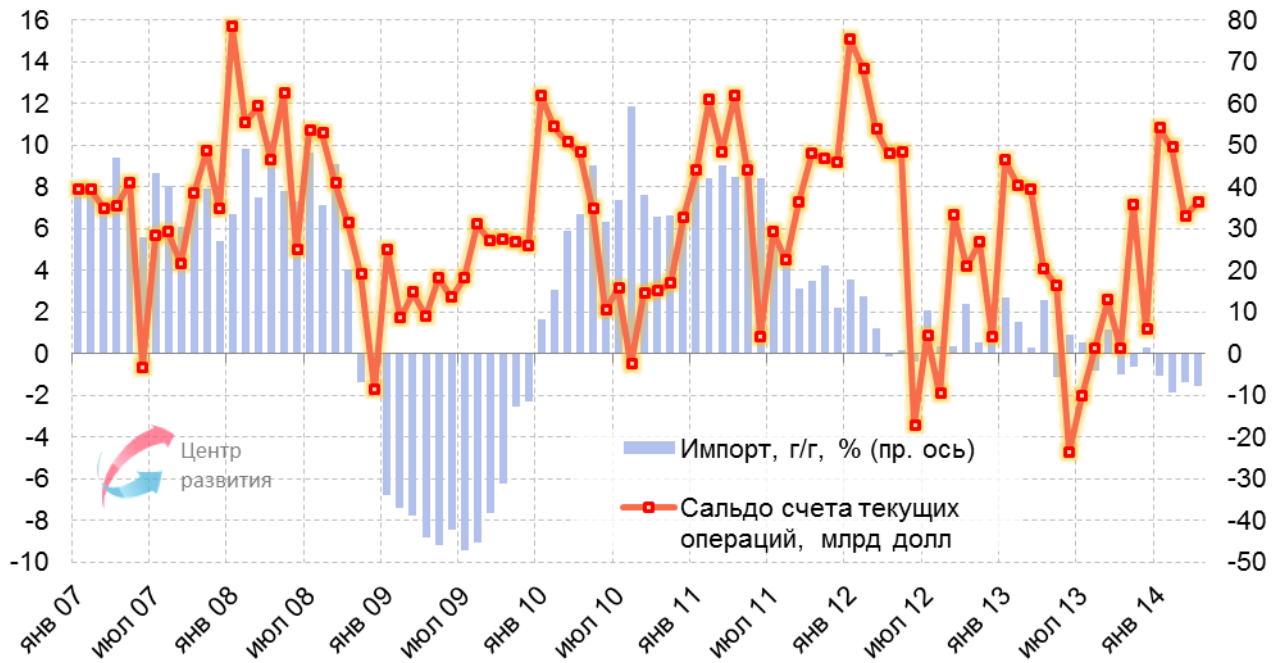
Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.



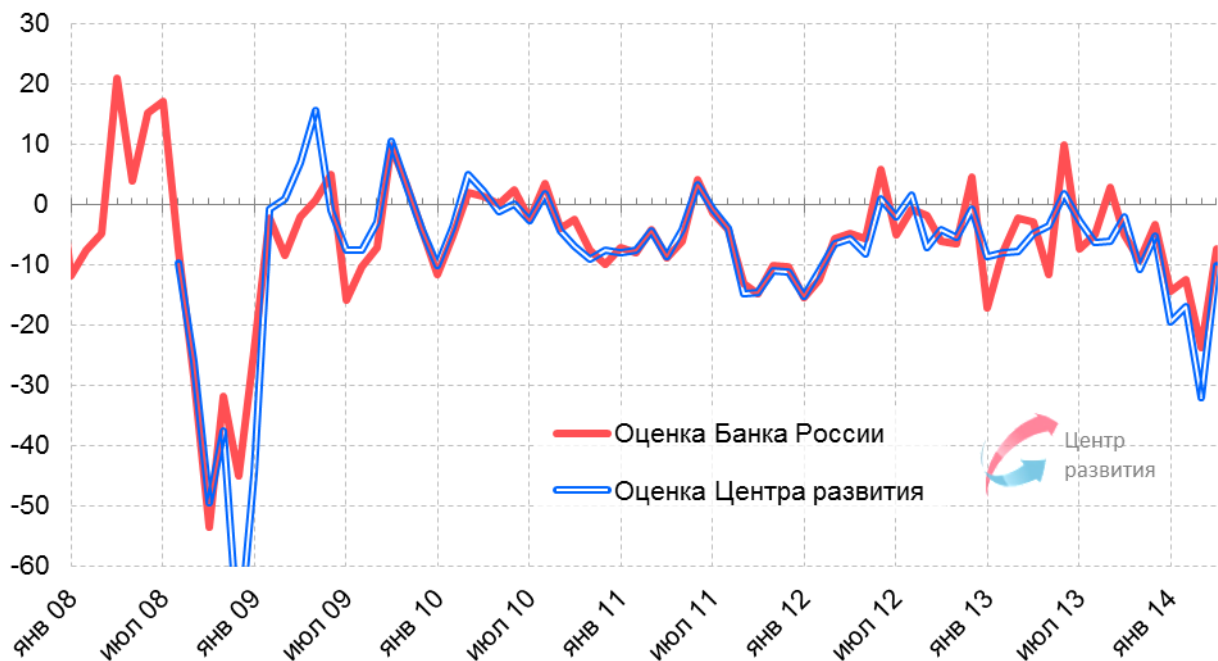
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=январь.2007), в % [2]



Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров^[2]

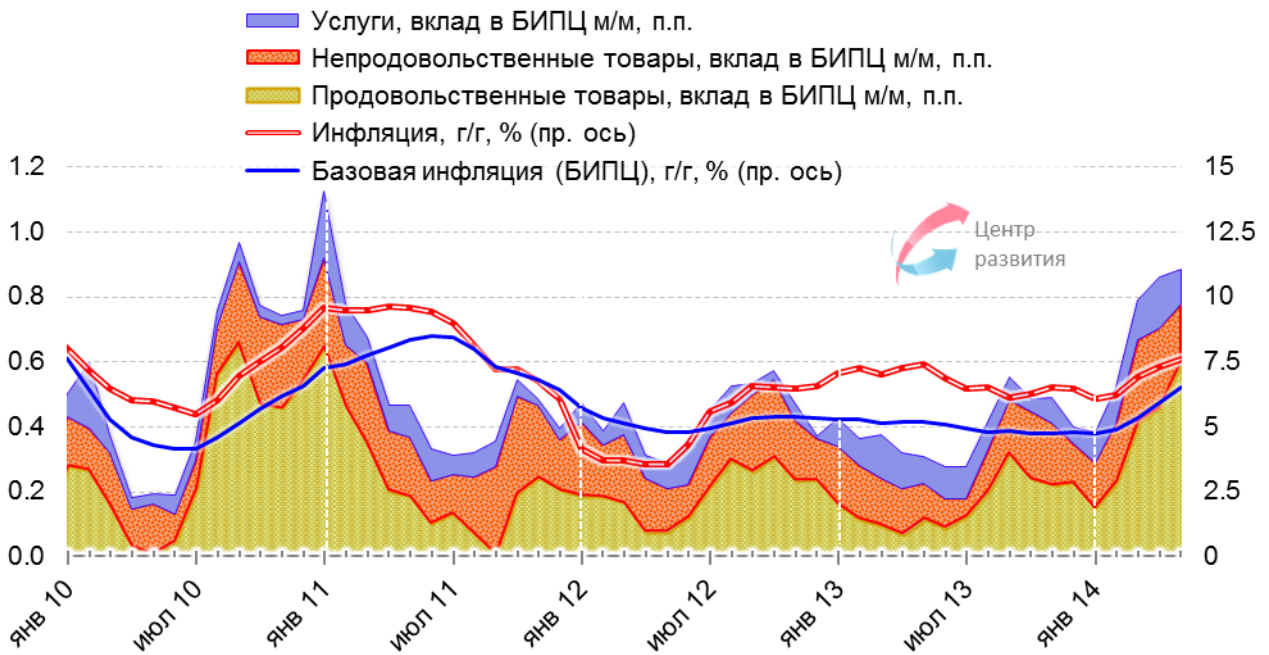


Чистый приток капитала, млрд. долл.



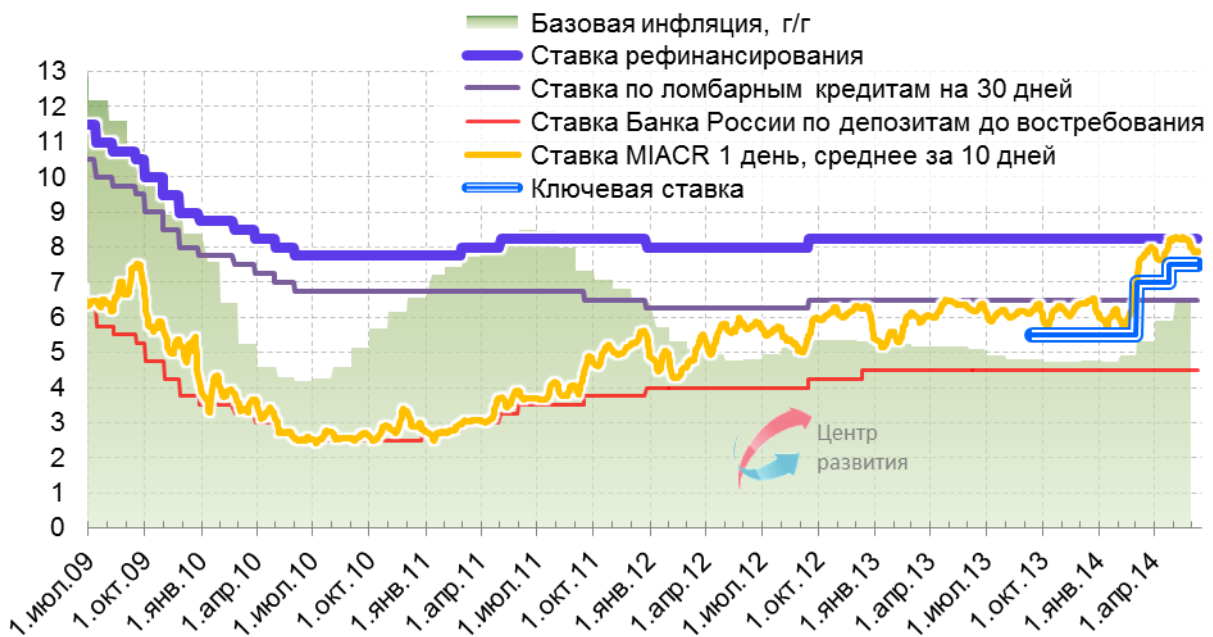
Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент^[3]

NEW

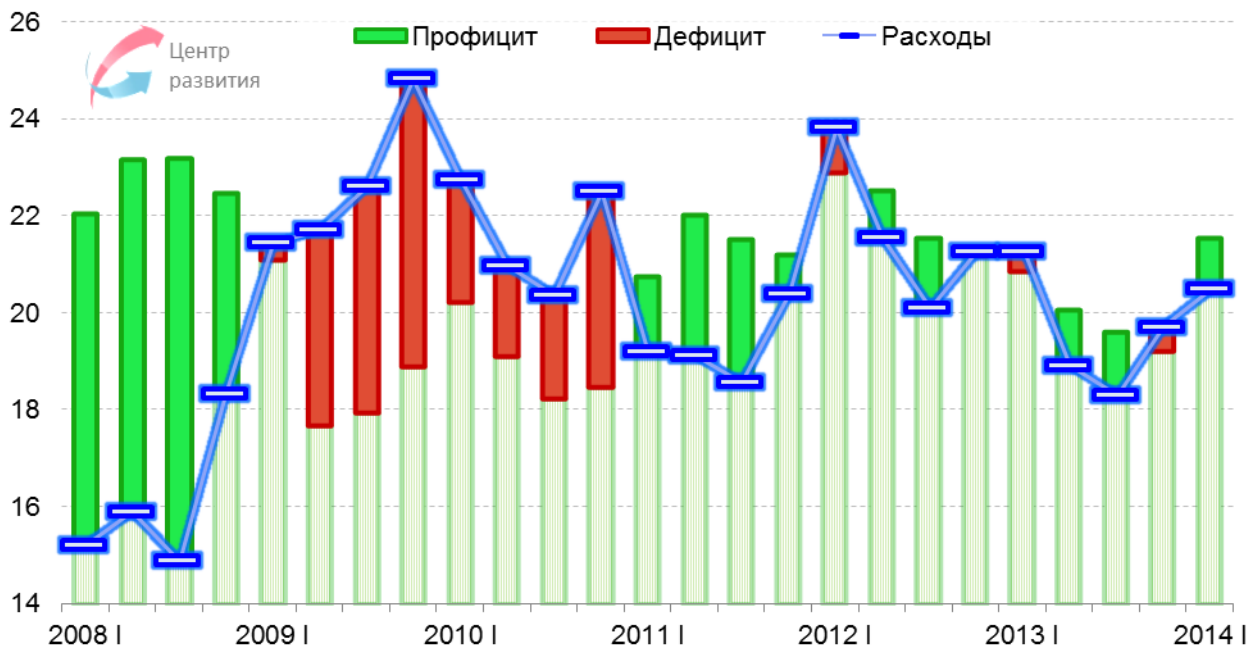


Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %

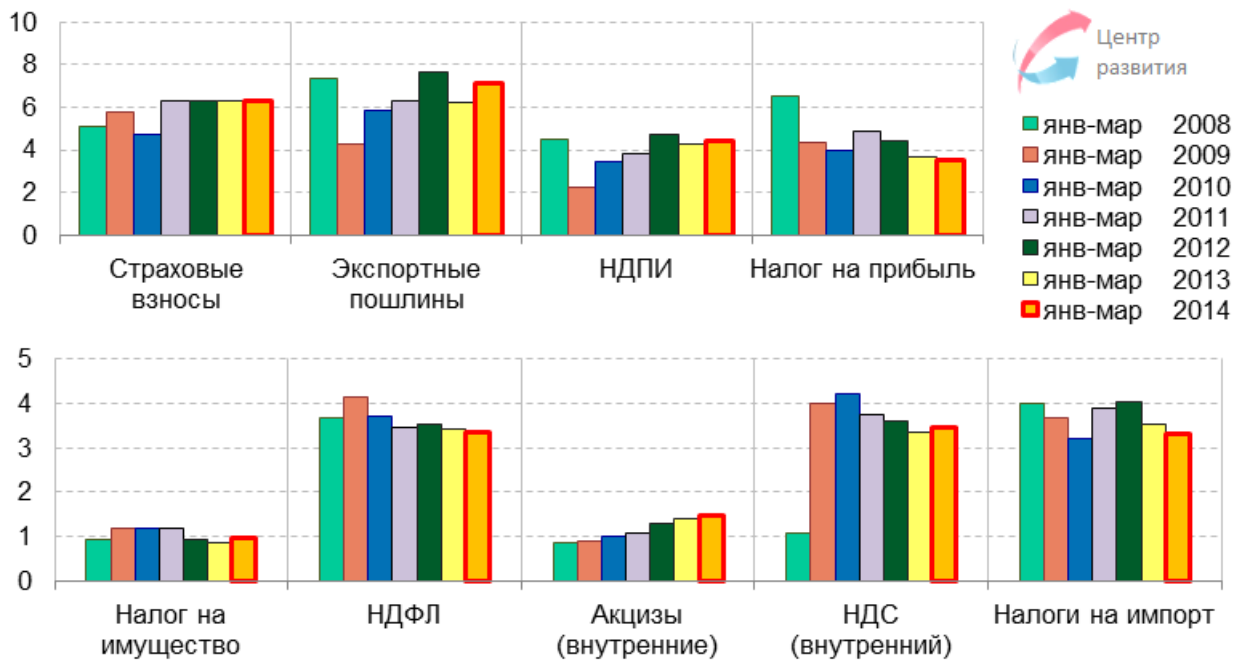
NEW



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

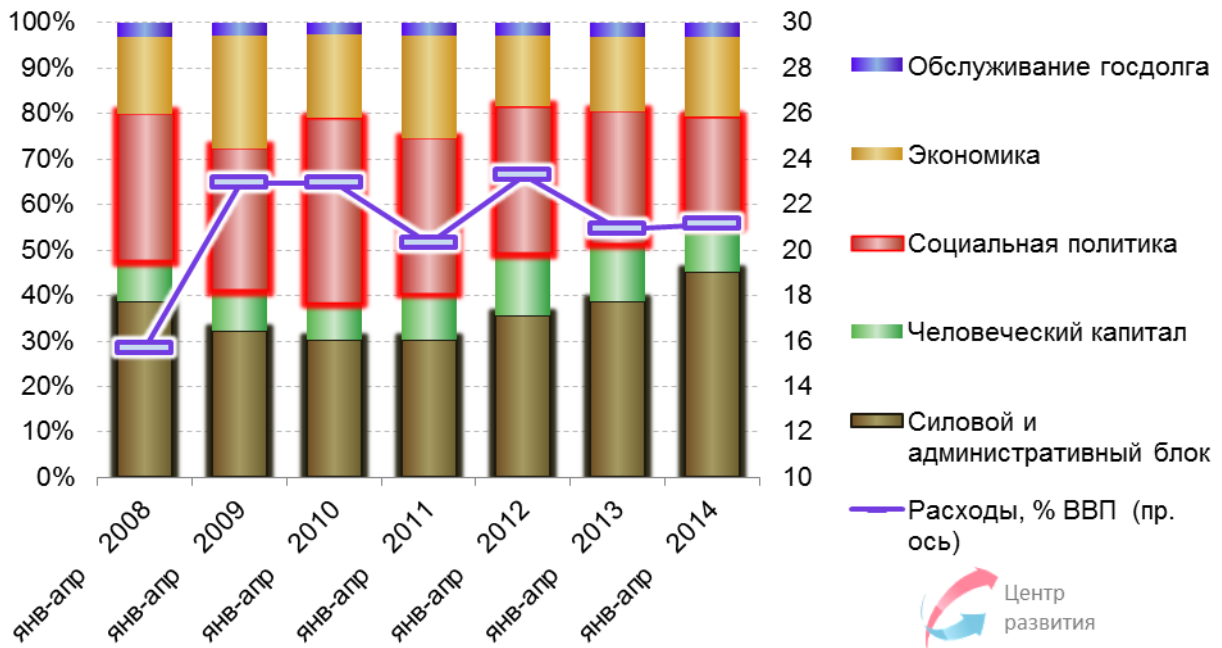


Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП^[4]

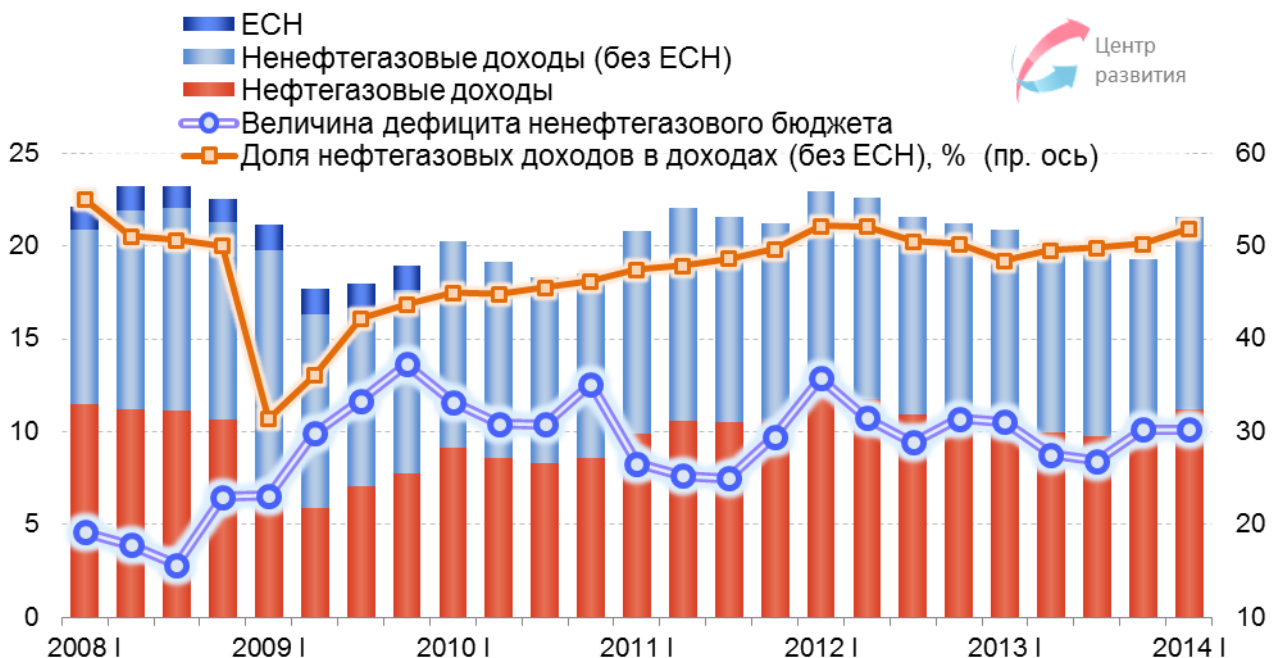


Структура расходов федерального бюджета, в %

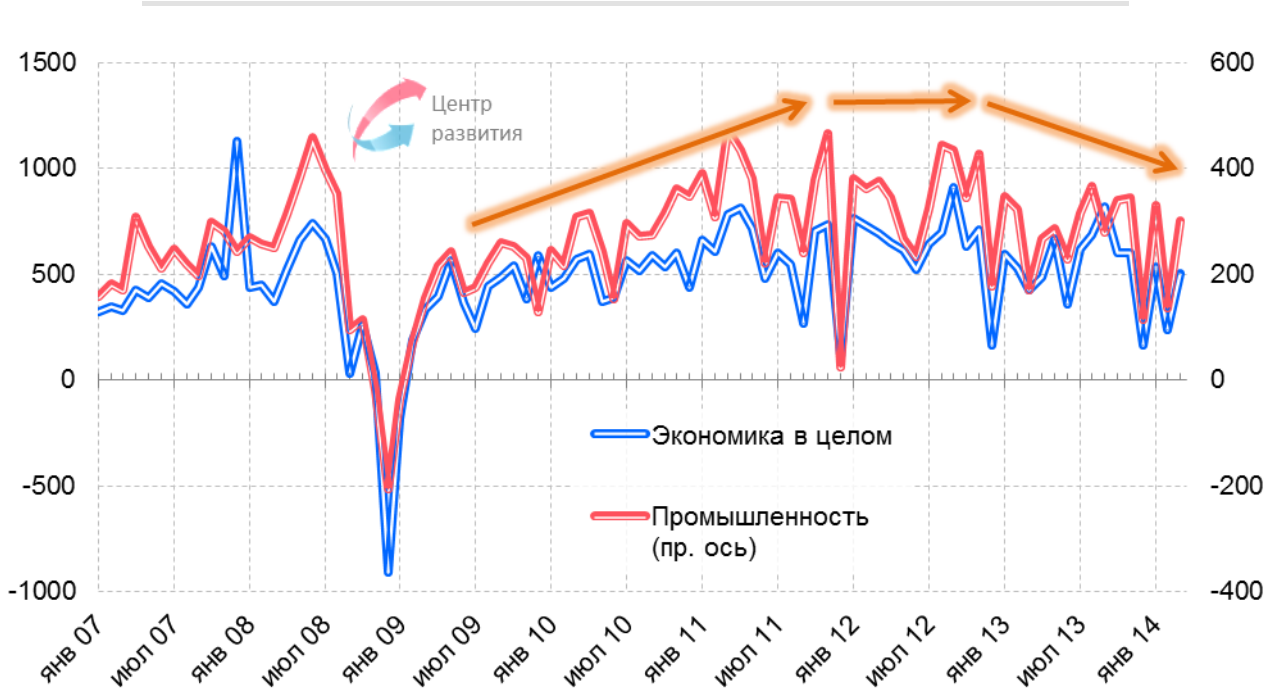
NEW



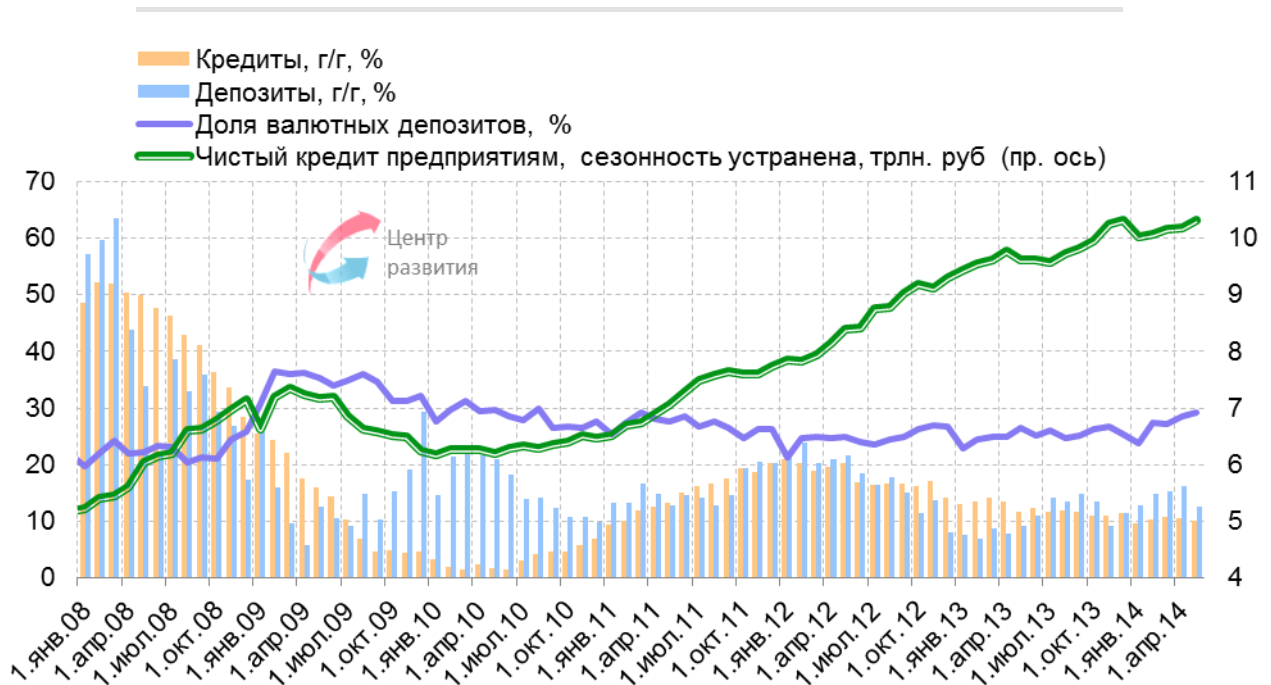
Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП^[5]



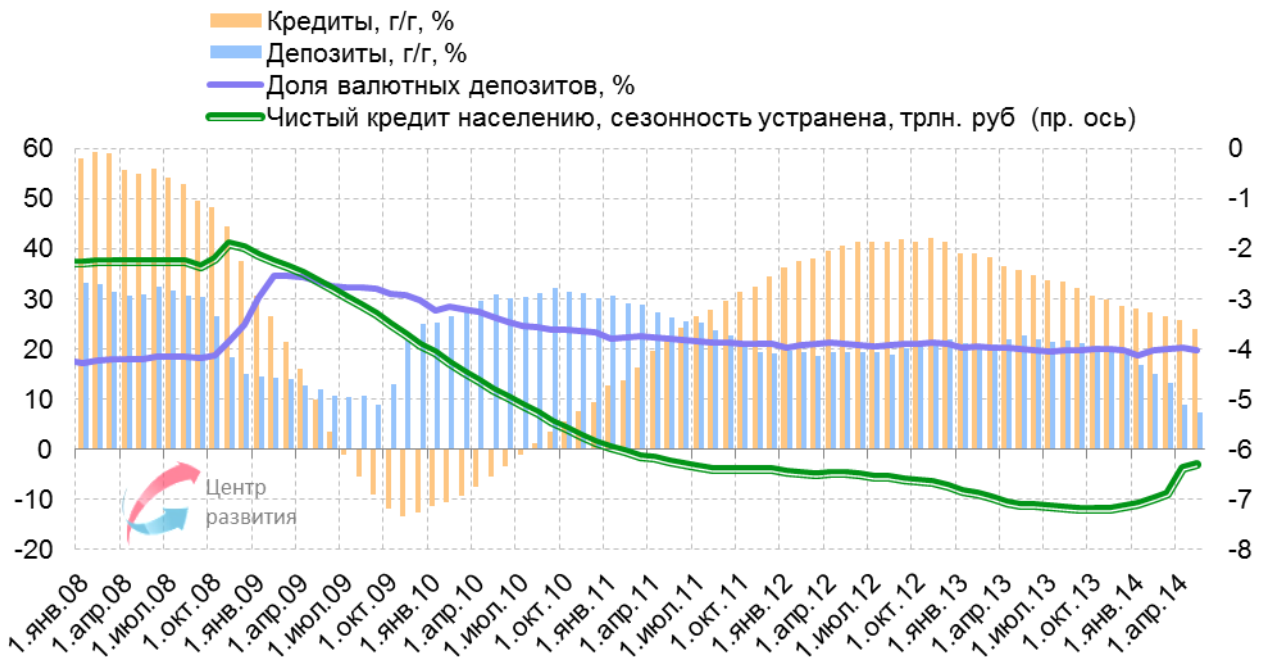
Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.



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

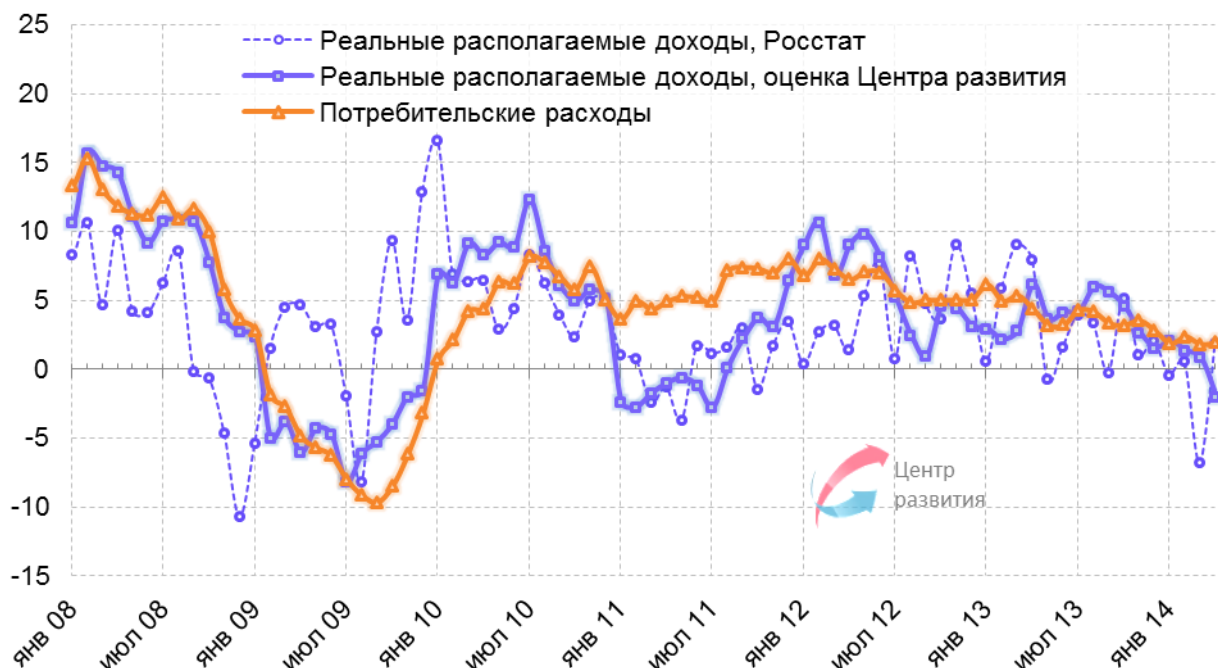


Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

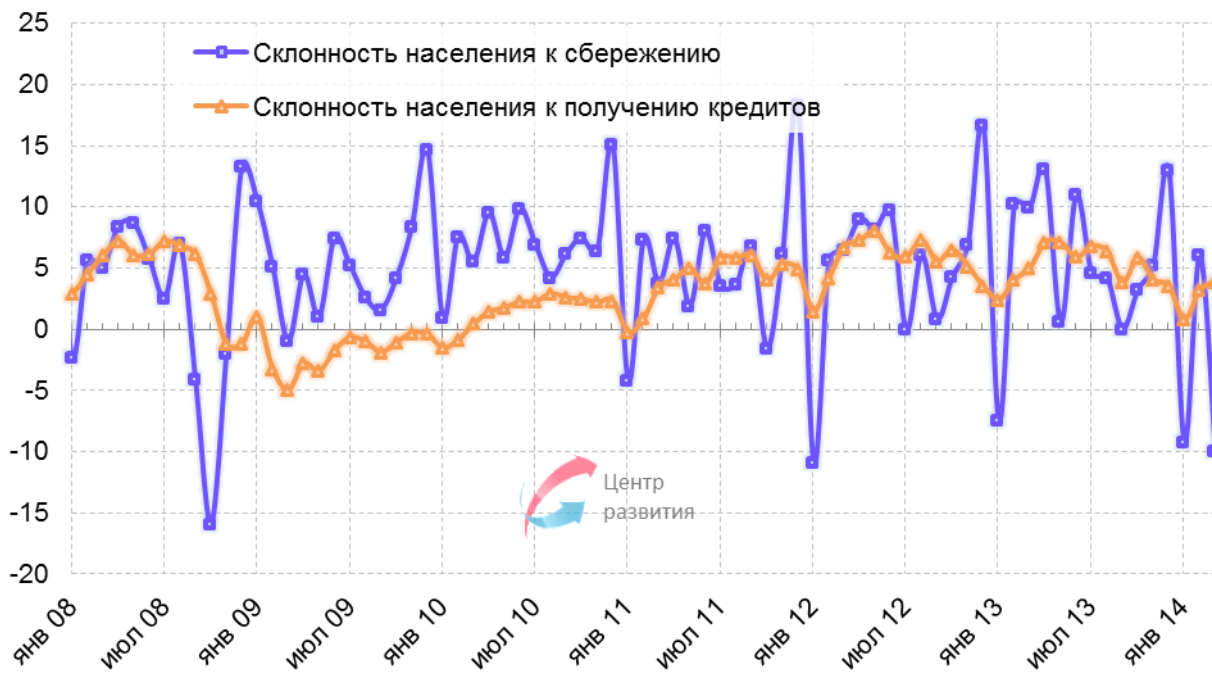


Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

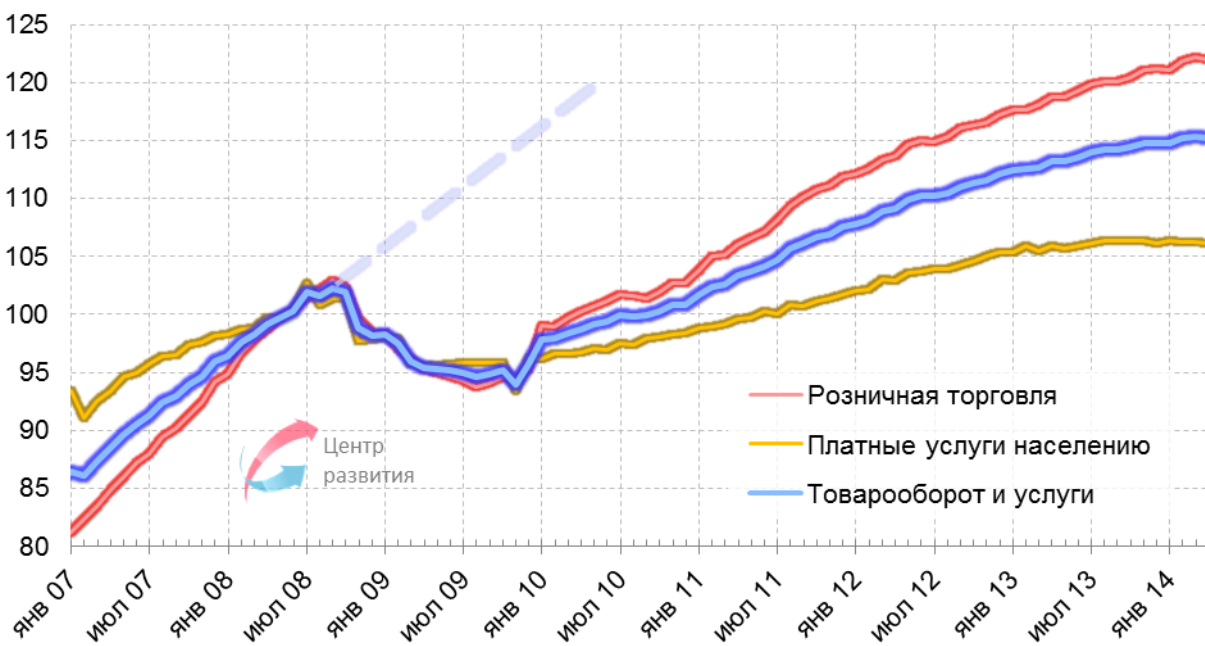
NEW



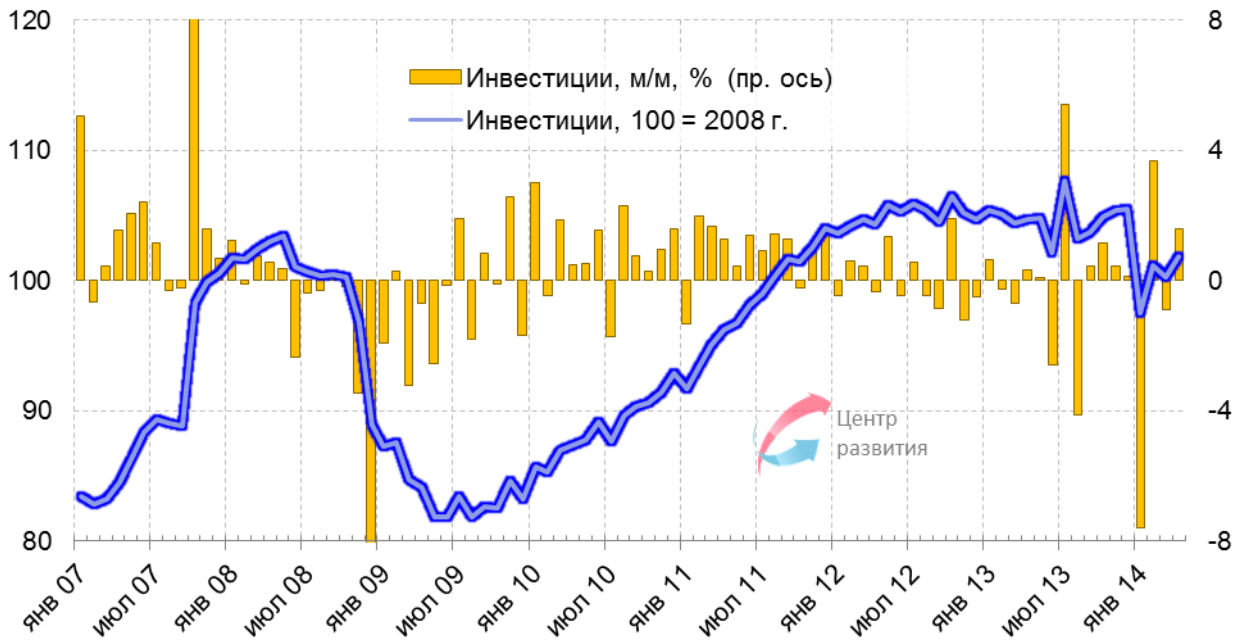
Склонность населения к сбережениям и к получению кредитов, в % дохода



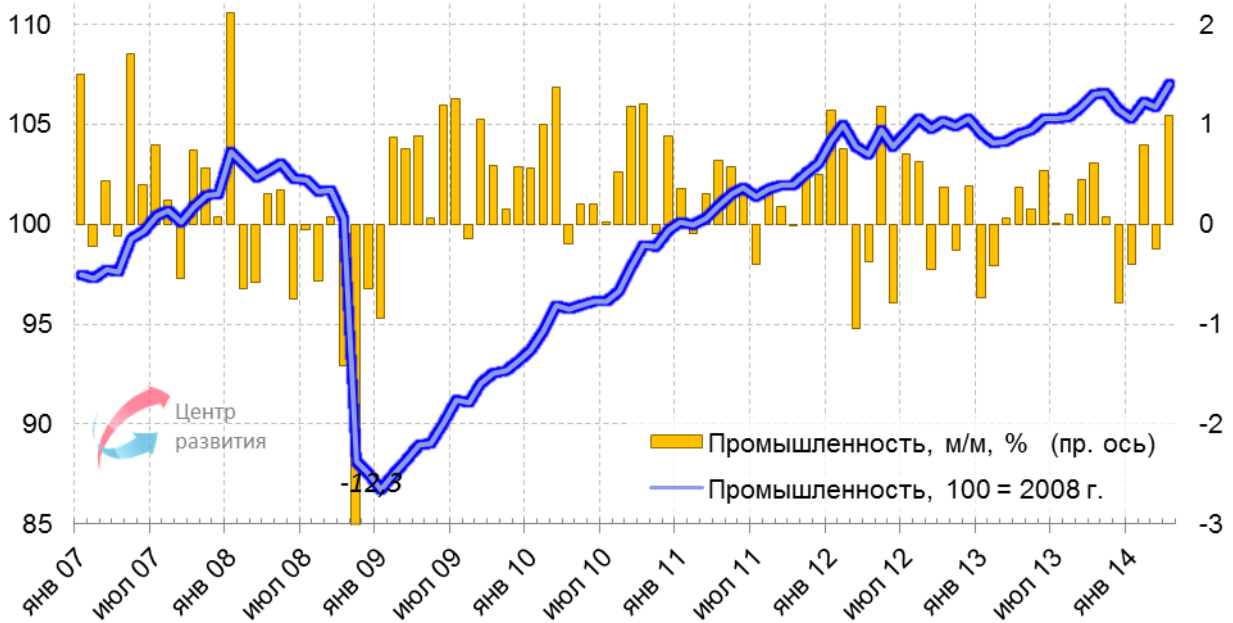
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)



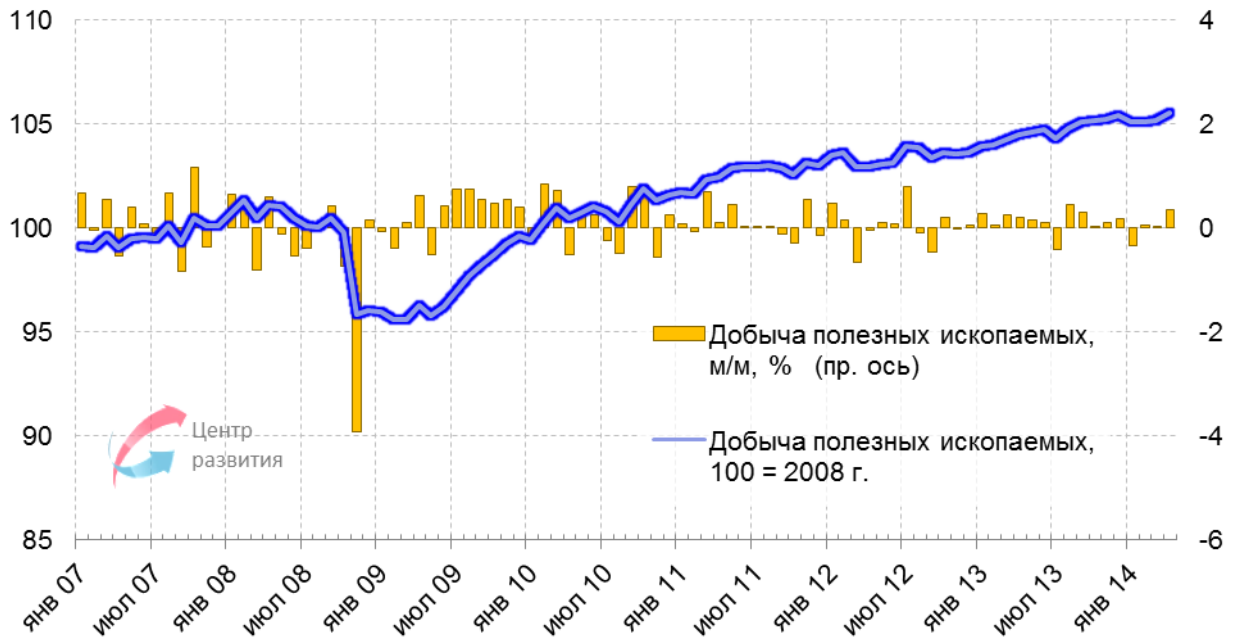
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)



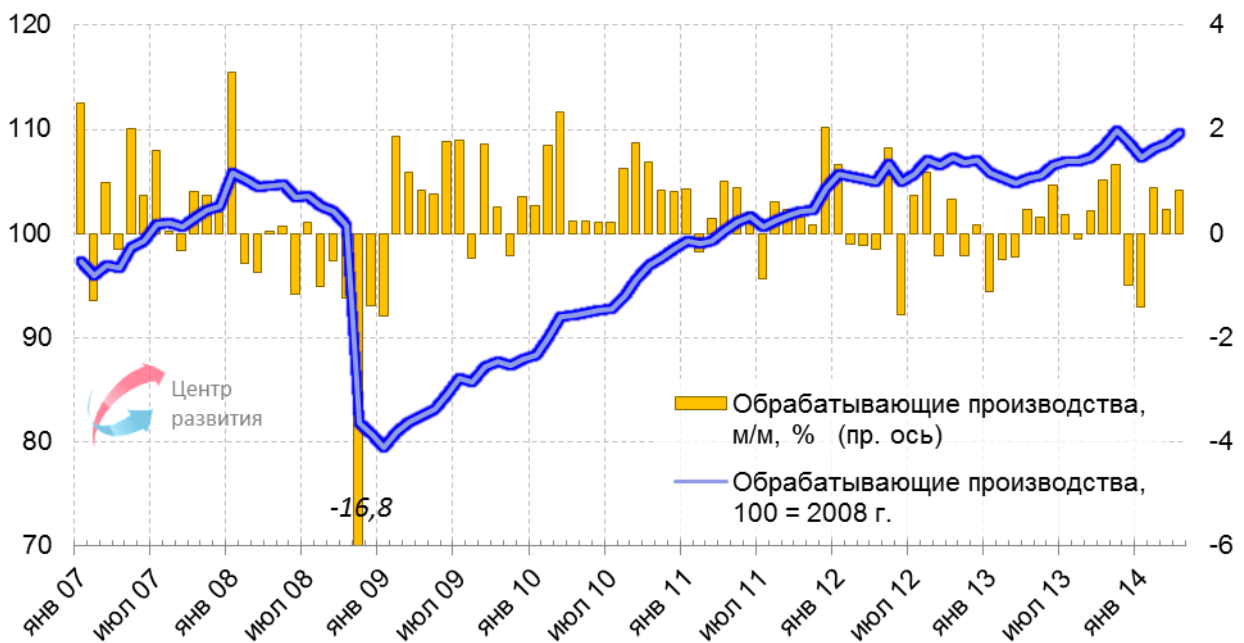
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



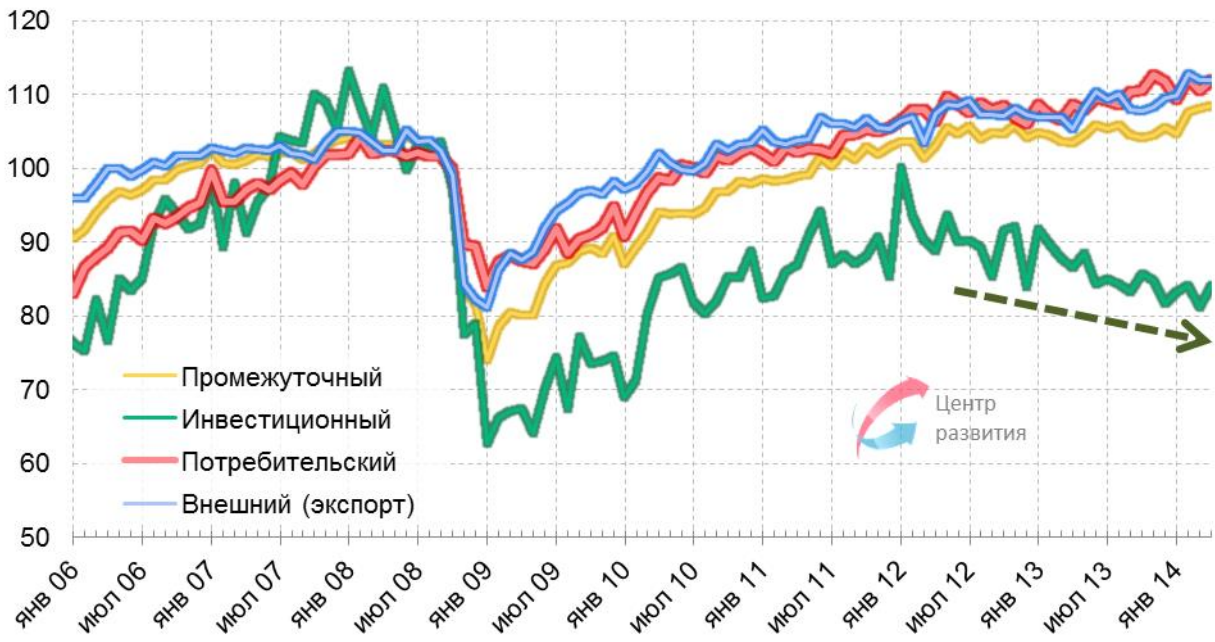
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)



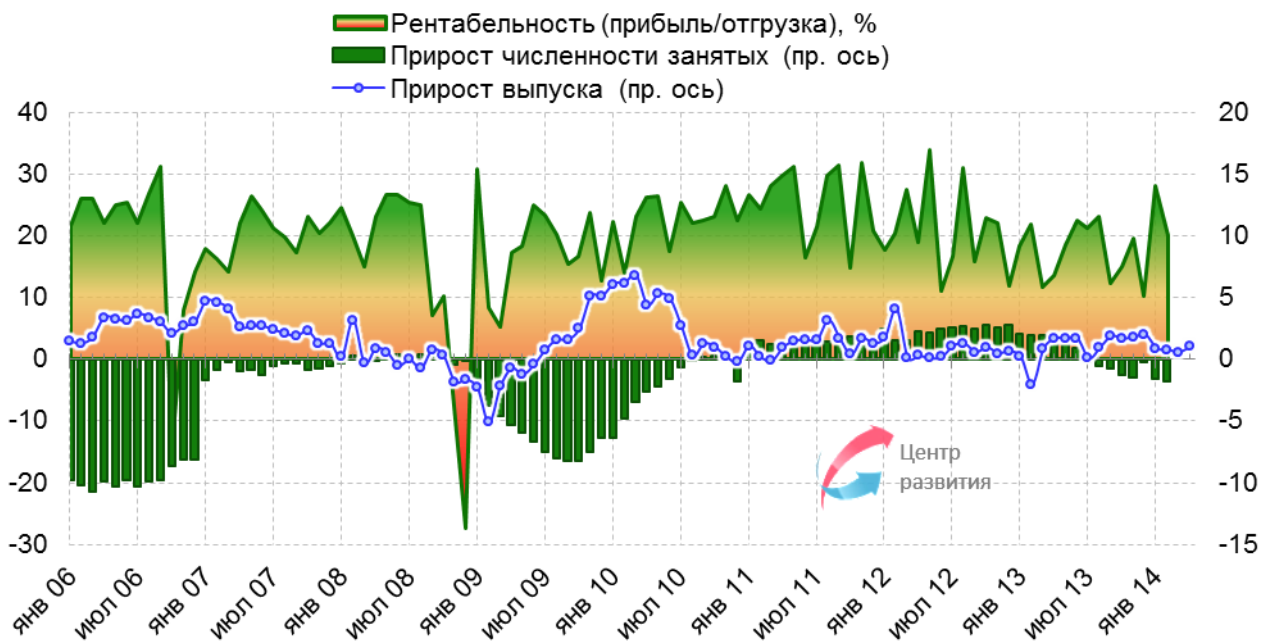
Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)



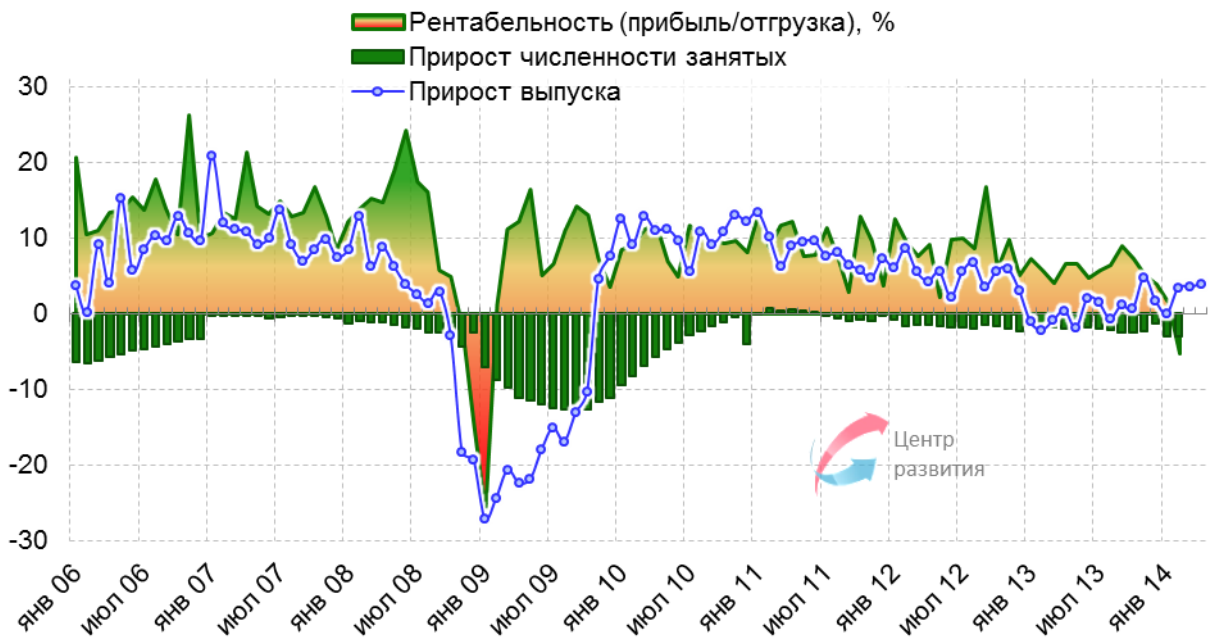
Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)



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

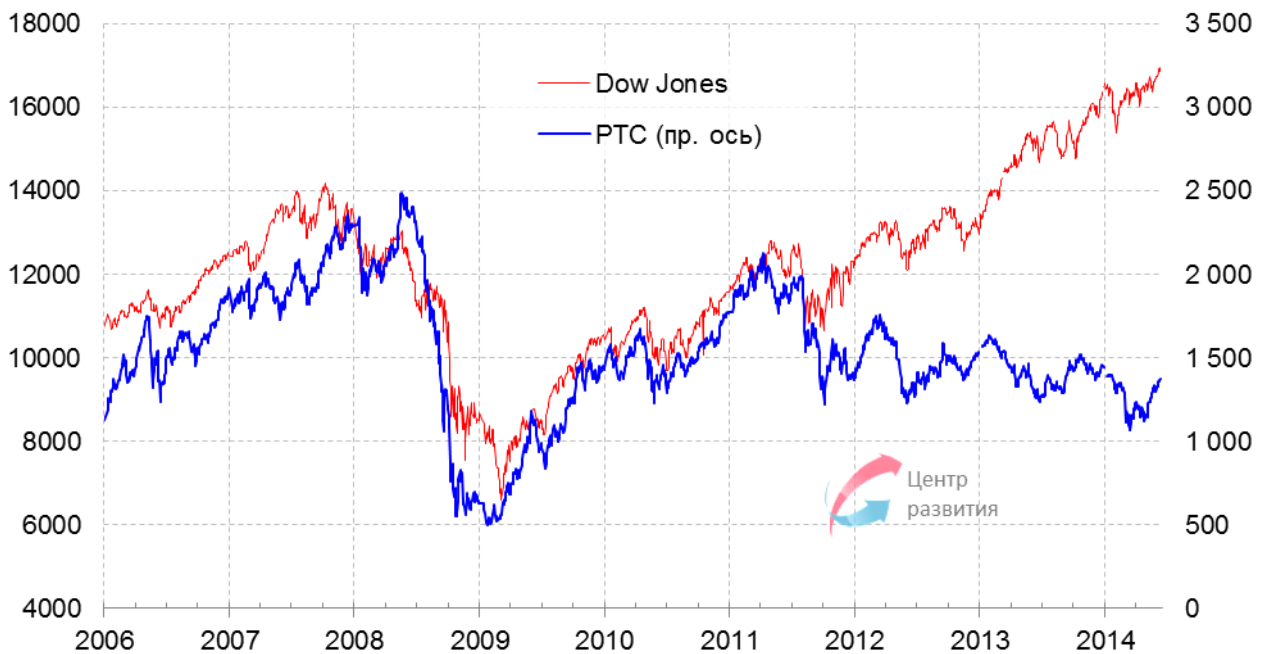


Показатели состояния обрабатывающих отраслей
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Динамика фондовых индексов

NEW



КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

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

^[2] Данные по сальдо счёта текущих операций за период с января по апрель 2014 г. и данные по импорту и экспорту товаров за апрель 2014 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

^[3] 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.

^[4] 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.

^[5] Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

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

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

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, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: 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