

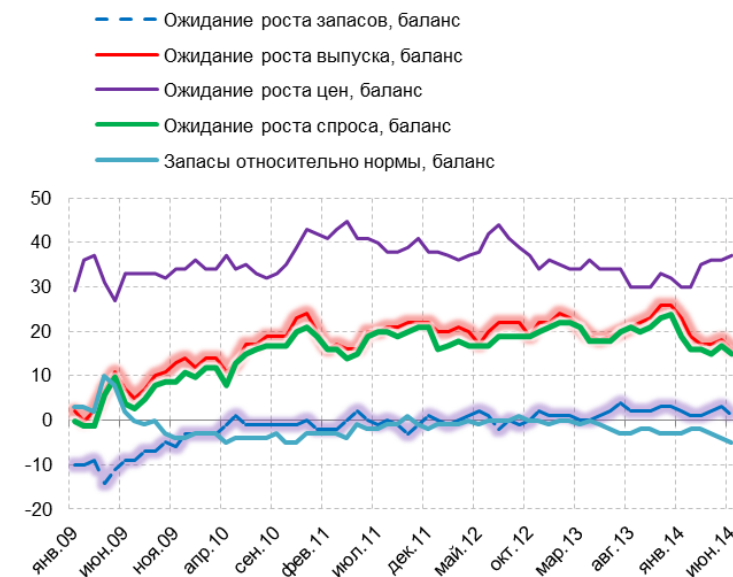
**Макроэкономика****2. Источники и риски роста ВВП**

*Улучшение экономической ситуации во втором квартале 2014 года, которое позволило избежать технической рецессии, тем не менее не дает поводов почитать на лаврах. Внешнее финансирование российских компаний, в том числе для перекредитования старых долгов, резко сократилось, стоимость ресурсов выросла на 100–150 б.п. Есть реальная угроза того, что в условиях падения инвестиций слабый рост экспорта и наблюдающееся в ряде секторов импортозамещение могут быстро сойти на нет, и российская экономика, проев финансовую значку (которая есть не только у государства, но и у крупных компаний), погрузится в настоящую рецессию и стагнацию.*

В первой декаде июля появились предварительные оценки Минэкономразвития, говорящие о том, что во втором квартале текущего года российская экономика показала нулевой рост, а по отношению к тому же периоду прошлого года ВВП вырос на 1,2% (против 0,9% в первом квартале). При этом июньские конъюнктурные опросы Росстата говорят об усилении тренда к оценке запасов готовой продукции как недостаточных, что можно трактовать как рост оптимизма относительно среднесрочных перспектив роста спроса (рис. 2.1).

Однако это не должно вводить в состояние эйфории. И дело не столько в относительно низкой базе первой половины прошлого года и не в том, что относительно более быстрый рост ВВП во втором полугодии прошлого года может сыграть злую шутку в этом году. Основная проблема состоит в неустойчивости текущего оживления, в наличии серьезных диспропорций и рисков. На субъективном уровне это проявляется в противоречивом поведении опросных индикаторов, характеризующих ожидания: так, при оптимистичной оценке запасов ожидания роста спроса и выпуска на ближайший квартал в июне снизились после майского роста (рис. 2.1); на объективном уровне – в

**Рис. 2.1. Динамика показателей ожиданий роста конъюнктурных опросов Росстата в промышленности за январь 2009 – июнь 2014 г. (использованы материалы ИСИЭЗ НИУ ВШЭ)\***



\*Баланс оценок = разница долей опрошенных в %:

1. подтверждающих рост или снижение показателя в данном месяце;
2. утверждающих, что показатель находится выше или ниже нормы (для индикатора запасов).

Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

противоречивости показателей экономической статистики, характеризующих состояние рынков, оказывающих влияние на динамику основных элементов ВВП.

**Таблица 2.1. Долговая нагрузка на экономику развивающихся стран, включая Россию, в % ВВП (если не указано иное)**

	Долг федерального правительства	Задолженность домохозяйств	Задолженность домохозяйств к их доходу	Кредитная задолженность нефинансовых компаний банкам	Требования банков к нефинансовым частным компаниям
Бразилия	66	26	...	30	70
Индия	22	32	71	141	133
Китай	67	8	12	48	51
Индонезия	26	17	29	19	33
Малайзия	58	81	...	...	128
Мексика	46	14	23	11	16
Польша	57	35	58	43	51
<b>Россия</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>47</b>
Сингапур	104	73	159	71	114
Южная Африка	45	45	78	31	67
Таиланд	45	80	118	52	117
Турция	36	20	27	42	54

Источник: МВФ, Global Financial Stability Report – April 2014.

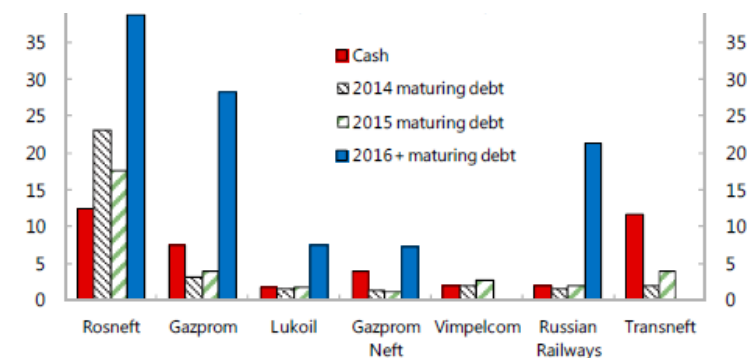
Так, говоря об инвестициях, которые в январе-мае снизились на 3,8% год к году, с одной стороны, можно, конечно, надеяться, что они вот-вот начнут расти (Минэкономразвития рассчитывает на рост валового накопления на 2,4% уже в 2015 г. после снижения на 2,5% в 2014 г.). Правительственные эксперты считают, что для возобновления роста инвестиций достаточно снижения неопределенности и пары триллионов рублей, направленных из ФНБ на инвестиционные проекты, а

уж при этом компании найдут источники для финансирования капитальных вложений. Главный аргумент авторов такой концепции состоит в том, что росту инвестиций будет способствовать и относительно низкая (по меркам других развивающихся стран) долговая нагрузка на компании реального сектора – 36% ВВП по кредитам банкам внутри страны и 47% с учетом внешних займов (табл. 2.1).

Однако, на наш взгляд, низкая долговая нагрузка сегодня не означает, что завтра все рынки капитала вдруг широко распахнут свои объятия для российских компаний. Пересмотр в этом году компаниями Moody's и Fitch прогноза российского суверенного рейтинга BBB со стабильного на негативный и снижение компанией S&P российского рейтинга до уровня BBB -, то есть до низшей градации инвестиционного качества, поначалу особенно никого не испугало. И это понятно. Привлекать деньги с внешнего рынка могли лишь крупнейшие, преимущественно сырьевые компании, и ими в период «сырьевого эльдорадо» были созданы резервы. Однако надолго ли их хватит?

Отвечая на этот вопрос, нельзя не отметить новые данные, говорящие о том, что в первом полугодии объемы синдицированного кредитования российских нефтяных и газовых компаний со стороны иностранных банков сократились до 3,5 млрд. долл., то есть на 82% год к году, а сырьевой отрасли в мире в целом – лишь на 2%<sup>2</sup>. Сегодня накопленные денежные остатки крупнейших российских компаний покрывают их долговые обязательства, однако, если состояние формально необъявленных, но фактически применяемых со стороны иностранных банков санкций сохранится надолго, то это не может не сказаться негативно на инвестиционном процессе. Инвестиционные проекты требуют длинных денег, которых внутри страны просто нет, а своих запасов, как видно из рис. 2.2, крупнейшим российским компаниям хватит на покрытие накопленных долгов (при гипотетическом условии полного прекращения внешнего финансирования) кому лишь на год (ЛУКОЙЛ, Вымпелком, РЖД), кому на два (Газпром и Газпромнефть), а кому-то и менее чем на год (Роснефть). Лишь только Транснефть накопила

**Рис. 2.2. Платежи по долгам в 2014-2016 гг. и денежные остатки на счетах крупнейших российских нефинансовых компаний, млрд. долл.**



Источник: МВФ, отчет по России, июнь 2014 г.

<sup>2</sup> РБК-Daily, 10 июля 2014 г., А. Сотникова.

«заначку»», позволяющую жить без головной боли в условиях финансовой автаркии в течение примерно трех лет (рис. 2.2). Конечно, эти оценки условны, деньги могут дать российские или китайские банки, но первые – пока слишком невелики по активам и капиталу, а вторые – это пока «терра инкогнита» для российских заемщиков и, в частности, могут выдвигать свои невыгодные для россиян условия (например, связанного кредитования и т.д.).

В общем, длинные деньги в России по мановению волшебной палочки не появятся. Для этого необходимы два условия – низкая инфляция и крепкая банковская система. Однако инфляционные ожидания по-прежнему велики. Июньские опросы Росстата, обработанные ИСИЭЗ НИУ ВШЭ, говорят о том, что в июне тренд к усилению инфляционных ожиданий в промышленном сегменте продолжил укрепляться (рис. 2.1), а инфляционный ориентир Банка России на 2014 год заметно превышен. Что же касается эффективности банковского сектора, то она, судя по межстрановым сопоставлениям, невелика, да и чего иного можно было ожидать после десяти лет нефтяной эйфории, когда Центральный банк отказывался признавать лежавшие на поверхности проблемы банковского сектора? Начавшаяся чистка «авгиевых конюшен» в российской банковской системе может потребовать ещё как минимум 5–7 лет. А до её завершения недоверие к банкам вряд ли снизится.

Если от уровня компаний перейти к макростатистике, характеризующей внешнюю платежеспособность России, то кажется, что ситуация вполне комфортна: валютные резервы страны превышают внешние обязательства 2014 года почти в 4 раза – среди развивающихся стран ситуация лучше лишь у Китая и Филиппин, где соответствующий коэффициент составляет примерно 5,5 и 6,5 раз. Жить можно, но... 20–25% этого долга российским компаниям нужно будет рефинансировать в течение ближайшего года, а если не получится, то нужно будет отдать десятки миллиардов долларов «своих и навсегда». И это уже будет серьёзным ударом и по резервам Банка России, и по корпоративным финансам. При уровне суммарной корпоративной задолженности реального сектора (по кредитам банков и

облигациям) к ВВП России на уровне 60% (в середине группы развивающихся экономик, где она составляет от 15–25% у Аргентины и Мексики до 110–115% у Китая и Болгарии) объем внешней валютной задолженности – примерно треть, то есть около 400 млрд. долл. А эта цифра уже близка к суммарным резервам Банка России. Внешние кредиты российским компаниям сейчас если и можно привлечь, то на 100–150 б.п. дороже, чем в середине первого квартала 2014 года.

Значительные риски подстерегают российскую экономику в новых условиях не только на инвестиционном поле, но и в сфере внешнеторговой деятельности. И дело не в том, что вдруг реализуются муссируемые в некоторых СМИ «страшилки» и полностью прекратятся торгово-экономические отношения России с Украиной, Молдавией и Грузией после недавнего подписания этими странами соглашений с Евросоюзом. В экономических отношениях России с этими странами, скорее всего, будет найден компромисс, который выгоден и России, и ее партнерам. Гипотетический разрыв экономических отношений с Россией означает для Украины, Молдавии и Грузии, во-первых, потерю экспорта в Россию в размере 12,6, 9,2 и 1,8% их ВВП в год соответственно (по данным за 2012 год), во-вторых, потери со стороны денежных переводов в размере 1,5, 15 и 4,6% ВВП, и в третьих – потери со стороны притока инвестиций России в эти страны.

В то же время значительные внешнеторговые риски подстерегают российскую экономику не вне, а, как это ни странно звучит, внутри самой России. Они заключаются в перманентном падении инвестиций, в недопустимо низких темпах модернизации экономики и, следовательно, в торможении темпов наращивания несырьевого экспорта. Недостаточный ввод новых мощностей ограничивает возможности внешней экспансии с новой конкурентоспособной продукцией даже несмотря на произошедшее два года назад вступление России в ВТО, что в принципе дает отличные возможности бороться с разного рода ограничениями экспорта российских товаров с помощью квазисудебных механизмов этой международной организации. В результате прирост физических объемов экспорта за январь-май по предварительным оценкам Минэкономразвития составил лишь

1,2% (по данным ФСТ, то есть с учетом торговли с Белоруссией), что заметно ниже 1,8% за прошлый год.

Для оценки значимости динамики экспорта и импорта как факторов роста ВВП, в российской экономике можно исходить из т.н. закона Тирволла, который позволяет оценивать долгосрочный темпы роста экономики как частное от деления темпов прироста номинальных объемов экспорта в валюте на эластичность прироста импорта к приросту внутреннего спроса (расходов населения и инвестиций). Из этого закона следует, что при столь низких темпах роста экспорта критическое значение для обеспечения долгосрочных темпов роста российской экономики имеет снижение эластичности прироста импорта к внутреннему спросу. Если, например, эластичность импорта составляет 0,5, то даже при 1% прироста экспорта по номиналу в валюте рост ВВП мог бы составлять 2%, при 2% прироста экспорта – 4% прироста ВВП и т.д.

Сейчас эластичность импорта к динамике внутреннего спроса падает, и это позволяет российской экономике ускользать от рецессии. Однако сокращение импорта, которое наблюдалось в первом полугодии текущего года (на 5,2% по данным Банка России) трудно расценивать как устойчивое, то есть как реальное импортозамещение, а не как результат падения курса рубля или закрытия границ. Данные, отображенные в таблице 2.2, говорят о том, что признаки импортозамещения, то есть роста внутреннего производства при снижении (или стагнации) импорта могут наблюдаться лишь в табачной промышленности, в производстве химических средств защиты растений, мебели, одежды, обуви, мяса и колбасы, подсолнечного масла, стальных труб, легковых автомобилей<sup>3</sup>. А вот в производстве инвестиционно значимых товаров, например, машин и оборудования, грузовых автомобилей, никакого импортозамещения пока, видимо, не происходит. Это значит, что Россия продолжает сильно зависеть от западных стран в сфере обеспечения высокотехнологичными товарами, и

---

<sup>3</sup> Для более категоричной оценки ситуации необходим анализ на уровне отдельных товаров, который пока невозможен в силу статистических ограничений.

потенциальные секторальные санкции могут негативно воздействовать на и без того слабый инвестиционный процесс.

**Таблица 2.2. Динамика импорта (по стоимости) и внутреннего промышленного производства отдельных товаров, в январе-апреле и январе-мае 2014г. соответственно, в % год к году**

	Импорт			Производство,
	Всего	ДЗ	СНГ	всего
<b>Всего</b>	<b>94</b>	<b>95</b>	<b>85</b>	<b>101,7</b>
Сахар белый	311	107	976	83,5
Масло сливочное	169	150	269	114,5
Молоко и сливки сгущенные	177	181	176	100,4
Сигареты и сигары	80	81	22	85,4
Химические средства защиты растений	100	101	56	119,3
Напитки алкогольные и безалкогольные	106	115	66	95,1
Ткани хлопчатобумажные, тыс. кв. м	101	94	117	65,5
Бензин автомобильный	375	675	371	99,6
Мебель	106	105	111	108,4
Рыба свежая и мороженая	102	102	135	96,9
Мясо птицы свежее и мороженое	85	78	101	106,0
Антибиотики	75	70	250	104,3
Медикаменты	83	83	164	95,9
Одежда	96	103	59	161,4
Машины и оборудование	93	95	67	88,9
Обувь кожаная, млн. пар	85	84	87	106,6
Каучук натуральный и синтетический	85	85	--	84,2
Чёрные металлы (кроме чугуна, ферросплавов, отходов и лома)	93	92	94	100,9
Изделия и консервы из мяса	99	90	130	110,0
Трубы стальные	69	78	56	102,6
Нефть сырая	95	--	95	101,7
Мясо свежее и мороженое	80	74	150	107,7
Автомобили грузовые, тыс. шт.	105	103	128	78,4

Автомобили легковые, тыс. шт.	80	79	102	98,6
Уголь каменный	107	6	141	95,5
Нефтепродукты	131	96	212	106,3
Масло подсолнечное	44	110	26	133,9
Дизельное топливо	146	206	144	110,5

*Примечание.* Розовым выделены сектора предположительного импортозамещения.

*Источник:* Федеральная таможенная служба, Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Таким образом, имеющиеся финансовые и внешнеторговые риски для роста российской экономики будут подталкивать российские власти к достаточно быстрому урегулированию обострившихся вблизи ее границ геополитических конфликтов, которые оказывают серьезное влияние на экономику. Ведь полное переключение финансово-технологических связей с Запада на Китай – займы в китайских банках, поиск на его рынках высокотехнологичных «реплик» западного оборудования – не только трудно осуществимо в короткие сроки, но и несет свои риски, которые еще нужно выявить и тщательно проанализировать.

*Валерий Миронов*

## Деньги и инфляция

### ***3. Через тернии к низкой инфляции***

***В июне 2014 года потребительская инфляция снизилась на треть, в основном – за счёт выхода на рынок овощей нового урожая. Прочие товарные рынки продолжают реагировать на «крымское» ослабление рубля, реакции на укрепление рубля пока не видно.***

Инфляция в июне замедлилась до 0,6% с 0,9% в мае, но по-прежнему остаётся выше прошлогодних значений: темп скользящей годовой инфляции повысился до