Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики

Центр развития

Комментарии о Государстве и Бизнесе

78

6–19 сентября 2014 г.

Под редакцией С. В. Алексашенко

Вынужденный оптимизм экономического блока

Комментарии	
Мировая экономика	Опережающие индикаторы США и еврозоны: продолжение роста
Макроэкономика	Последний месяц лета
Реальный сектор	Стоит ли радоваться росту промышленности?
Реальный сектор	Финансовый результат во втором квартале: прибыли прибыло, убытки на минимуме
Денежная политика	Основные направления – в сплошном тумане
Банковская система	Денежно-кредитная утопия
Платежный баланс	Валютный курс и прогноз Банка России
Бюджет	Дефицитный федеральный бюджет
Прогноз	Мировая экономика и российские прогнозы
Финансовая Статистика Банков (ФСБ)	
Экономика в «картинках»	

Вынужденный оптимизм экономического блока

На прошлой неделе были обнародованы проект бюджета на 2015–2017 гг. и проект Основных направлений денежно-кредитной политики на тот же период. Базовый макропрогноз в обоих случаях основан на предположении, что в 2015 году внешнеполитическая напряженность уменьшится, санкции начнут постепенно отменяться, а российская экономика сохранит положительные, хотя и низкие темпы роста. Мы полагаем, что такой сценарий был взят за основу не потому, что он наиболее вероятный (министр экономики А.Улюкаев недавно заявил, что России придется довольно долго жить в условиях санкций), но потому, что пока не удается сформулировать целостное видение модели экономического развития России с опорой на собственные силы, а закладывать в расчеты слишком плохую динамику политически неприемлемо.

Между тем за июль-август показатели российской экономики заметно ухудшились даже по сравнению со скромными результатами первого полугодия. В динамике производства обращает на себя внимание августовский провал в автомобильной промышленности, масштабы которого (на 38% год к году) сопоставимы с падением производства осенью 2008 г. Снижение продаж автомобилей, наблюдавшееся с весны текущего года, не оставляет надежды на скорое восстановление отрасли. Как показал наш анализ, практически весь прирост обработки за восемь месяцев текущего года обеспечили производства, стимулируемые государственным и квазигосударственным спросом, а именно, производство судов, летательных и космических аппаратов, железнодорожного состава, а также вооружений. За исключением этого сектора стагнация в промышленности продолжается: пресловутый «инвестиционный климат» мешает отечественным производителям в полной мере воспользоваться девальвационной премией, также как и эффектами возведения торговых барьеров.

Заложив существенный рост государственных расходов на программу вооружений и национальную экономику, правительству, тем не менее, удалось свести бюджет-2015 к минимальному дефициту, формально не отказываясь от бюджетного правила и практически не увеличивая налоговую нагрузку. Правда, при этом пришлось снова «ограбить» будущих пенсионеров, отобрав у них взносы на накопительную часть пенсий, и начать использование накопленных фондов. Другие жертвы оказались более болезненными: для того, чтобы профинансировать растущие расходы на оборону, Крым и отдельные проекты в транспортной сфере, были сокращены федеральные расходы на образование, здравоохранение и трансферты регионам.

При такой конструкции бюджета проблемы региональных бюджетов не только не будут решаться, но и, напротив, усугубятся. Поэтому перспектива увеличения налоговой нагрузки в регионах не в этом, так в следующем бюджетном цикле остается вполне реальной.

Центральный банк последовал примеру правительства и установил сверхоптимистичные ориентиры по инфляции (4,5% плюс-минус 1,5% на 2015 год), однако каким образом Банк России

мог бы достичь этой цели в условиях, когда рост инфляции ускоряется под воздействием торговых ограничений, остается неясным. Банк России также пообещал двигаться к свободному плаванию рубля, однако более или менее ползучая девальвация, связанная с объективными тенденциями в платежном балансе не будет способствовать снижению инфляции. Поэтому для того, чтобы «упаковать» свой прогноз, Центральному банку пришлось заложить весьма оптимистичные гипотезы относительно платежного баланса (быстрый рост несырьевого экспорта и резкое сокращение оттока капитала). Итак, поддерживая Центробанк в его намерении обуздать инфляцию, мы не уверены, что он сможет это сделать. Не говоря уже о том, что негативные последствия санкций (формальных и неформальных) даже при хорошем сценарии не сразу рассосутся.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Мировая экономика

1. Опережающие индикаторы США и еврозоны: продолжение роста

США: рост и только рост

В США динамика опережающих индикаторов однозначно указывает на продолжение роста:

– сводный опережающий индекс CLI ОЭСР с января 2013 г. превышает 100 пунктов, что указывает на продолжение роста. В августе он достиг 100,6; на столь высоком уровне этот показатель не был в течение последних шести с половиной лет;

– показатель PMI американского Института менеджеров по снабжению (The Institute for Supply Management) находится на уровне выше «порогового» значения 50 пунктов (в августе – 59,0, максимум за три с половиной года);

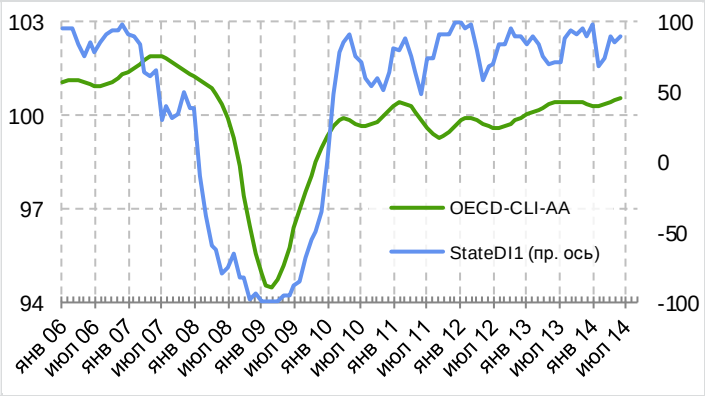
– индекс предпринимательских ожиданий GAC, рассчитываемый Федеральным резервным банком Филадельфии, остается заметно выше нуля (в сентябре – 22,5).

В целом, никакой альтернативы продолжению роста (причем довольно быстрого) в США совершенно не просматривается.

Еврозона: возможно ухудшение

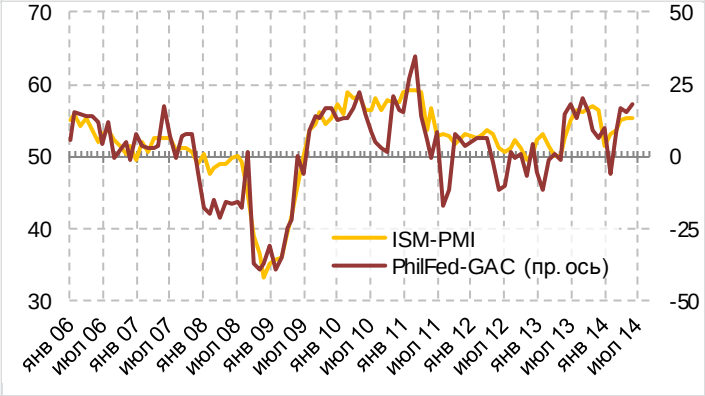
В еврозоне продолжается рост промышленного производства и снижается уровень безработицы, однако, опережающие индикаторы дают некоторые поводы для пессимизма:

Рис. 1.1. США: Сводный опережающий индекс ОЭСР и Региональный диффузный индекс экономической активности



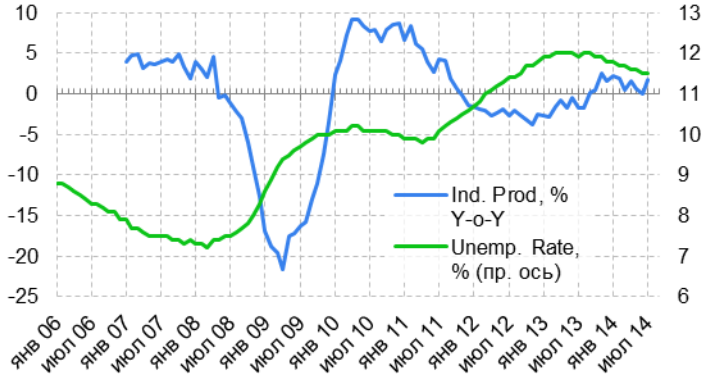
Источник: OECD, FRB of Philadelphia.

Рис. 1.2. США: Индекс менеджеров по продажам (PMI) и индекс предпринимательских ожиданий (GAC)



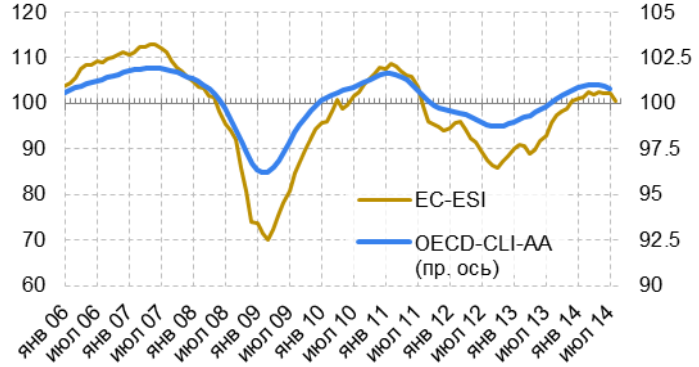
Источник: The Institute for Supply Management, FRB of Philadelphia.

Рис. 1.3. Еврозона: Динамика индекса промышленного производства и уровень безработицы



Источник: Eurostat.

Рис. 1.4. Еврозона: Индекс экономических настроений (ESI) и сводный опережающий индекс (CLI)



Источник: Eurostat, OECD.

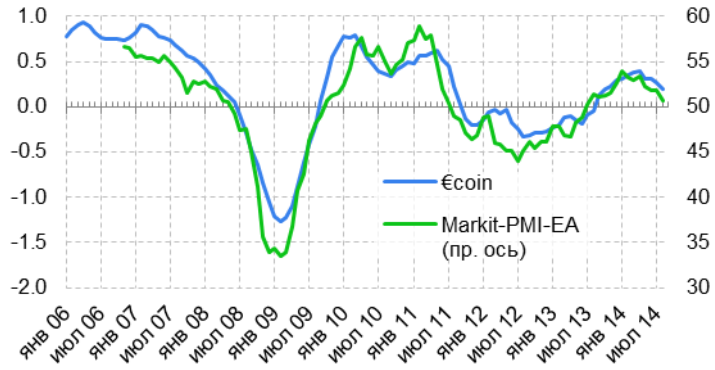
– индекс экономических настроений, основанный на опросах Европейской комиссии, по-прежнему превышает долгосрочное среднее за 1990–2011 гг. (оно принято за 100 пунктов). Иначе говоря, сейчас предпринимательские настроения лучше, чем в среднем за указанные двадцать с лишним лет. Но по сравнению с весной-летом этого года, когда значения индекса находилось на уровне около 102 пунктов, в августе он заметно снизился (100,6 пункта);

– сводный опережающий индекс CLI ОЭСР также уже три месяца снижается, хотя по-прежнему превышает пороговое значение 100% (это указывает на то, что экономика еврозоны все еще находится в фазе циклического роста);

– показатель экономической активности €-coin в августе снизился до 0,19 (максимум наблюдался в апреле: 0,39). Тем не менее, он все еще находится выше нулевого значения, что также говорит о росте экономики;

– наконец, показатель PMI, рассчитываемый Markit Economics, также находится выше «порогового» уровня 50 пунктов (что соответствует росту производства), при этом четвертый месяц подряд (с мая по август) демонстрируя негативную динамику.

Рис. 1.5. Еврозона: Динамика индекса экономической активности €-coin и индекс менеджеров по продажам (PMI)



Источник: CEPR, Markit Economics.

Таким образом, все опережающие индикаторы указывают на продолжение роста экономики еврозоны в настоящее время, но в то же время допускают ухудшение экономической ситуации в ближайшем будущем.

Сергей Смирнов

Макроэкономика

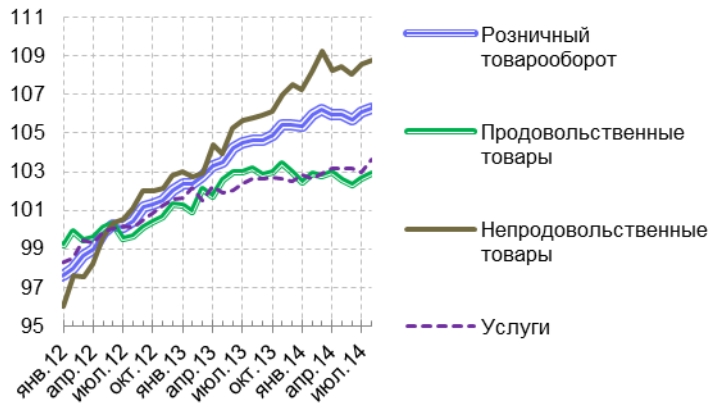
2. Последний месяц лета

Август был отмечен повышенным спросом населения, а также сокращением промышленного производства и инвестиций. Экономика готовится к реализации негативного сценария развития событий, который может перелиться в рецессию уже в текущем году.

В августе 2014 г. Росстат зафиксировал повышение годовых темпов роста розничного товарооборота и платных услуг населению (по сравнению с июлем) – до 1,4% с 1,2% и до 1,0% с 0,6%, соответственно. Устранение сезонности свидетельствует о том, что произошёл и текущий рост спроса (рис. 2.1). Розничная торговля выросла за месяц на 0,2%, а услуги – аж на 0,6%! Сигнал позитивный, но, вероятно, только с виду. Мы почти уверены, что этот позитив в значительной степени обусловлен исключительностью августовской обстановки.

Во-первых, сильное ослабление рубля в июле (на 5% относительно доллара) и августе (на 3,5%) непременно подтолкнуло население к ажиотажному наращиванию потребления – введение продовольственных санкций со стороны России и участившееся употребление в СМИ и в разговорах слова «дефицит» не могло этому не поспособствовать. Во-вторых, сильное ослабление рубля в сочетании с фактом банкротства целого ряда туроператоров могло поставить крест на привычном для россиян августовском отдыхе за рубежом, что могло вылиться в

Рис. 2.1. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)



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

росте потребления (особенно – туристических услуг) на территории России[1].

Но если у населения есть повод наращивать потребление хотя бы в самой краткосрочной перспективе, то к бизнесу понятие «ажиотаж» неприменимо. В августе на фоне ужесточения взаимных санкций инвестиции вновь снизились – на 1,6% к июлю. То есть, если после сильного спада в начале года инвестиции к июню вышли хотя бы на стагнационный уровень, то за июль-август сократились на 3%. Всего за январь-август инвестиции упали относительно соответствующего периода 2013 г. на 2,5%. Схожий пессимизм прослеживается и в строительстве, которое в 2014 г. ускорило снижение: падение в августе составило 3,4% (год к году), а всего за первые восемь месяцев 2014 г. – 3,1%.

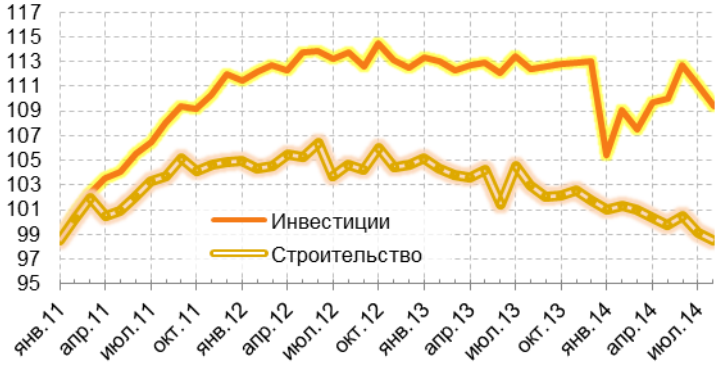
Таблица 2.1. Динамика базовых видов экономической деятельности и инвестиций в основной капитал (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %

	2014 г.						6 мес. к 6 мес. годом ранее	Состояние
	Мар	Апр	Май	Июн	Июл	Авг		
Промышленное производство (Росстат)	0,2	0,7	0,0	-0,7	0,5	-0,6	1,4	стагнация
Промышленное производство (ЦР)	-0,2	0,9	0,1	-0,5	0,2	-0,3	1,4	стагнация
Добыча полезных ископаемых	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,4	0,7	стагнация
Обрабатывающие производства	0,5	0,6	0,0	-0,9	0,3	-0,8	2,3	слабый рост
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-5,3	5,3	1,1	-0,3	1,5	0,4	-1,8	слабое падение
Строительство	-0,3	-0,6	-0,6	0,7	-1,3	-0,4	-3,0	падение
Грузооборот	-0,7	-0,1	1,2	0,5	-1,2	-0,4	0,5	стагнация
Оптовая торговля	-3,2	-0,7	-0,3	-0,8	-1,4	н/д	-4,3	падение
Розничная торговля	0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,3	0,2	2,1	слабый рост
Платные услуги населению	0,3	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,6	0,9	стагнация
Базовые отрасли, без с/х	**-0,8**	**0,2**	**0,1**	**-0,3**	**-0,3**	**0,2**	**-0,2**	**стагнация**
Справочно: инвестиции	-1,5	2,1	0,3	2,4	-1,3	-1,6	-2,1	слабое падение

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

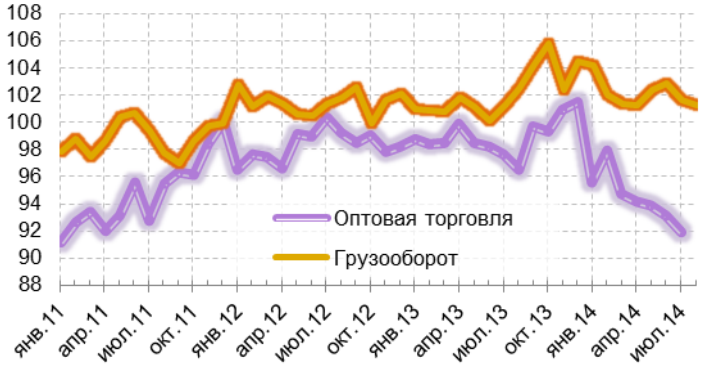
[1] К этим двум факторам можно добавить и отсутствие уточнённых данных по потреблению населением услуг в предшествующие августу месяцы.

Рис. 2.2. Динамика строительства и инвестиций (100 = дек. 2010 г., сезонность устранена)



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

Рис. 2.3. Динамика грузооборота и оптовой торговли (100 = дек. 2011 г., сезонность устранена)



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

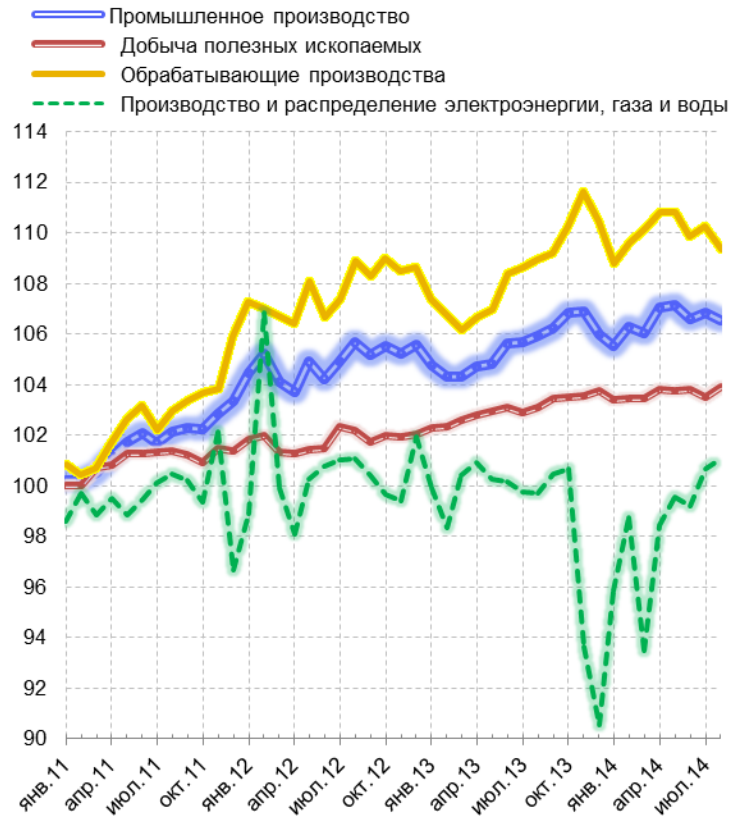
Не чувствуется оживления и в транспортно-дистрибьюторской сфере. Грузооборот в августе вновь сократился на 0,4% и продолжает находиться на уровнях 2012–2013 гг. Оптовая торговля, с конца прошлого года почти непрерывно демонстрировавшая сокращение, к июлю[2] перешла к быстрому падению – минус 6% год к году.

Отсутствие позитивных долгосрочных перспектив роста продолжает сказываться и на российской промышленности, которая в 2014 г. хоть и демонстрирует лучшее состояние, чем большинство других секторов экономики, но всё же сильно ограничена слабым спросом. Промышленное производство сократилось в августе на 0,3%, после роста на 0,2% в июле (табл. 2.1). При этом в добыче после сокращения в июле на 0,3% наблюдался восстановительный рост – на 0,4%, но в целом объёмы добычи не растут с декабря 2013 г. (рис. 2.4).

Обрабатывающие производства, менее зависимые от внешнего спроса и более – от внутреннего (причём на протяжении вот уже года особенно сильная зависимость прослеживается от государственного спроса, см. материал ниже), в августе сократились на 0,8% – до уровня, близкого к уровню середины 2012 г. Снижение наблюдалось во многих подотраслях обрабатывающей промышленности.

Наиболее показательный пример – производство автомобилей, обрушившееся в августе на 37% (!) к июльскому уровню (сезонность устранена), или на 38% к августу прошлого года. То есть произошло то, о чём мы писали ещё с весны – производители наконец-то привели объёмы производства в соответствие с объёмами продаж (рис. 2.5). Вернее, накопленные за предшествующие полгода запасы нераспроданных автомобилей вынуждают производителей на несколько месяцев опустить производство даже ниже уровней, соответствующих текущему спросу – иначе не удастся вывести уровень запасов автомобилей на нормальный уровень. Похожая ситуация наблюдалась и в разгар кризиса 2008–2009 гг., когда

Рис. 2.4. Динамика промышленного производства (100 = дек. 2010 г., сезонность устранена)

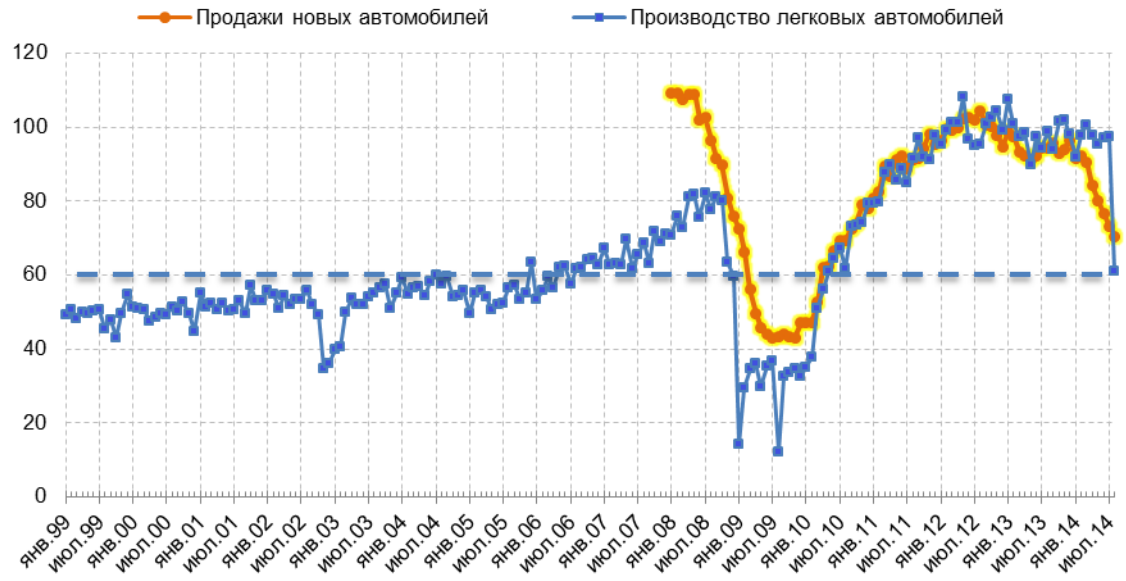


Источник: CEIC Data, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

[2] Данных за август ещё нет.

производство автомобилей сначала игнорировало многомесячное падение продаж (жёсткость контрактов, стимулирующих автодилеров выполнять «план закупок» автомобилей у производителя), а затем за пару месяцев обрушилось в два с лишним раза.

Рис. 2.5. Динамика продаж в России новых легковых и легких коммерческих автомобилей и производства автомобилей (100 = 2012 г., сезонность устранена)



Примечание. Несоответствие в 2008–2009 гг. уровней индекса производства и индекса продаж автомобилей (по сравнению с последующими годами) объясняется меньшей степенью локализации производств автомобилей в те годы.
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

С учётом того, что в августе продажи автомобилей продолжили падать (-26% к августу прошлого года), на кратковременность падения производства рассчитывать не приходится. В отрасли – настоящий кризис, сопровождающийся массовыми увольнениями, и этот кризис уже в ближайшие месяцы начнёт негативно

сказываться на всей экономике. Спад в производстве автомобилей может иметь затяжной характер: это обусловлено не только общей стагнацией экономики, но и тем, что в России в посткризисный период долго действовали программы стимулирования покупок автомобилей[3], главным недостатком которых является истощение будущего спроса за счёт повышенного потребления в текущий (уже прошедший) момент. Сейчас правительство перезапустило программу утилизации старых автомобилей, которая будет действовать с сентября по декабрь 2014 г., но мы не уверены, что она поможет кардинально изменить ситуацию.

Таким образом, в августе прозвучал ещё один тревожный звоночек. С учетом вероятного усиления инвестиционного спада в ближайшие месяцы, обусловленного как фундаментальной слабостью экономики, так и введенными санкциями, Россия имеет реальные шансы скатиться в полномасштабную рецессию, которая может продлиться от года и более.

Николай Кондрашов

Реальный сектор

3. Стоит ли радоваться росту промышленности?

Начиная со второго квартала 2013 г., Росстат практически непрерывно фиксировал существенный по нынешним временам рост промышленного производства, который в первом полугодии 2014 г. наблюдался даже несмотря на украинский кризис и сильное падение ВВП. Но обусловлен такой позитив был ростом закупок государства и госкомпаний (в том числе, закупок вооружений). Промышленность, ориентированная на рыночный спрос, постепенно снижалась на протяжении двух лет.

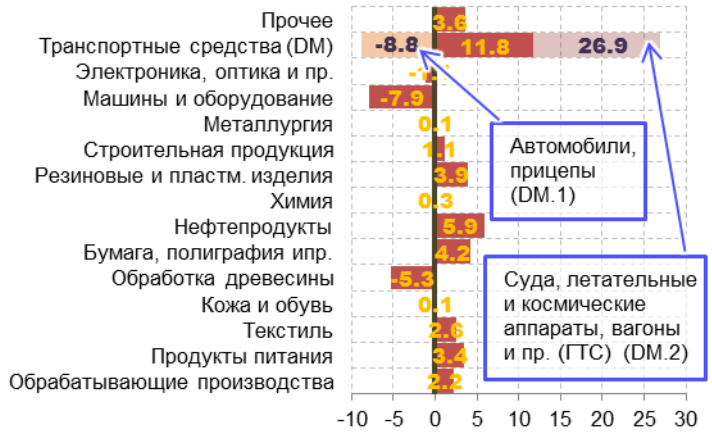
[3] Во-первых, программа льготного кредитования (с марта 2009 г. по конец 2011 г., а также – во втором полугодии 2013 г.). Во-вторых, программа утилизации автотранспорта, или «Автохлам» (2010– 2011 гг.).

Динамика промышленного производства вот уже почти год остаётся, пожалуй, едва ли не единственным позитивным явлением в нашей экономике. В четвёртом квартале 2013 г. индекс промышленного производства поднялся до 1,4% (рост к соответствующему периоду прошлого года) с 0,6% в третьем квартале и -0,2% в первом полугодии 2013 г. В 2014 г. на фоне падения годовых темпов роста ВВП с 1,3% в 2013 г. до 0,9% в первом квартале 2014 г. и 0,8% – во втором квартале, промышленное производство продолжило показывать высокие темпы роста: 1,1% в первом квартале и 1,8% – во втором квартале. Получается, промышленность в первом полугодии 2014 г. росла вдвое быстрее (1,5%, год к году), чем ВВП (0,8%), что вообще случается довольно редко: в частности, рост промпроизводства обгонял рост ВВП в 2010–2011 гг. во время фазы накопления запасов.

Однако, как показывает анализ, секрет последнего года вовсе не в этом. Если обратиться к структуре выпуска обрабатывающих производств, то можно заметить, что из всех подотраслей в 2014 г. по темпу роста резко выделяется подотрасль «Производство отдельных видов транспортных средств и оборудования (DM)» (11,5% в январе-августе к соответствующему периоду 2013 г.), а если точнее – её подраздел под названием «Производство судов, летательных и космических аппаратов и прочих транспортных средств (DM.2)» (рост на 26,9%), рис. 3.1. К этому сегменту промышленности помимо указанного в названии относится производство железнодорожного состава, самолётов, вертолётов, подводных лодок и пр. То есть в эту подотрасль попадает существенная часть транспорта, закупаемого государством и госкомпаниями (типа РЖД), в том числе – военная техника. Поэтому далее в тексте для краткости будем называть эту подотрасль «гостранспортостроением», или сокращенно ГТС.

Интенсификация роста в ГТС началась в середине 2013 г., после чего резко ускорилась в 2014 г. В результате, если по итогам 2013 г. прямой вклад этой подотрасли обеспечил всего 0,2 п.п. прироста индекса выпуска обрабатывающих производств (из 0,5% прироста) и 0,1 п.п. прироста индекса промышленного производства (из 0,4% прироста), то в январе-августе 2014 г. прямой вклад

Рис. 3.1. Динамика обрабатывающей промышленности, по подотраслям (прирост янв.-авг. 2014 к янв.-авг. 2013 гг.), в %



Источник: Росстат.

составил уже 1,1 п.п. из 2,2% прироста обрабатывающих производств и 0,7 п.п. из 1,3% прироста всего промышленного производства[4] (рис. 3.2 и 3.3). Т.е. за период с начала 2014 г. ГТС обеспечивает половину прироста промышленного производства.

Однако приведённые выше вклады – лишь прямые, т.е. вклады непосредственно предприятий, которые производят конечный продукт. В действительности же есть и косвенный вклад, который состоит в том, что для производства транспортных средств необходимо сначала добыть и обработать сырьё (преимущественно металлы и пластик), сделать заготовки, приборы и пр. Этот объём работ разбросан по всему промышленному производству, и напрямую вычленить его на основе данных по промышленному производству невозможно (для этого нужен детализированный межотраслевой баланс, но Росстат пока только обрабатывает полученные для него данные). Однако из данных формы 5z отчётности Росстата следует, что для производства подотраслью ГТС 100 рублей добавленной стоимости нужно потратить примерно 120 рублей на отечественное сырье и материалы. Наши оценки создаваемых при этом добавленных стоимостей позволяют сделать вывод о том, что косвенный вклад взрывного роста ГТС примерно равен прямому вкладу, т.е. совокупный вклад численно равен двум прямым вкладам[5]. При этом уровень запасов сырья и материалов в ГТС на всём анализируемом промежутке времени оставался стабильным, т.е. наращивание выпуска транспортных средств осуществлялось за счёт наращивания закупок сырья и материалов, а не использования уже имеющихся у предприятий запасов.

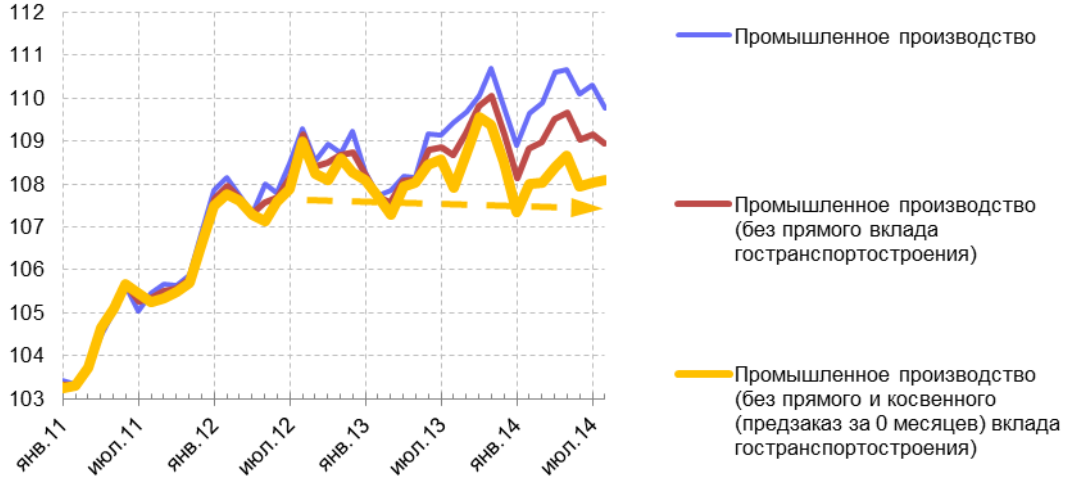
Рис. 3.2. Прямой вклад «гостранспортостроения» (ГТС) в динамику выпуска обрабатывающих производств (100 = 2010 г., сезонность устранена), в %

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

[4] Вес ГТС в обрабатывающей промышленности (как доля добавленной стоимости) составляет 4,69%, а вес во всей промышленности в целом – 2,58%.

[5] Помимо указанных прямого и косвенного вкладов есть ещё один косвенный вклад, заключающийся в том, что некоторые элементы для некоторых видов транспортных средств (к примеру, котлы для реакторов в подводных лодках) рассматриваются как основной капитал, и потому соответствующая добавленная стоимость отражается как амортизация, разнесённая на многие годы. Поэтому даже форма 5z не позволяет оценить стоимость всего оборудования, произведенного для нужд ГТС.

Рис. 3.4. Прямой и косвенный вклад ГТС в индекс промышленного производства (100 = 2010 г., сезонность устранена), в %



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

Рис. 3.3. Прямой вклад ГТС в индекс промышленного производства (100 = 2010 г., сезонность устранена), в %

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

Согласно нашим оценкам, ускоренный рост ГТС обеспечил в январе-августе 2014 г. 1,3 п.п. из 1,4% годового прироста промышленного производства (рис. 3.4), т.е. без такой аномальной ситуации рост промышленности за 8 месяцев составлял бы всего 0,1%[6].

Из полученных результатов мы делаем ряд содержательных выводов. Во-первых, рост промышленности в 2014 г. полностью обеспечен спросом со стороны государства. Во-вторых, госстимул в виде закупок военной техники статистически показал свою состоятельность – вклада ГТС в рост промышленности,

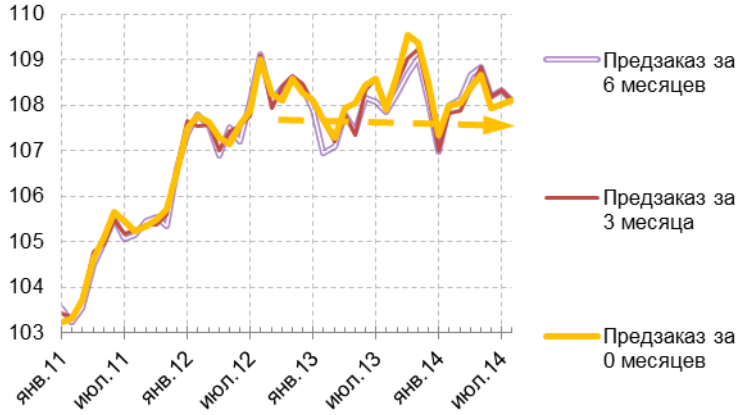
[6] При оценке полного вклада ГТС мы предположили, что прямой и косвенный вклад синхронны, т.е. производство сырья, материалов и комплектующих для транспортных средств растёт в тот же месяц, что и выпуск транспортных средств («предзаказ на компоненты за 0 месяцев»). Но мы также рассматривали другие предпосылки – предзаказ за 3 месяца или за 6 месяцев. Как показывают расчёты (рис. 3.5), общая картина (стагнация промышленности, ориентированной на частный спрос) содержательно не меняется.

сопоставимого с тем, что наблюдается в 2014 г., не было с 2001 года. Почти полтора десятка лет ГТС, согласно данным Росстата, вообще практически не влияло на динамику промышленности. В-третьих, рост государственных и квазигосударственных закупок никак не трансформируется в рост других секторов промышленности (кроме производителей соответствующих компонент и материалов, разумеется): выпуск, определяемый частным (внутренним и внешним) спросом, стагнирует уже два года – со второго полугодия 2012 г. Т.е. ни госстимул, ни девальвация не вывели промышленность из состояния стагнации. В свою очередь импортозамещение, о чём так много говорят, начиная с весны, пока не оказало заметного эффекта на промышленную динамику. Пробуждение – дело непростое.

Судя по имеющимся данным, рост производства, если не всего ГТС, то, по крайней мере, его «военной» части, будет наблюдаться еще полтора-два года, поэтому удивляться сохранению существенного разрыва между динамикой ВВП и динамикой промышленности не следует.

Николай Кондрашов, Елена Балашова

Рис. 3.5. Индекс промышленного производства (100 = 2010 г., сезонность устранена, в %) без прямого и косвенного вклада подотрасли ГТС при различных гипотезах о сроках предзаказа материалов и комплектующих для производства в ГТС



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

Реальный сектор

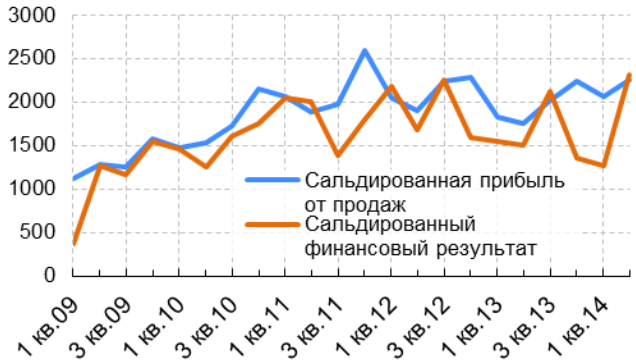
4. *Финансовый результат во втором квартале: прибыли прибыло, убытки на минимуме*

Рост выручки от продаж на фоне снижающейся динамики затрат на производство и реализацию продукции, положительное сальдо по внереализационным операциям, минимальные за последние семь лет убытки убыточных предприятий способствовали росту сальдированного финансового результата экономики во втором квартале 2014 года более чем на 50% к соответствующему периоду прошлого года. Что это: основания для оптимизма на будущее или краткосрочный эффект низкой базы?

По данным Росстата, во втором квартале 2014 года выручка от продаж выросла всего на 1,7%, при этом себестоимость проданной продукции снизилась на 2,7%, а суммарные издержки производства и реализации (с учётом роста коммерческих и управленческих расходов) оказались на 0,3% ниже прошлогоднего уровня. Всё это обеспечило почти 30%-ный рост прибыли от продаж относительно второго квартала 2013 года. Правда, тогда был зафиксирован минимальный с 2011 года квартальный показатель прибыли от продаж. Кроме того, положительное сальдо внереализационных операций во втором квартале текущего года (+59 млрд. руб.) против отрицательного результата годом ранее (-241 млрд. руб.) добавило ещё 300 млрд. руб., и сальдированный финансовый результат экономики вырос относительно прошлогоднего уровня на 53,3%. Таким образом, можно констатировать, что эффект низкой базы оказался определяющим в достижении рекордных темпов роста сальдированной прибыли экономики до налогообложения в рассматриваемом периоде (см. табл. 4.1 и рис. 4.1).

Вместе с этим нельзя не отметить минимальный за последние семь лет объём убытков убыточных предприятий (см. рис. 4.2.), составивший во втором квартале текущего года всего 27 млрд. руб. Годом ранее сумма убытков превышала 428 млрд. руб. при том, что количество убыточных предприятий за прошедший год снизилось незначительно – лишь на 3%. Учитывая замедляющуюся в 2014 году динамику выпуска базисных отраслей, скорее всего, сокращение убытков во втором квартале 2014 года обусловлено снижением производственных издержек в результате вовлечения в производство ранее накопленных, но полностью не использованных, (а соответственно и более дешёвых) товарно-материальных запасов.[7]

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



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

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

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

[7] Данных Росстата о динамике производственных запасов во втором квартале 2014 года по экономике в целом пока нет, но в обрабатывающем секторе промышленности запасы относительно второго квартала 2013 года сократились на 16%, в энергетическом секторе – на 13,7%, в добыче – почти на 40%.

Таблица 4.1. Финансовые результаты экономики (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых компаний) во втором квартале 2012–2014 гг.

	II квартал 2012 г.	II квартал 2013 г.	II квартал 2014 г.
Выручка от продажи продукции, млрд. руб.	22464,6	26582,6	27022,9
к соответствующему периоду предыдущего года, %		18,3	1,7
Себестоимость проданной продукции, коммерческие и управленческие расходы, млрд. руб.	20557,6	24831,2	24767,6
к соответствующему периоду предыдущего года, %		20,8	-0,3
Прибыль от продажи продукции, млрд. руб.	1907,0	1751,4	2255,3
к соответствующему периоду предыдущего года, %		-8,2	28,8
Сальдо внереализационных операций, млрд. руб.	-226,7	-241,3	59,0
Прибыль прибыльных организаций, млрд. руб.	1990,1	1938,3	2341,35
к соответствующему периоду предыдущего года, %		-2,6	20,8
Убыток убыточных организаций, млрд. руб.	309,8	428,2	27,0
к соответствующему периоду предыдущего года, %		38,2	-93,7
Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток до налогообложения), млрд. руб.	1680,3	1510,1	2314,3
к соответствующему периоду предыдущего года, %		-10,1	53,3
Налог на прибыль, млрд. руб.	728,8	446,9	577,9
к соответствующему периоду предыдущего года, %		-38,7	29,3
Удельный вес сальдированной прибыли до налогообложения в ВВП, %	11,3	9,4	13,1

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

Что касается прибыли прибыльных предприятий, формирующей базу для налога на прибыль, то здесь, хотя никаких рекордов зафиксировано не было (были результаты и повыше, например, в первом и третьем кварталах 2012 года), ситуация выглядит неплохо: поступление налога на прибыль в консолидированный бюджет РФ во втором квартале текущего года превысило прошлогодний уровень на 29%, а в региональные бюджеты – на 33%. Впрочем,

здесь тоже не стоит забывать об эффекте базы и провальном (с точки зрения прибыли) 2013-м годе: хотя по сравнению с прошлым годом доходы региональных бюджетов от налога на прибыль выросли на 118 млрд. руб., но относительно второго квартала 2012 года региональные бюджеты недополучили 139 млрд. руб.

Обобщающий показатель эффективности производственно-финансовой деятельности – рентабельность проданной продукции (рассчитанная как отношение сальдированной прибыли до налогообложения к выручке от продаж) составила во втором квартале текущего года 8,6% против 5,7% годом ранее.

В целом, пока можно говорить лишь о том, что финансовые успехи экономики во втором квартале текущего года носят краткосрочный, скорее даже статистический характер. На фоне уже ставшего фактом дальнейшего замедления темпов экономического роста в июле-августе, падения цен на нефть на мировом рынке, опережающего роста цен на производственные ресурсы относительно цен на продукцию обрабатывающих производств вряд ли стоит ожидать роста прибыли и рентабельности российской экономики в третьем квартале.

Елена Балашова

Денежная политика

5. Основные направления – в сплошном тумане

Опубликованный 12 сентября 2014 г. Банком России проект «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 г. и на период 2016 и 2017 годов» (далее «Основные направления»), к сожалению, дает мало информации для понимания того, какой логикой будет руководствоваться Банк России в ближайшие годы, проводя свою денежную политику, не говоря уже о том, что в документе не содержится никаких количественных параметров ключевых элементов политики Центрального банка.

Мы не хотим спорить о терминах. И, уж, коли Банку России хочется убедить всех в том, что он проводит политику инфляционного таргетирования, то пусть так эта политика и называется. Для нас гораздо важнее понять, в каком направлении будет ориентирована эта политика? Насколько жесткими являются цели Банка России по инфляции? Может ли Центробанк имеющимся набором инструментов достичь поставленных целей? И что будет, наконец, с курсом рубля и с процентными ставками?

К сожалению для себя, мы вынуждены констатировать, что внятных ответов ни на один из этих вопросов в опубликованном документе нам найти не удалось. Вот как видится Банку России развитие ситуации в следующем году в базовом сценарии: *«Прогнозируемый сдержанный рост потребительского спроса (с этим готов согласиться – СА), стабильная динамика валютного курса (откуда она возьмется при плавающем курсе рубля и ярко выраженной сезонности? – СА) и предполагаемое (кем и на основании чего? – СА) снижение инфляционных ожиданий при сохранении умеренно жестких денежно-кредитных условий (запомним: ключевая ставка Банка России на уровне инфляции называется «умеренно-жесткой» – СА) и распределенном влиянии уже произошедшего в 2014 году замедления роста денежных и кредитных агрегатов будут обеспечивать условия для последовательного замедления инфляции. Ожидается, что после сохранения на повышенном уровне в 2014 году инфляция продемонстрирует значительное снижение в течение 2015 года».* То есть Банк России вообще (!) не намерен ничего менять в своей политике и рассчитывает на то, что великий русский «авось» сам по себе обеспечит снижение инфляции.

Наша попытка найти в документе принципы, которыми будет руководствоваться Банк России при принятии решений об изменении или не изменении ключевой ставки, также ни к чему не привели. Вот как определяется в документе подход Банка России по этому вопросу: *«ключевая ставка Банка России, которая устанавливается исходя из перспектив достижения цели по инфляции и отражает направленность денежно-кредитной политики».* Как мы понимаем,

сегодня у Банка России нет никаких надежд на достижение поставленных на текущий год целей по инфляции (с чем согласен и сам Банк России). Но, если в такой ситуации Банк России не считает нужным повышать уровень своей ставки, означает ли это, что так он будет поступать всегда? А что он будет делать, если инфляция и дальше будет расти?

Стоит ли на этом фоне говорить о том, что в документе нет ни одного предложения, посвященного анализу текущей ситуации, которая характеризуется снижением спроса на деньги? Или разговора на тему о том, должны ли в российской экономике процентные ставки по депозитам и по кредитам быть положительными (т.е. выше уровня текущих инфляционных ожиданий)?

Вопреки мнению многих экспертов, мы не считаем, что Банк России вводит какие-либо новации в части своей валютной политики. Да, он пообещал с начала 2015 года прекратить валютные интервенции, направленные на сдерживание или сглаживание курсовых колебаний, оставив при этом за собой право проводить валютные интервенции в случае дестабилизации ситуации на финансовых рынках. Кроме того, Банк России пообещал транслировать на валютный рынок операции Минфина по наращиванию (или сокращению) средств резервных фондов. Но, по сути дела, именно такую политику проводило прежнее руководство Банка России в последние полтора года своего нахождения на Неглинной, и той же линии стало придерживаться нынешнее руководство, начиная с мая текущего года.

Подводя итоги, мы должны признаться: если Банк России руководствовался при написании этого документа известной фразой Алана Гринспена – «Если вы меня хорошо поняли, значит, я не точно выразился», то ему это удалось в полной мере. Мы не поняли ничего и не нашли в документе ответов на интересующие нас вопросы. С одной стороны, удерживая свои планы в тайне, Банку России будет проще отчитываться о выполнении своих задач; но, с другой стороны, для всех гораздо важнее будет оценка Банка России по его делам, т.е. по итогам его деятельности.

Сергей Алексашенко

Банковская система

6. Денежно-кредитная утопия

Проект документа под названием «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов», представленный недавно Банком России, заметно отличается от «Основных направлений» предыдущих лет.

Это отличие лежит, прежде всего, даже не в содержании, а в самом его духе. Можно сказать, что эти «Основные направления» написаны просто в ином жанре, они более теоретически и стилистически выверены, хотя, как и их предшественники, страдают обилием мало о чём говорящей информации.

Уже в самом начале документа Центробанк расставляет все точки над i, постулируя, что «при проведении денежно-кредитной политики не устанавливаются целевые ориентиры по каким-либо другим экономическим показателям, кроме инфляции». Таким образом, Банк России подтверждает окончательный переход к политике инфляционного таргетирования с начала будущего года.

После следует весьма качественный рассказ о том, что должен делать любой центральный банк мира, чтобы инфляционное таргетирование успешно работало в экономике. Заметим от себя, что такая экономика обязана отвечать, как минимум, следующим характеристикам:

1. Высокая степень диверсификации.
2. Значительная степень конкуренции.
3. Масштабное вовлечение в международное разделение труда в отраслях с высокой добавленной стоимостью.

И вот, если в такого рода экономической системе появляются некоторые узкие места, то они с большой степени эффективности расшиваются в рамках денежно-

кредитной политики, направленной на «оптимизацию» ожиданий хозяйствующих субъектов. Воздействие это осуществляется благодаря управлению инфляционными ожиданиями через механизм процентных ставок. Необходимым элементом для успеха является доверие к постоянству принципов ДКП, осуществляемой независимым Центральным банком.

К сожалению, нигде далее в тексте нет даже намёка на то, что же роднит российскую экономику с той идеальной моделью, на которую ориентируется Банк России. Можно скрепя сердце согласиться, что сейчас, в моменте, наша экономика не удовлетворяет «минимальным системным требованиям» для успешного проведения политики инфляционного таргетирования, пусть и остаётся неясным, зачем же тогда к этой политике переходить. Но ведь и полслова не говорится и о том, как и каким образом существующая политико-экономическая модель сможет трансформироваться в новое качество. Отсюда возникает не разрешаемое в документе противоречие между теорией и существующей действительностью, и, видимо, в чёрную дыру этого противоречия канули ответы на самые животрепещущие вопросы, связанные с конкретными действиями Банка России в той или иной реальной ситуации.

Кроме того, бросается в глаза стремление авторов документа вообще обойти вниманием политические риски. Особенно явно это проявляется в разделе, посвящённом сценарным условиям развития российской экономики в 2015-2017 годах, где политический риск практически признаётся равным нулю, что весьма благоприятно сказывается на динамике оттока капитала и, соответственно, на остальных экономических параметрах. Отсюда опять же возникает непонимание, что же будет делать регулятор, если экономика страны скатится в рецессию – такой вариант вообще не рассматривается. О каком же понимании правил игры, благотворно влияющем на ожидания хозяйствующих субъектов тогда можно говорить? Как, рассказывая о нереалистичных прогнозах, можно заслужить доверие к собственным планам?

Исходя из всего ранее сказанного, окончательный переход к политике инфляционного таргетирования можно было бы расценивать как масштабный

эксперимент с неясными результатами. Но у нас нет особых сомнений, что независимость в этом вопросе Банка России будет весьма ограничена. Кроме того, нет особых сомнений, что политика Центробанка будет в каждый конкретный момент времени корректироваться как здравым смыслом, так и политической целесообразностью. Именно так дело обстоит сейчас, и не видно факторов, ведущих к изменению сложившейся ситуации. Но тогда в чём же ценность представленных «Основных направлений»? А эта ценность есть, и она не столь мала, как может показаться. В условиях наступающего системного кризиса российской экономики нерационально требовать от Центробанка проведения политики стимулирования роста в рамках умирающей системы. Его задача значительно сложнее – не дать системе рухнуть, похоронив под собой многих и многих, а стараться всеми путями дать политическому руководству страны ещё одну отсрочку, необходимую для проведения уже перезревших реформ. А вот для такой специфической задачи политика инфляционного таргетирования выглядит далеко не самой неразумной. Ну а во власти руководителей страны либо воспользоваться очередной отсрочкой, либо нет.

Дмитрий Мирошниченко

Платежный баланс

7. Валютный курс и прогноз Банка России

На прошлой неделе курс доллара поставил очередной рекорд, вплотную приблизившись к 39 рублям, а стоимость бивалютной корзины превысила 43,8 рублей. Снижению рубля предшествовала публикация проекта основных направлений денежно-кредитной политики Банка России и расширение санкций против России. Краткосрочную реакцию рынка мы уже увидели. Попробуем разобраться, что же ожидает нас в среднесрочной перспективе?

Сегодня можно смело утверждать: пик своего «могущества» рубль прошел в начале 2011 г. Начиная с того момента, сформировалась устойчивая тенденция к его ослаблению со средней скоростью около 12% в год (38% за три года). Поскольку в последние годы Банк России предоставил курсу рубля большую степень свободы, то курсовая динамика сильно напоминает американские горки при высокой волатильности, превышающей в размахе (от локальных минимума до максимума) 10%, которые, однако, не могут скрыть общий тренд (рис. 7.1).

Мы считаем, что сегодня есть все основания прогнозировать сохранение тенденции к ослаблению рубля. В краткосрочной перспективе расширение санкций против России весьма болезненно для рубля, поскольку они сопровождаются ограничением доступа к мировому рынку капитала. Даже ослабление санкций или их отмена вряд ли приведут к резкому притоку дешевых денег в страну и росту рубля в связи с ожидаемым началом ужесточения денежно-кредитной политики ведущих центробанков мира. В долгосрочной перспективе фундаментальные факторы – сокращение профицита счета текущих операций и высокий чистый отток капитала – также не дают надежд на укрепление рубля. Но это наше видение ситуации, а вот что считает Банк России, рассмотрим подробнее.

В проекте «Основных направлений» рассматривается три сценария: первый (базовый) предполагает: 1) постепенное восстановление мировой экономики; 2) незначительное снижение мировых цен на нефть; 3) снятие большей части введенных в текущем году взаимных санкций; 4) сохранение на прежнем уровне налоговой нагрузки. Ухудшаем два последних пункта – получаем второй сценарий, ухудшаем три последних пункта – третий сценарий. Ключевыми с точки зрения платежного баланса и курса рубля являются: цена на нефть (определяет экспорт, торговый баланс и в целом счет текущих операций) и чистый отток частного капитала (в соотношении с притоком валюты по текущим операциям определяет курс рубля и/или изменение резервов). При этом предусматривается сохранение режима почти свободно плавающего валютного курса.

Рис. 7.1. Динамика валютного курса (1 января 2009=1)

Источник: Reuters.

В первых двух сценариях цены на нефть плавно снижаются со 106,5 долл./барр. в текущем году до 102,5 долл./барр. в 2017 г. Третий сценарий – самый негативный: нефтяные цены падают до 86,5 долл./барр. в конце прогнозного периода. Однако при этом прогнозы российского экспорта достаточно оптимистичны. В текущем году Банк России ожидает снижение российского экспорта на 6 млрд. долл. (до 517 млрд. долл., табл. 7.1) по сравнению с 2013 г. Нефтяные цены за год сокращаются на 1,8 долл./барр. (т.е. при прочих равных на каждый нефтяной доллар приходится чуть более 3,3 млрд. долл. экспортной выручки). В первых двух сценариях стоимость российского экспорта растет несмотря на снижение нефтяных цен – иными словами, Банк России решительно ставит на рост несырьевого экспорта. И так происходит на всем протяжении прогноза.

Таблица 7.1. Прогноз платежного баланса, млрд. долл.

	факт	оценка	Сценарий 1			Сценарий 2			Сценарий 3		
	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Счет текущих операций	**32**	**55**	**37**	**26**	**15**	**50**	**41**	**43**	**32**	**14**	**2**
Торговый баланс	*180*	*195*	*184*	*179*	*176*	*191*	*184*	*187*	*173*	*158*	*148*
Экспорт	523	517	516	521	526	516	520	525	497	488	484
Импорт	-343	-322	-332	-342	-350	-325	-336	-338	-324	-330	-336
Баланс услуг	*-59*	*-59*	*-66*	*-71*	*-77*	*-66*	*-65*	*-64*	*-65*	*-66*	*-66*
Экспорт	70	71	72	73	79	70	73	78	70	71	74
Импорт	-129	-130	-138	-144	-156	-136	-138	-142	-135	-137	-140
Баланс доходов	*-89*	*-81*	*-81*	*-82*	*-84*	*-76*	*-78*	*-80*	*-76*	*-78*	*-80*
Счет операций с капиталом	**0**	**-10**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Финансовый счет	**-54**	**-86**	**-37**	**-26**	**-15**	**-50**	**-41**	**-43**	**-32**	**-27**	**-12**
Денежные власти	*6*	*4*	*-2*	*3*	*3*	*-2*	*0*	*0*	*-2*	*0*	*0*
Частный сектор	*-61*	*-90*	*-35*	*-29*	*-18*	*-48*	*-41*	*-43*	*-30*	*-27*	*-12*
Изменение резервов	**22**	**41**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**13**	**10**
Цены на нефть, долл./барр.	108,3	106,5	104,8	103,1	102,5	104,8	103,1	102,5	99,5	90,8	86,5
Сальдо неторговых операций	-148	-140	-147	-153	-161	-141	-143	-144	-141	-144	-146

Источник: Банк России.

В первых двух сценариях при снижении нефтяных цен за три года на 4 долл./барр. совокупный экспорт растет на 9 млрд. долл.; таким образом, несырьевой экспорт (это около 20% всего экспорта, или 100 млрд. долл.) вырастает более чем на 20%. В третьем сценарии эластичность экспорта по цене на нефть снижается с 2,9 млрд. долл. в 2015 г. до примерно 1 млрд. долл. в последующие два года. Если предположить, что это обеспечивается несырьевым сектором, то его экспорт за три года вырастает на одну треть. На какие механизмы надеется Банк России, остается непонятным. Если в первом сценарии можно предположить, что какие-то его надежды связаны с отменой санкций (впрочем, не очень понятно, какие санкции сегодня всерьез сдерживают рост российского несырьевого экспорта), то единственное, что нам приходит в голову в рамках второго и третьего сценариев – это ослабление рубля.

На этот раз Банк Росси не дает никаких курсовых ориентиров в «Основных направлениях», но упоминает при этом стабильный валютный курс в первом сценарии, больший отток капитала, сопровождающийся «соответствующей курсовой динамикой» во втором сценарии, и «некоторое ослабление рубля» в третьем сценарии. Иными словами, ни о каком общем тренде ослабления рубля, а тем более об американских горках, речи не идет. В частности, это видно по динамике импорта, которая примерно одинакова во всех сценариях – рост стоимости на 1–3% в год. Вряд ли такое возможно при значительной девальвации рубля, например, в третьем сценарии. Поверить в то, что в Банке России не знают, что импорт реагирует на курс – лежащий в основе платежного баланса стабилизационный механизм, когда за счет девальвации рубля и сокращения импорта восстанавливается профицит счета текущих операций, – мы просто не можем.

Уверенность регулятора в устойчивости курсовой динамики в рамках «Основных направлений», базируется на двух моментах – сохраняющийся (но при этом резко снижающийся) профицит СТО и резкое (в разы) сокращение чистого оттока капитала частного сектора. Однако тут наши и официальные прогнозы кардинально расходятся.

По нашему мнению, сокращение профицита СТО в первом (до 15 млрд. долл. в 2017 г.) и, особенно, в третьем сценариях (до 2 млрд. долл.) является мощным девальвационным фактором для инвесторов, приводящим к росту спроса на валюту и оттоку капитала из страны. Но в прогнозе Банка России чистый отток капитала в этих двух случаях сокращается, соответственно, до 18 и 12 млрд. долл. – в 5–8 раз по сравнению с оценкой на текущий год (90 млрд. долл.). И это несмотря на малопривлекательный инвестиционный климат и вялый прогнозный рост российской экономики. Почему такой низкий отток капитала? Ответ прост: так получилось у Банка России, на то он и баланс – маленький профицит СТО, соответственно, низкий отток капитала. Все просто, если вам запрещено начальством прибегать к балансировке платежного баланса за счет курса. В качестве небольшой фронды можно в крайнем сценарии немного увеличить отток капитала за счет незначительного снижения резервов (снижение резервов на 10–13 млрд. долл. в 2016 и 2017 гг.). Конечно, прогнозировать отток капитала с высокой степенью достоверности практически невозможно. Но рассчитывать его, как это делает Банк России, по остаточному методу – тоже не выход из положения.

В отличие от Банка России, который, похоже, занял следующую позицию – пусть рынок сам решает, какой будет курс, коли курс плавающий, – нам кажется, что сохранение сложившегося тренда на ослабление рубля объективно обусловлено. Чтобы его сломать в краткосрочной перспективе, в мире должны случиться серьезные изменения в динамике нефтяных цен – что пока представляется маловероятным. Чтобы сломать его в долгосрочной перспективе, российские власти должны самым серьезным образом поменять свою политику. И не только экономическую. Что еще менее вероятно.

Сергей Пухов

Бюджет

8. Дефицитный федеральный бюджет

На прошлой неделе Правительство России рассмотрело и в целом одобрило проект федерального бюджета на 2015–2017 годы. Бюджет основан на базовом (консервативном) сценарии экономического развития на ближайшие три года, который, на наш взгляд, достаточно оптимистичен.

Доходы и расходы федерального бюджета на 2015–2017 годы в % к ВВП отражены в таблице 8.1. Из приведенных данных видно, что доходы снижаются, а расходы снизить не удается. Напротив, потребности бюджета диктуют необходимость их увеличения. При сохранении бюджетного правила увеличение расходов бюджета, при заданных параметрах базовых нефтегазовых доходов, возможно только при увеличении ненефтегазовых доходов. Минфин стремился решить эту задачу всеми доступными и недоступными средствами.

Для начала в базовый макропрогноз на 2015 год[8] был заложен оптимистический прогноз в части инфляции (5,5%) и предположение об ограниченном действии санкций. Затем ненефтегазовые доходы дополнительно увеличены на 100 млрд. руб. путем зачисления в них поступлений от продажи в 2015 году акций «Роснефти». Ну и напоследок Минфин согласился с предложением социального блока о конфискации накопительной части пенсий и в 2015 году (около 600 млрд. руб., с учетом размещения в НПФ и ВЭБ). Справедливости ради отметим, что после всего этого в 2015 году правительство решило не повышать налоговую нагрузку, за исключением отмены предельной базы для начисления страховых взносов на ОМС работающего населения.

Титанические усилия при подготовке проекта бюджета были проделаны по оптимизации структуры расходов и концентрации ресурсов на приоритетных

Таблица 8.1. Доходы, расходы и дефицит федерального бюджета, в % к ВВП

	2012 отчет	2013 отчет	2014 оценка	2015 прогноз	2016 прогноз	2017 прогноз
Доходы	20,7	19,5	19,9	19,4	18,9	18,3
Расходы	20,7	20,0	19,5	20,0	19,5	18,9
Дефицит	-0,1	-0,5	0,4	-0,6	-0,6	-0,6

Источник: Минфин России.

[8] Особое внимание в мониторинге уделяется проектировкам на 2015 год, поскольку цифры на 2016 и 2017 годы будут многократно пересматриваться.

направлениях. Некоторые предложения Минфина в этой области – в частности, предложение об отмене выплат фиксированной части пенсии – не были поддержаны правительством, работа в этом направлении продолжается. (Где взять деньги, как не у населения?). Посмотрим на результаты этих усилий – на структуру расходов федерального бюджета.

Как видно из таблицы 8.2, в структуре расходов федерального бюджета монотонно увеличивается доля расходов на управление – невозможно сокращать расходы на самих себя. Ожидаемо, на 1,6 процентных пункта по сравнению с 2014 годом, увеличиваются расходы на оборону. По сравнению с 2012 годом эта доля выросла более чем 5 процентных пунктов. Еще одним бенефициаром в 2015 году стала национальная экономика. Расходы по данному направлению в 2015 году увеличиваются по сравнению с 2014 годом на 1,9 процентных пункта. Доли расходов на социальную политику, включающие в себя трансферт Пенсионному фонду, в 2014–2015 годах ниже соответствующих показателей 2012–2013 года на 3–4 процентных пункта из-за приостановки отчислений страховых взносов на накопительную часть пенсии.

За счет каких разделов расходов осуществляется структурный маневр по расходам в 2015 году? Доля расходов на образование по сравнению с 2014 годом сократилась на 0,7%. Доля расходов на здравоохранение в 2015 году по сравнению с проектировками на 2014 год должна сократится на 1,1% (на 3% в номинальном выражении), несмотря но то, что на финансирование отрасли будут дополнительно направлены трансферты из бюджета ФОМС. Наконец, доля расходов на межбюджетные трансферты сокращается по сравнению с 2014 годом на 1,2%, в номинальном выражении трансферты должны сократиться на 13% (времена тяжелые, не до решения региональных проблем, по крайней мере, не всех регионов).

Резкое увеличение расходов на национальную экономику в 2015 году требует специального комментария. Как видно из данных таблицы 8.3, рост расходов по разделу «национальная экономика» связан с двумя подразделами: «Дорожное

Таблица 8.2. Структура расходов федерального бюджета в 2012-2015 гг. , в % к общему объему расходов

	2012	2013	2014	2015
Общегосударственные вопросы	6,25	6,38	7,04	7,18
Национальная оборона	14,06	15,77	17,73	19,37
Национальная безопасность	14,30	15,45	14,85	13,91
Национальная экономика	15,27	13,86	15,71	17,58
ЖКХ	1,77	1,33	0,90	0,82
Образование	4,68	5,04	4,65	3,95
Здравоохранение	4,76	3,76	3,84	2,72
Социальная политика	29,94	28,73	24,99	25,38
Межбюджетные трансферты	4,65	5,01	5,60	4,38
Обслуживание государственного долга	2,48	2,70	3,10	2,95
Прочие разделы	1,83	1,98	1,59	1,76

Источник: Минфин России, газета «Ведомости».

хозяйство» и «Другие вопросы национальной экономики». По подразделу «Дорожное хозяйство» рост связан с финансированием строительства московского транспортного узла и является, по заявлению министра финансов А.Силуанова, компенсацией Москве и Московской области за отказ от введения налога с продаж. Рост расходов по подразделу «Другие вопросы в области национальной экономики» связан с новыми для российской экономики расходами на ФЦП «Социально-экономическое развитие Республики Крым и г.Севастополь до 2020 года» в объеме 373 млрд. руб. (14% расходов по разделу «Национальная экономика, 2,4% от общего объема расходов – сравнимо с расходами на здравоохранение). На что конкретно будут потрачены деньги, понять невозможно, речь идет о неких непрограммных расходах в рамках ФЦП (sic!).

И наконец, какой ценой сторонникам сохранения бюджетного правила удается удерживать этот оплот? Потому что есть еще Фонд национального благосостояния (ФНБ), который наконец-то решили потратить. По данным Минфина, в начале сентября ФНБ составлял 3150 млрд. руб., из них в ВЭБ (т.е. навечно) размещено 474 млрд. руб. Формально, 120 млрд. руб. из этой суммы ВЭБ должен вернуть в декабре 2014 года, но что-то нам подсказывает, что этого сделано не будет.

Правительство уже приняло решение инвестировать 60% ФНБ, но не более 1740 млрд. руб. в соответствии с июньским Постановлением правительства. Если это будет сделано в течение одного года, то это равносильно увеличению дефицита бюджета на 2,8% ВВП. Мы сильно сомневаемся, что это приведет к повышению бюджетной устойчивости или к снижению инфляции.

Андрей Чернявский

Таблица 8.3. Структура расходов на национальную экономику по подразделам, млрд. руб.

	2014 г.	2015 г.
Всего	**2193**	**2722**
Открытая часть	2161	2529
Общеэкономические вопросы	363	172
Топливно-энергетический комплекс	8	7
Исследование космического пространства	28	37
Воспроизводство минерально-сырьевой базы	40	40
Сельское хозяйство и рыболовство	159	155
Водное хозяйство	17	16
Лесное хозяйство	7	33
Транспорт	254	333
Дорожное хозяйство	498	635
Связь и информатика	35	31
Прикладные научные исследования в области национальной экономики	206	207
Другие вопросы в области национальной экономики	545	862

Источник: Минфин России.

Прогноз

9. Мировая экономика и российские прогнозы

Появление в последние дни нескольких новых прогнозов развития мировой экономики и экономики России на среднесрочный период (ОЭСР, ЕБРР, Банк России) заставляет вспомнить старый анекдот о том, что экономика – это единственная сфера деятельности, где можно получить Нобелевскую премию за прямо противоположные взгляды на одну проблему.

Последняя декада оказалась богатой на новые прогнозы и мировой, и региональной, и российской экономики. По базовому варианту нового прогноза ЕБРР ВВП России в текущем году не вырастет, а в будущем – сократится на 0,2%[9]. При этом в базовом сценарии Банка России в новом проекте «Основных направлений денежно-кредитной политики» предполагается рост в этом году на 0,4% и на 1% – в 2015 году (см. табл. 9.1). Базовый сценарий Банка России предполагает отмену санкций против России (по крайней мере, частичную) уже в середине следующего года. В этой связи нам представляется интересным посмотреть на то, каким образом процессы в мировой экономике будут влиять на ситуацию в России.

С одной стороны, нужно отметить довольно быстрый рост экономик США и Германии, которые превысили предкризисный уровень ВВП примерно на 5%. Процентные ставки сильно упали во всех странах по сравнению с предкризисным уровнем: в развивающихся странах примерно в два раза до 4% в среднем, а в развитых экономиках практически до нуля. В рамках обычной рецессии спроса это можно было бы расценивать как сильный антикризисный стимул.

С другой стороны, рост развитых экономик неустойчив: еще в первом квартале ВВП США сильно падал (хотя причина этого была связана с холодной зимой, а не с

Таблица 9.1. Основные показатели прогноза Банка России. Вариант 1 (прирост в % к предыдущему году в реальном выражении, если не указано иное)

	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Цена на нефть марки Urals, долл./барр.	108,3	106,5	104,8
Валовой внутренний продукт	1,3	0,4	1,0
Инфляция, на конец года	6,5	7,5	4,5-5,0
Денежная масса в национальном определении	14,6	5,5-6,0	9,0-11,0
Денежная база в узком определении	8,6	4,5-5,0	5,0-7,0
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	17,1	12,0-13,0	9,0-11,0

Источник: Проект ЦБ РФ «Основные направления единой государственной денежно кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов».

[9] http://www.ebrd.com/downloads/research/REP/rep-2014.pdf

экономической политикой), а экономика еврозоны, несмотря на успехи Германии, не достигла предкризисного уровня из-за провальных показателей Италии, Нидерландов, Испании, да и Великобритании, которая фактически последние семь лет топталась на месте и еще не достигла предкризисного уровня.

При этом развитые страны все еще не решили проблему перехода к новой модели роста, основанной не на стимулировании спроса за счет наращивания долга, а нацеленной на инвестиции в новые технологии и на структурные изменения, которые бы позволили повысить производительность. Последнее является общей проблемой развитых экономик, где темпы роста производительности упали с примерно 1,6% в начале 2000-х годов до 0,9% сейчас.

Фундаментальной проблемой мировой экономики является рост совокупной долговой нагрузки нефинансового сектора на ВВП (включая правительства, домохозяйства, корпорации), которая (нагрузка) в странах G-20 выросла по сравнению с предкризисным уровнем примерно на 20% и составляет сейчас порядка 170% ВВП для развивающихся экономик и 270% для развитых. Такой высокий уровень долга негативно влияет на инвестиции в основной капитал – в развитых странах и в инфраструктуру – в развивающихся, что повсеместно тормозит ускорение роста производительности. Кроме того высокая долговая нагрузка делает многие экономики очень чувствительными к снижению доходов и к возможному в обозримой перспективе росту процентной ставки (прежде всего в США)[10].

В Китае пока сохраняется старая, несбалансированная модель роста, которую в рамках т.н. «ликономики» – по имени премьера КНР – пытается изменить правительство Поднебесной, поставив своей целью перейти от ориентации на увеличение экспорта к более сбалансированному росту, основанному на внутреннем спросе. Но пока двигателем немного замедлившейся китайской экономики остается экспорт. Впрочем, прогнозные темпы роста экономики Китая сохраняются на весьма высоком уровне (7,4% и 7,3% в 2014–2015 гг.,

Таблица 9.2. Основные показатели прогноза Банка России. Вариант 2 (прирост в % к предыдущему году в реальном выражении, если не указано иное)

	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Цена на нефть марки Urals, долл./барр.	108,3	106,5	104,8
Валовой внутренний продукт	1,3	0,4	0,9
Инфляция, на конец года	6,5	7,5	6,0-6,5
Денежная масса в национальном определении	14,6	5,5-6,0	9,0-11,0
Денежная база в узком определении	8,6	4,5-5,0	5,0-7,0
Кредит нефинансовым организациям и населению в рублях и иностранной валюте	17,1	12,0-13,0	9,0-11,0

Источник: Проект ЦБ РФ «Основные направления единой государственной денежно кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов».

[10] http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014_ec.pd

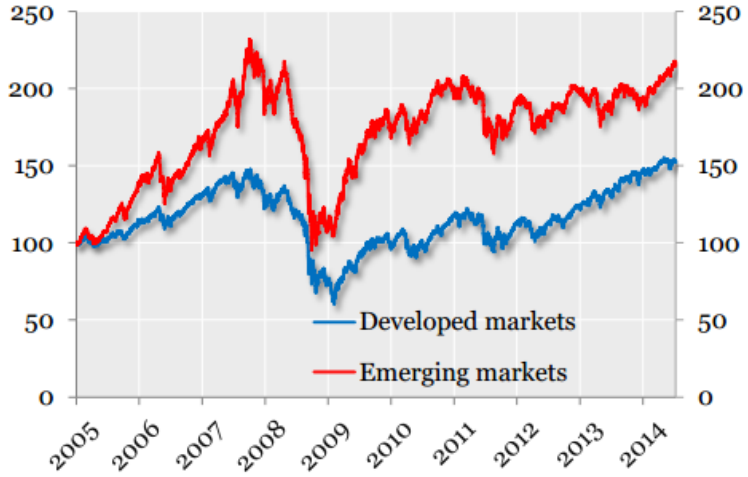
соответственно, по данным ОЭСР), что гарантирует российской экономике устойчивый рынок для сбыта сырья.

Помимо высокой долговой нагрузки нефинансовых агентов в мировой экономике налицо противоречие между азартом, обуявшим инвесторов, и макроэкономической ситуацией. В своем новом отчете ОЭСР снижает оценки роста ВВП крупнейших стран мира уже третий раз подряд[11], а фондовые индексы продолжают свой рост (см. рис. 9.1). Такое расхождение может говорить как о грядущем ускорении роста ВВП (если правы фондовые игроки), так и о возможном обвале финансового рынка на фоне прекращения процесса быстрого восстановления мировой экономики в силу наличия долговых и структурных проблем. При этом ультранизкие процентные ставки являются одной из причин наращивания рискованных операций и все большей склонности к риску на финансовых рынках.

На этом фоне укрепляется точка зрения, состоящая в том, что политика низких процентных ставок в условиях высокой долговой нагрузки, скорее всего, мало эффективна с точки зрения стимулирования спроса и роста ВВП. Она была бы хороша для обычной рецессии спроса, но она вовсе не хороша для преодоления последствий финансового кризиса, который в 2007–2009 гг., как цунами, накрыл мировую экономику.

В этой связи важным событием последней недели стало заявление ФРС США о начале «нормализации денежной политики», т.е. о прекращении количественного смягчения уже в этом году и начале фазы роста процентных ставок, возможно уже с середины 2015 года. Есть точка зрения, что в этом случае цены на облигации в США упадут, а инвесторы пойдут из США в другие регионы, в том числе и в Россию, если к тому времени санкции будут отменены, а инвестиционный климат улучшится. Эта смелая предпосылка о быстрой отмене санкций и восстановлении инвестиционной привлекательности России, видимо, и лежит в основе базового

Рис. 9.1. Фондовые индексы, янв. 2005=100%



Источник: ОЭСР.

[11] http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm

сценария Банка России, который по своим параметрам не сильно отличается от нашего оптимистического сценария (см. табл. 9.3).

В пользу такого оптимизма говорит не только хрупкость восстановительного роста в странах G20, но и, в частности, тот факт, что в целом Россия пока является не чистым должником, а чистым кредитором остального мира в размере около 200 млрд. долл. В начале текущего года было больше, но за это время ЗВР Банка России сократились не менее чем на 30 млрд. долл. В краткосрочном плане, в пределах примерно года, у российских банков и корпораций реального сектора тоже отрицательная долговая позиция, и это хорошо, так как говорит о том, что их активы больше их обязательств.

Однако использование для выплат по старым долгам текущих активов (в силу невозможности из-за санкций перекредитоваться) подорвет и без того крайне слабую инвестиционную активность, а сохранение санкций на более длительный, чем один год, период заставит обратиться к властям за помощью многие компании.

Поэтому мы гораздо более пессимистичны, чем Банк России в том сценарии, где предполагается сохранение санкций (см. табл. 9.2 и 9.4). В отличие от Центробанка, который говорит только о небольшом замедлении роста в 2015–2017 гг., мы считаем достаточно сильную (почти -2%) рецессию в 2015 году неизбежной на фоне углубления падения инвестиций почти до -4%, снижения розничного товарооборота на 0,6%, экспорта – на 2% и более сильного торможения кредитования (см. табл. 9.4).

По нашему мнению, при сохранении санкций проблемы у российской экономики весьма вероятны не только в долгосрочном, но и среднесрочном периоде. И усугублять их новой волной споров бизнеса и государства, которая может подняться на фоне попыток повысить налоги и усилить налоговое администрирование силами СКР, означает оказать негативное воздействие на инвестиционный климат. А это сродни тому, чтобы рубить сук, на котором сидишь.

Валерий Миронов, Алексей Немчик

Таблица 9.3. Основные показатели прогноза Центра развития, вариант Базовый (прирост в % к предыдущему году в реальном выражении, если не указано иное)

	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Цена на нефть марки Urals, долл./барр.	107,9	105.0	100.0
Валовой внутренний продукт	1,3	-0,2	1,0
Инфляция, на конец года	6,5	7,9	5,6
Денежная масса в национальном определении	14,6	8,7	8,0
Динамика кредитования населения, %	28,7	18,04	15,6
Динамика кредитования предприятий, %	12,7	9,6	8,0

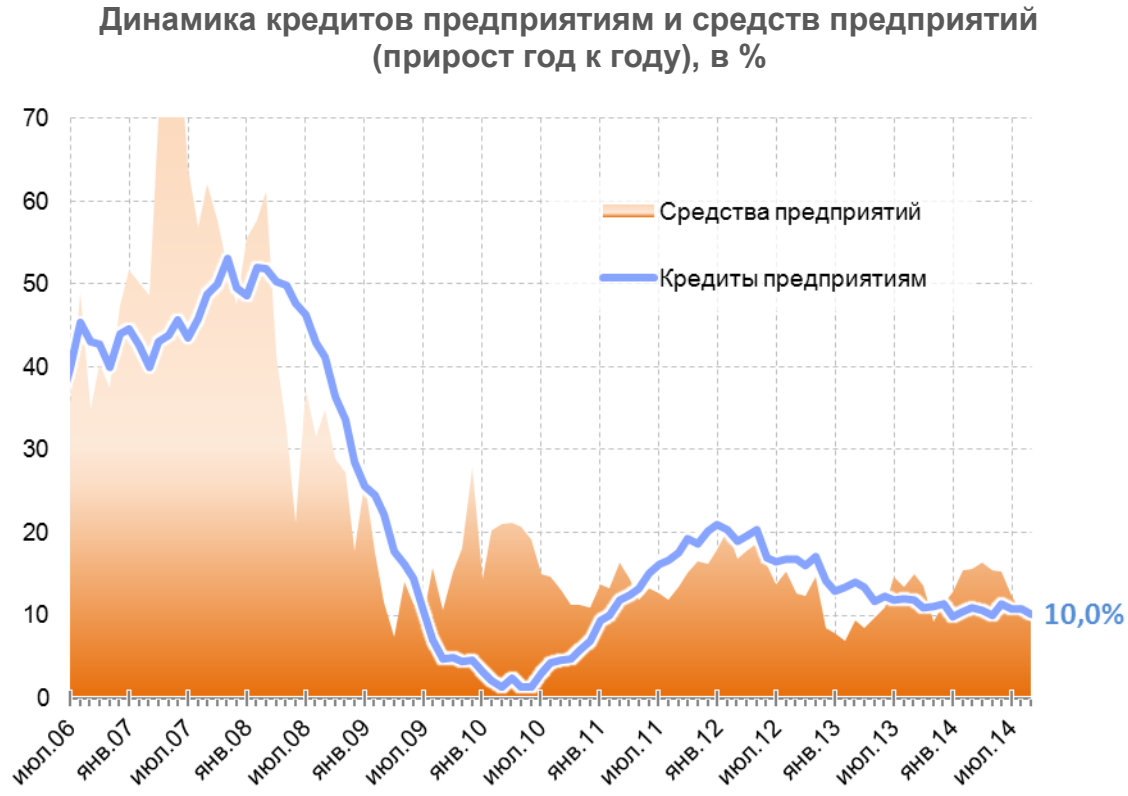
Источник: расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Таблица 9.4. Основные показатели прогноза Центра развития, вариант Санкции (прирост в % к предыдущему году в реальном выражении, если не указано иное)

	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Цена на нефть марки Urals, долл./барр.	107,9	105.0	100.0
Валовой внутренний продукт	1,3	-0,2	-1,8
Инфляция, на конец года	6,5	7,9	6,1
Денежная масса в национальном определении	14,6	8,7	8,2
Динамика кредитования населения, %	28,7	18,0	6,9
Динамика кредитования предприятий, %	12,7	9,6	7,0

Источник: расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Финансовая Статистика Банков



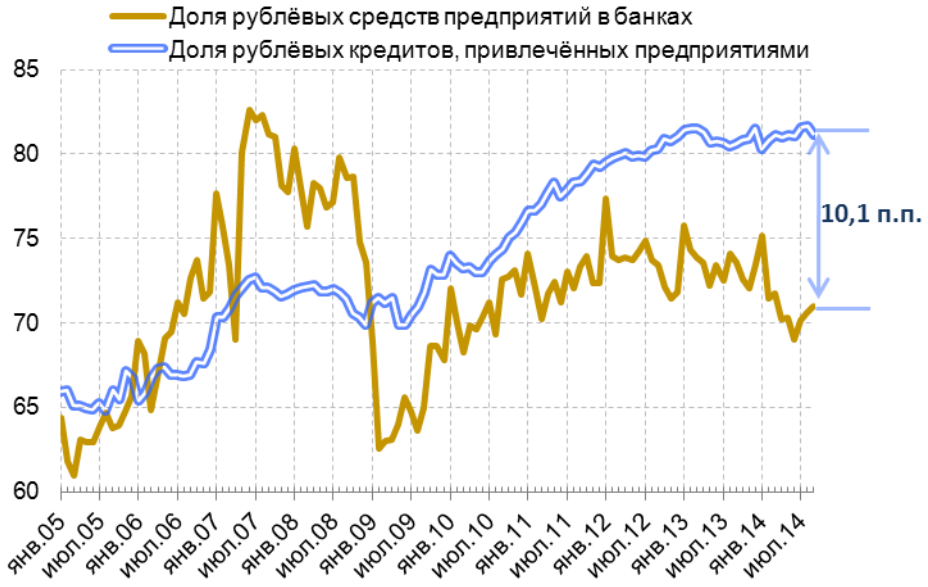
Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Долги предприятий растут,...

Задолженность российских предприятий нефинансового сектора экономики перед отечественными банками в августе выросла на 0,7%[12]. При этом государственные банки нарастили свой совокупный кредитный портфель[13] на 0,8%, а частные – на 0,7%. В результате прирост кредитов «год к году» в целом по системе составил 10,0%, вернувшись к апрельскому значению. Отметим, что рублёвая часть портфеля госбанков снизилась на 12,9 млрд. руб., при этом валютная выросла на 3,5 млрд. долл. Частные банки, напротив, кредитовали преимущественно в рублях – прирост их портфеля составил 37,1 млрд. руб. и 0,4 млрд. долл.

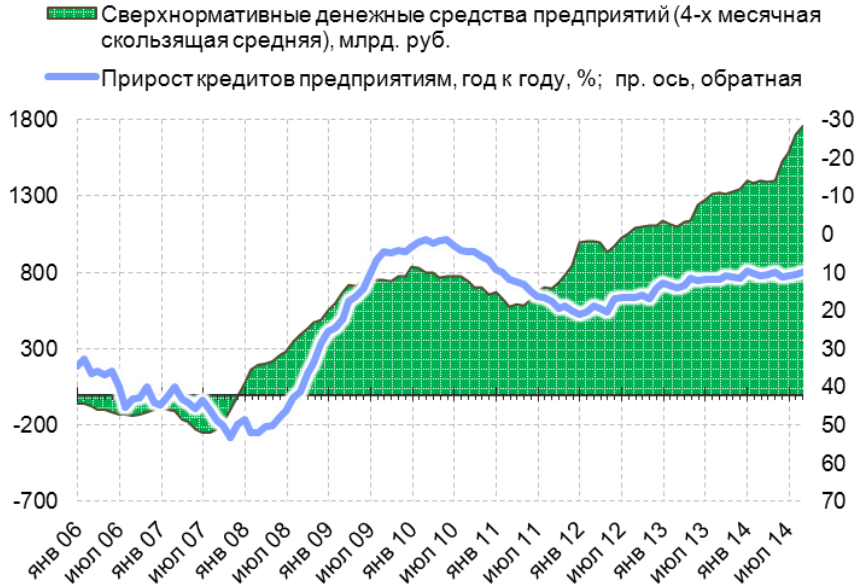
[12] Здесь и далее с учётом валютной переоценки.
[13] Включая вложения в долговые ценные бумаги.

Доли рублёвых кредитов и располагаемых средств предприятий, в %



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

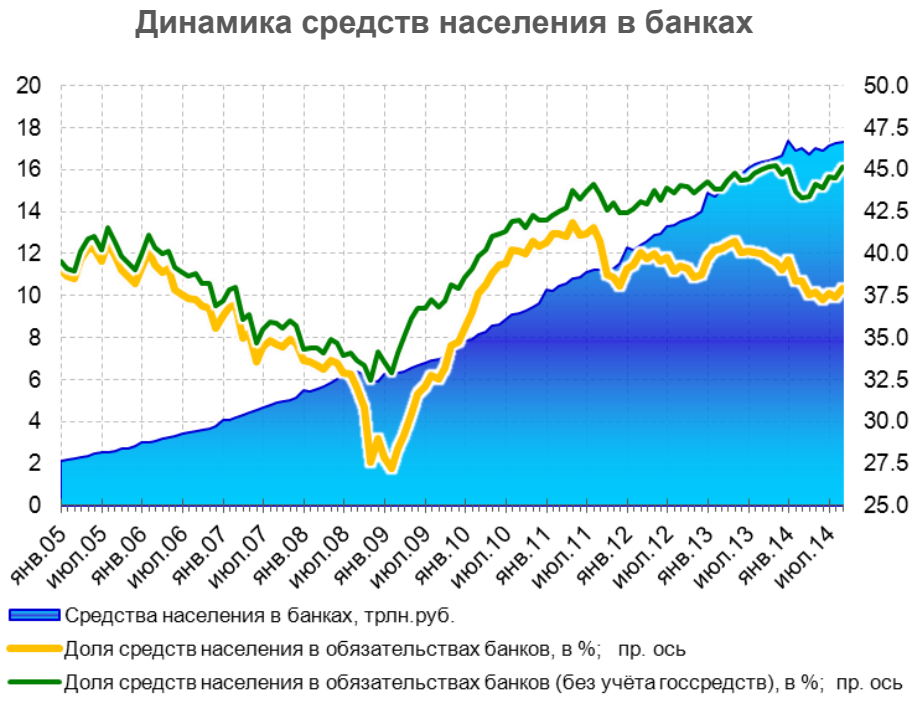
Динамика избыточных средств на депозитах предприятий, млрд. руб., и кредитов предприятиям (прирост год к году), в %



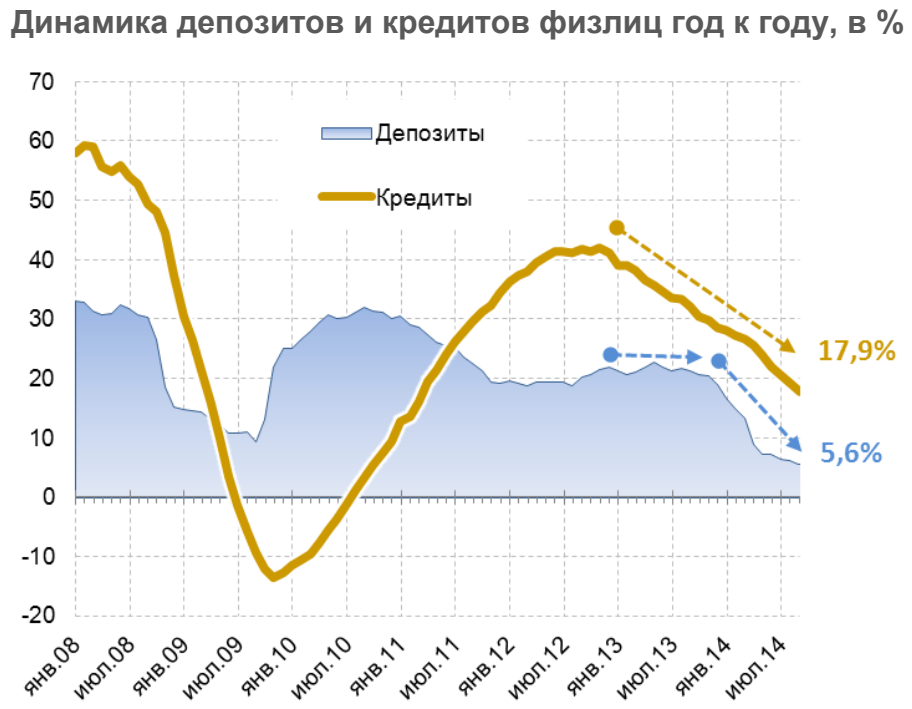
Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

...а остатки на счетах падают

В августе получила продолжение тревожная тенденция снижения средств на счетах предприятий на фоне роста задолженности перед банками. В августе средства в их распоряжении сократились на 0,9% за счёт сокращения остатков на расчётных счетах на 2,7% при выросших на 0,8% депозитах. Также обращает на себя внимание то, что большая часть средств выводится предприятиями с валютных счетов. За последние три месяца они «похудели» уже на 12,2 млрд. долл., что составляет почти 73% совокупного оттока по всем счетам. В результате разница между долями рублёвых кредитов и рублёвых остатков на счетах сократилась с 12,0 до 10,1 п.п.



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

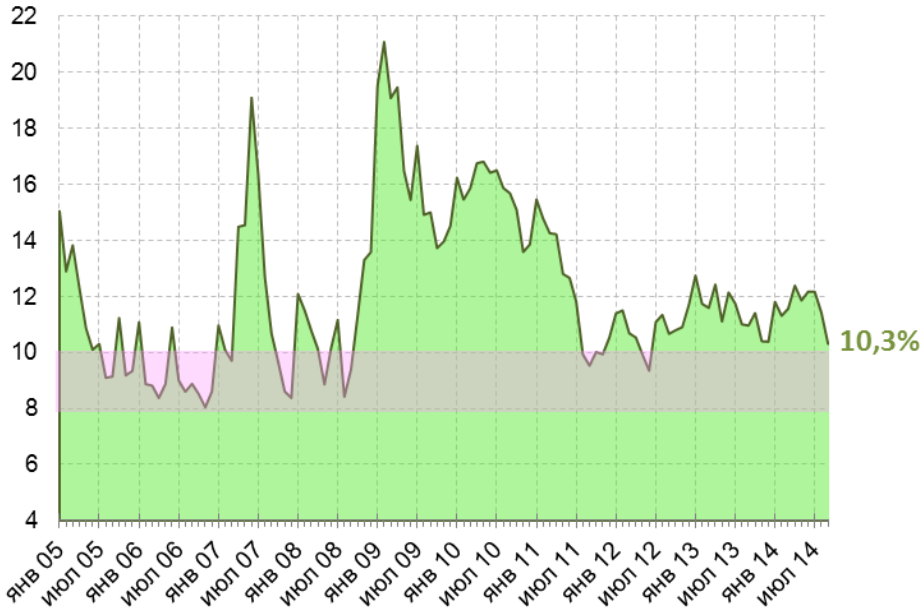


Источник: Банк России, банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Население снимало валюту и вкладывало рубли

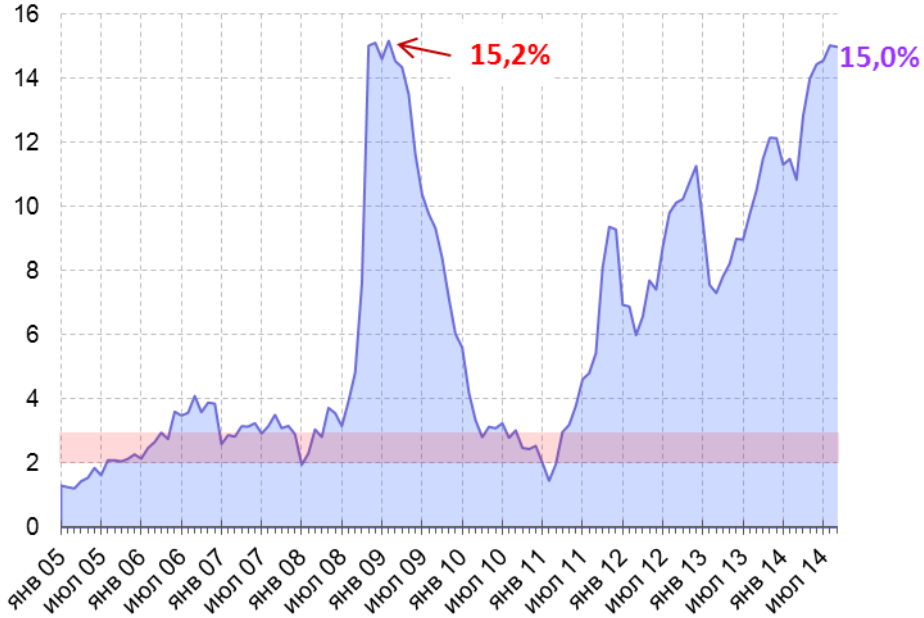
Общий объём депозитов населения в августе вырос на 0,3%, при этом почти три четверти прироста досталось банкам, контролируемым государством. С одной стороны, сыграло свою роль произведённое ими повышение ставок, с другой, в условиях сохраняющегося недоверия к банковской системе, вкладчики зачастую предпочитают надёжность доходности. Темпы прироста депозитов «год к году» в целом по системе снизились до 5,6%: у госбанков они находятся на уровне 11,4%, а у частных всё дальше уходят в отрицательную область (-2,3%). Что касается валютной структуры, то в августе население сняло с депозитов в иностранных валютах 3,0 млрд. долл. и положило на рублёвые счета 145 млрд. руб.

Отношение суммы требований банковской системы к ЦБ (кроме ФОРа) и остатков на корсчетах в инобанках-корреспондентах к её обязательствам, в %



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

Доля госсредств обязательствах банковской системы, в % (без учёта субординированного кредита Сбербанку)



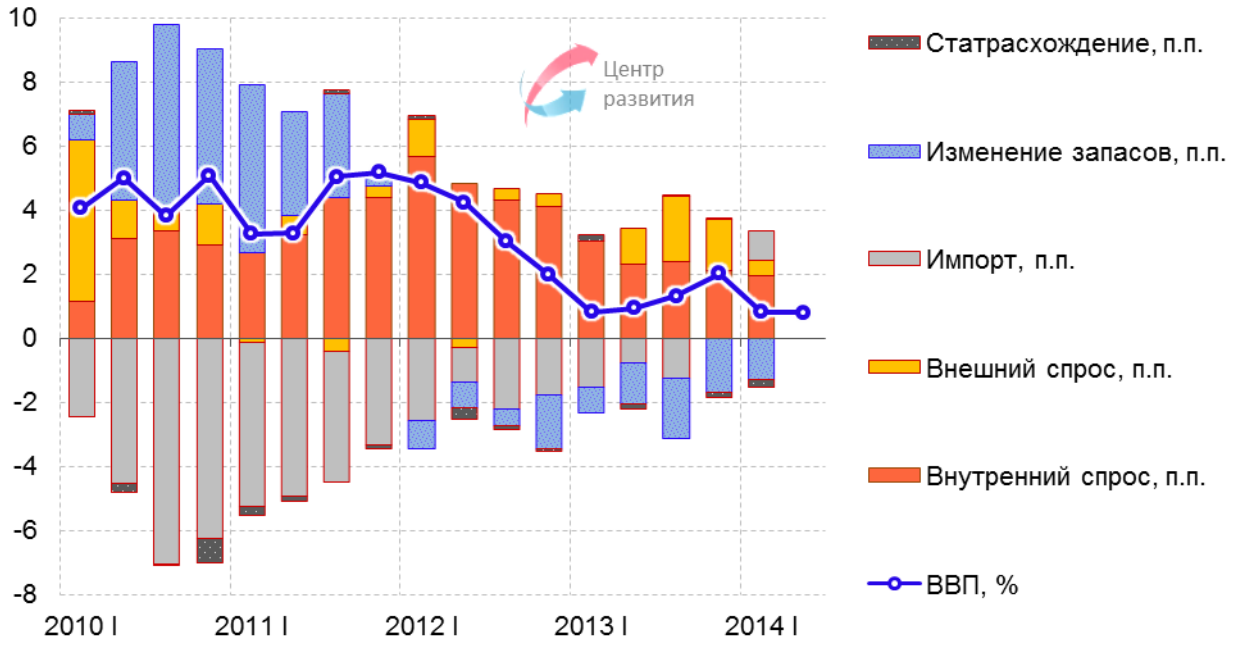
Источник: банковская отчётность, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Уровень ликвидности системы резко снизился

В августе уровень ликвидности, рассчитываемый как отношение суммы требований банковской системы к ЦБ (кроме ФОРа) и остатков на корсчетах в инобанках-корреспондентах к её обязательствам, снизился сразу на 1,1 п.п. с 11,4 до 10,3%. За два последних месяца снижение уровня ликвидности составило уже 1,8 п.п., причём на 80% оно объясняется сокращением остатков на инвалютных корсчетах (включая корсчета в Банке России). Доля госсредств в обязательствах коммерческих банков осталась на уровне 15,0%. Впрочем, если замкнуть систему, включив в неё Внешэкономбанк, то окажется, что значение этого показателя выросло за месяц с 15,7 до 16,1%.

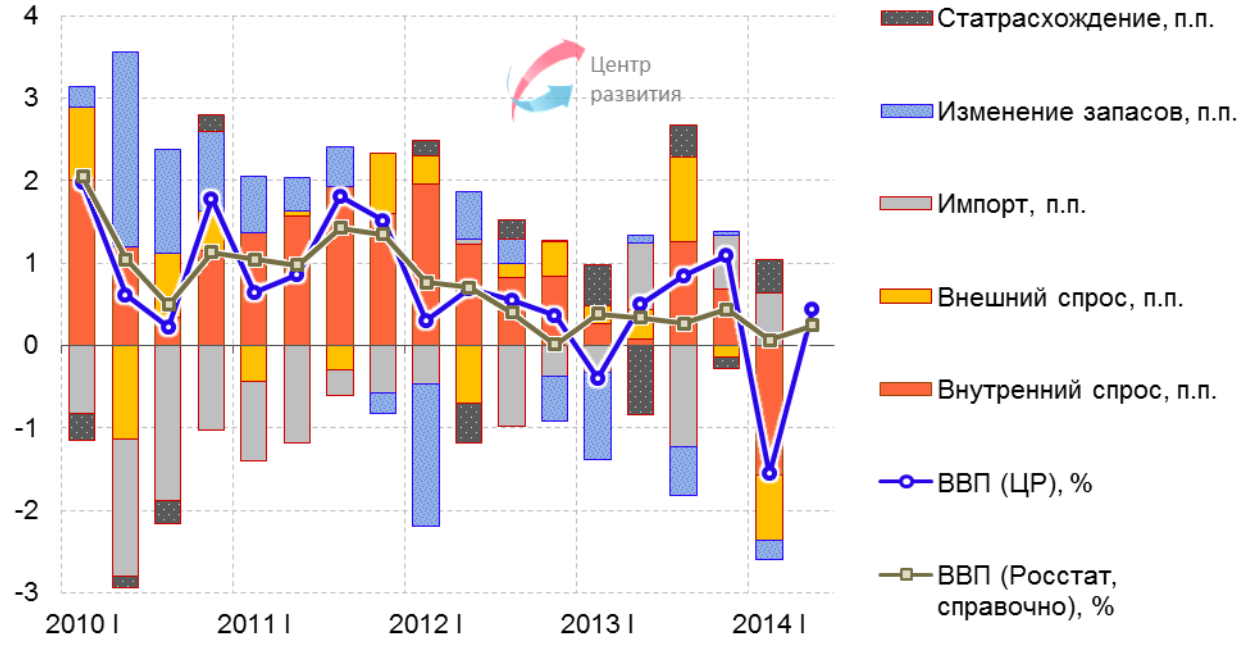
Экономика в «картинках»

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

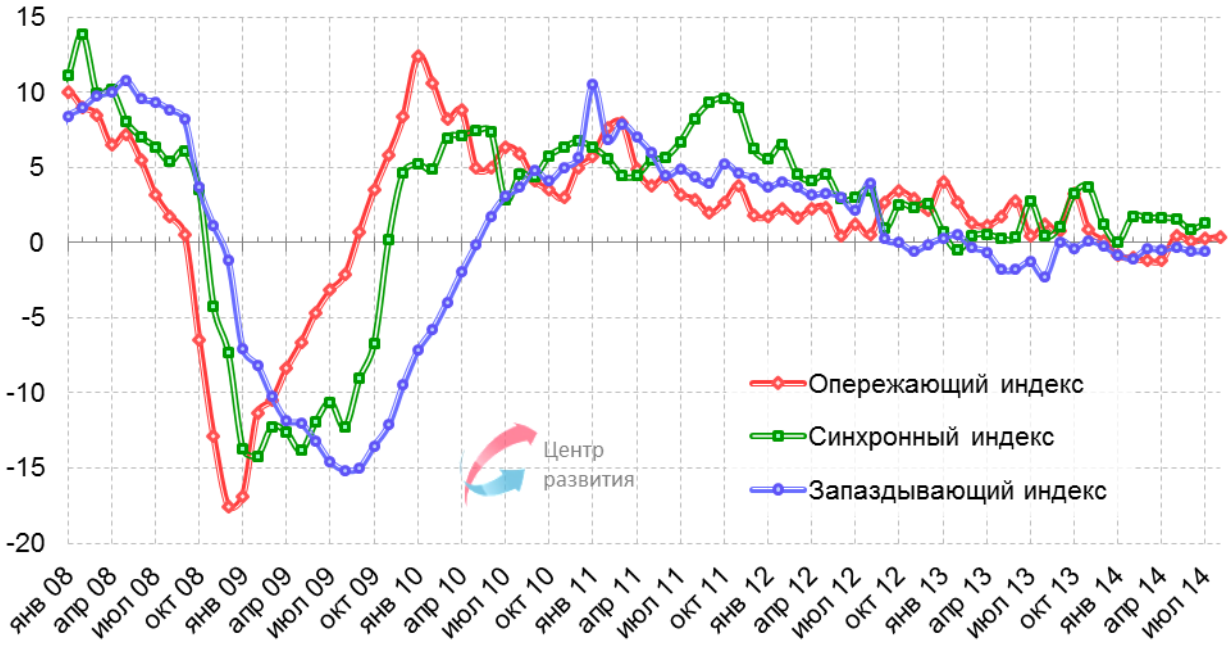


Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)

NEW

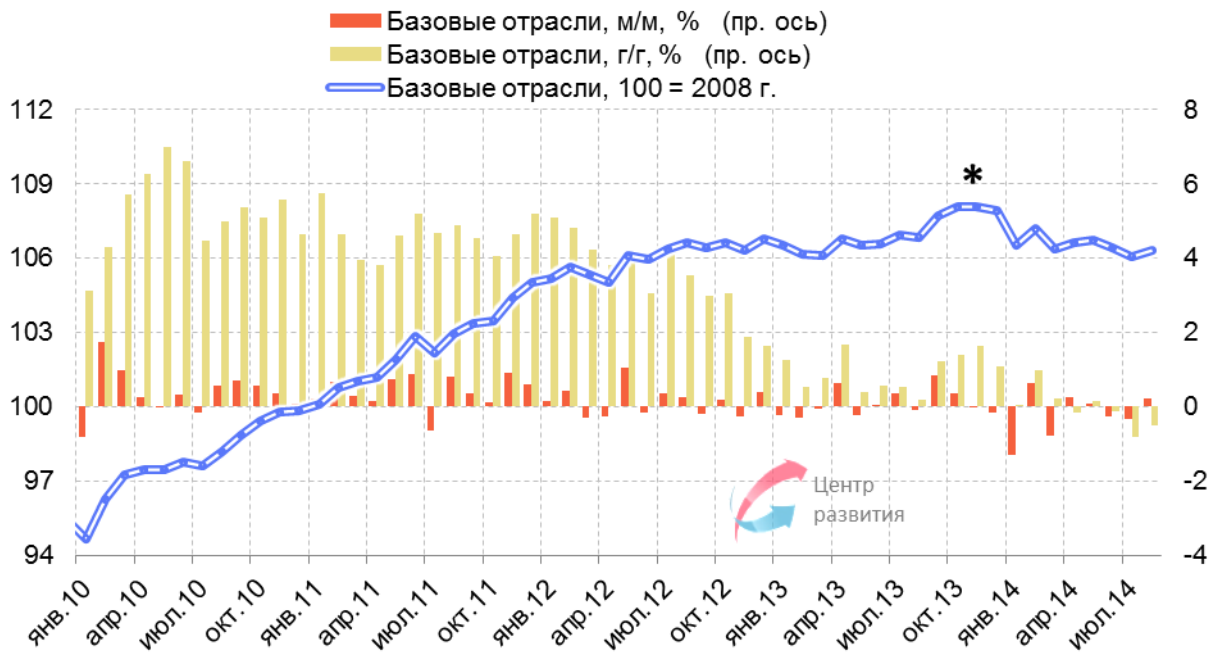


Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



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

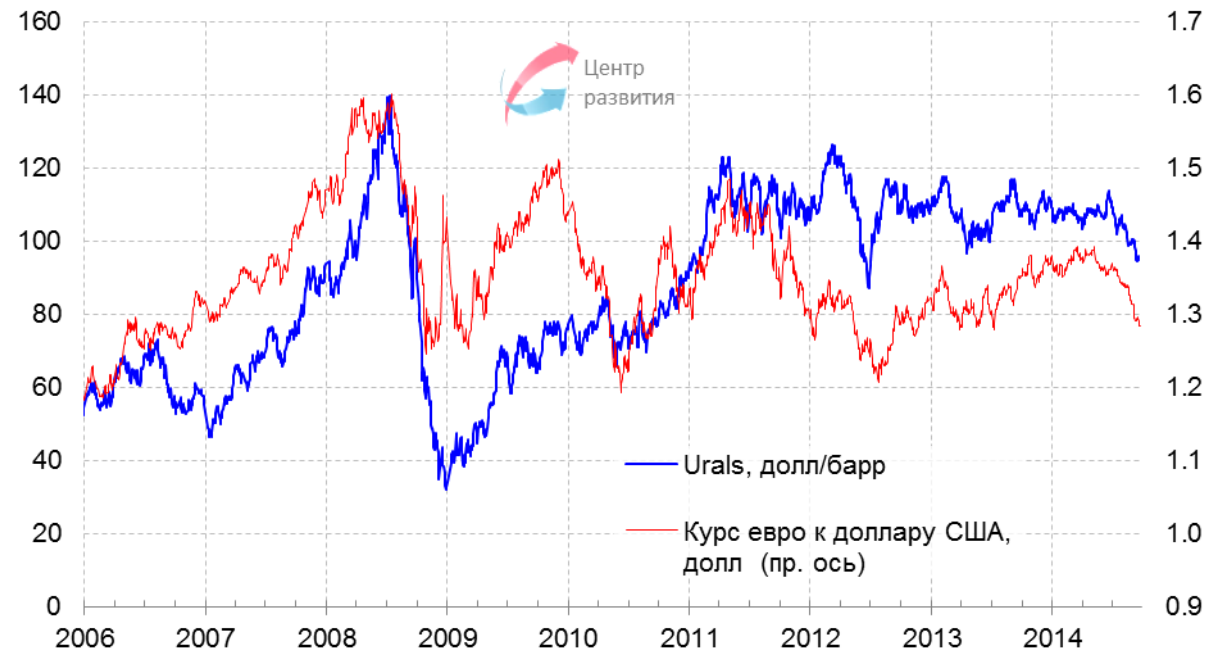
NEW



* *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 данными о динамике оптовой торговли.*

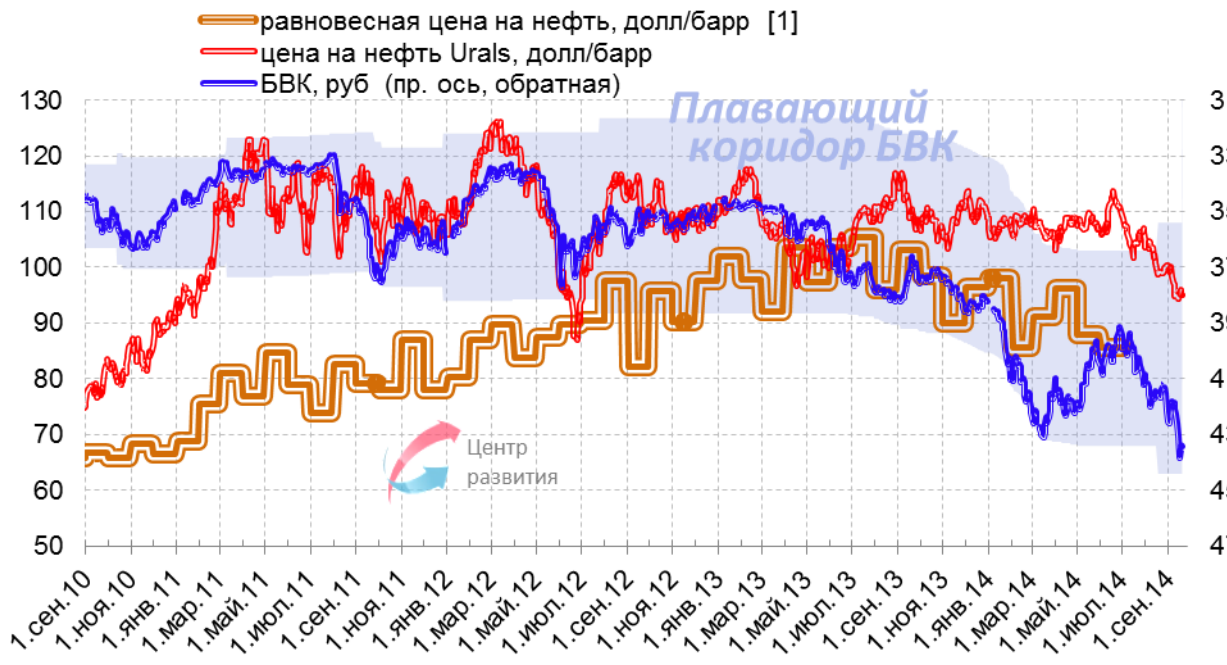
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW



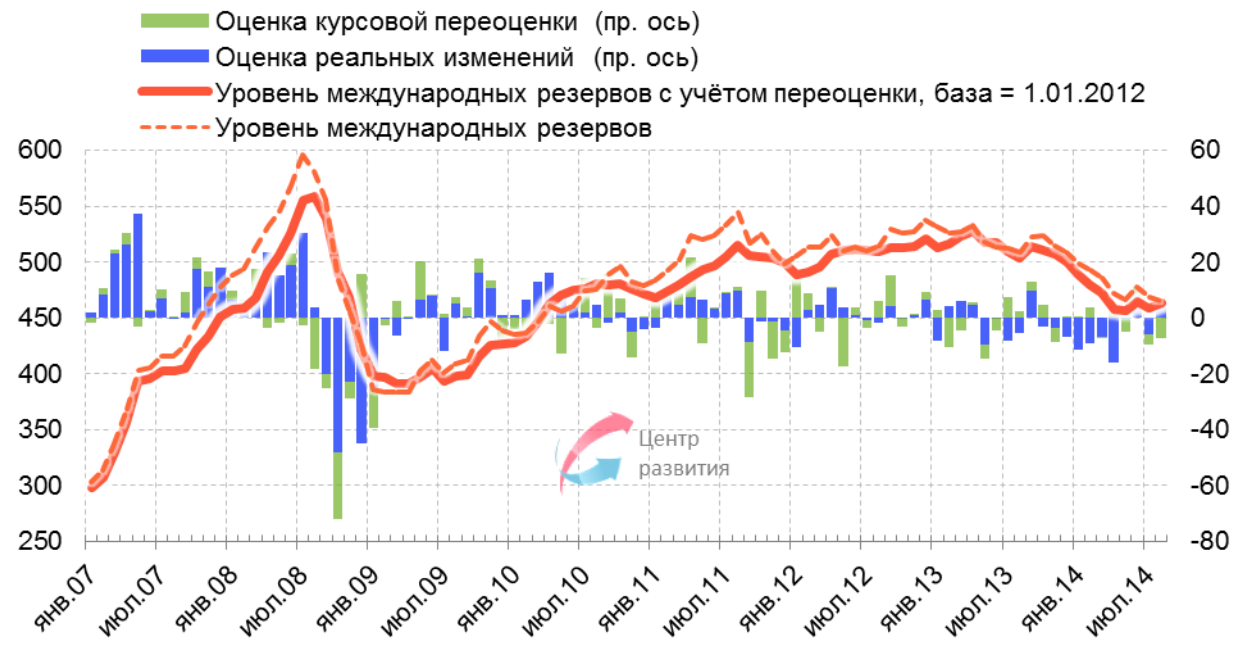
Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW

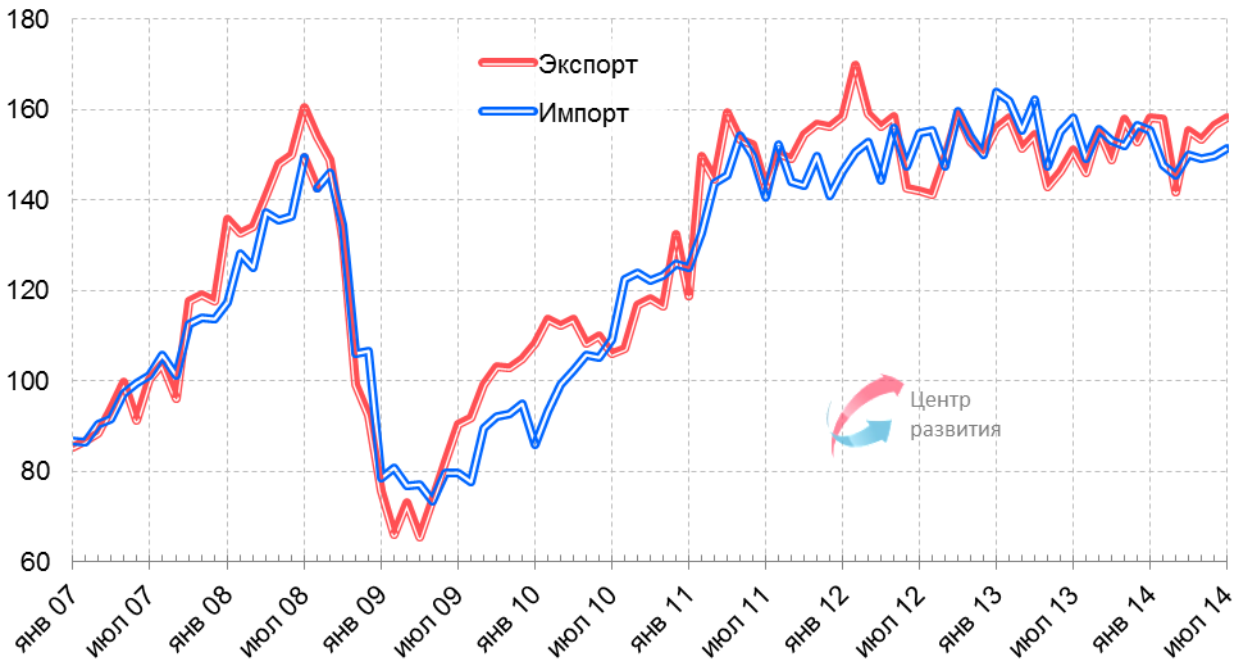


Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.

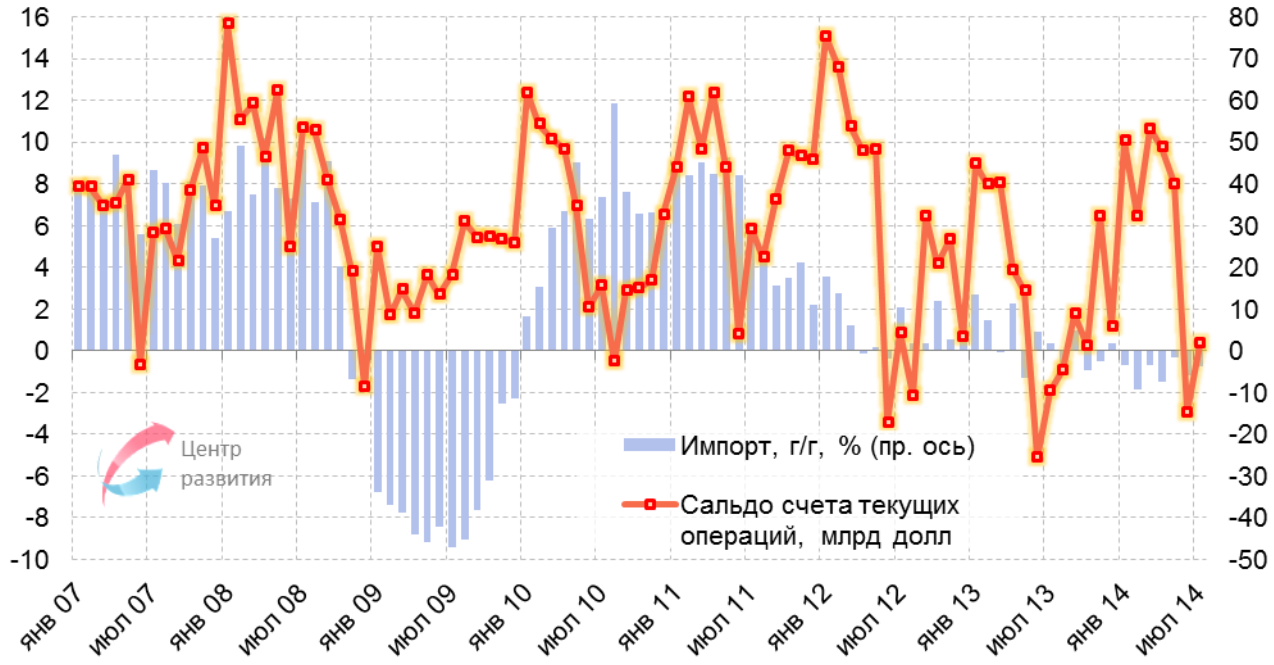
NEW



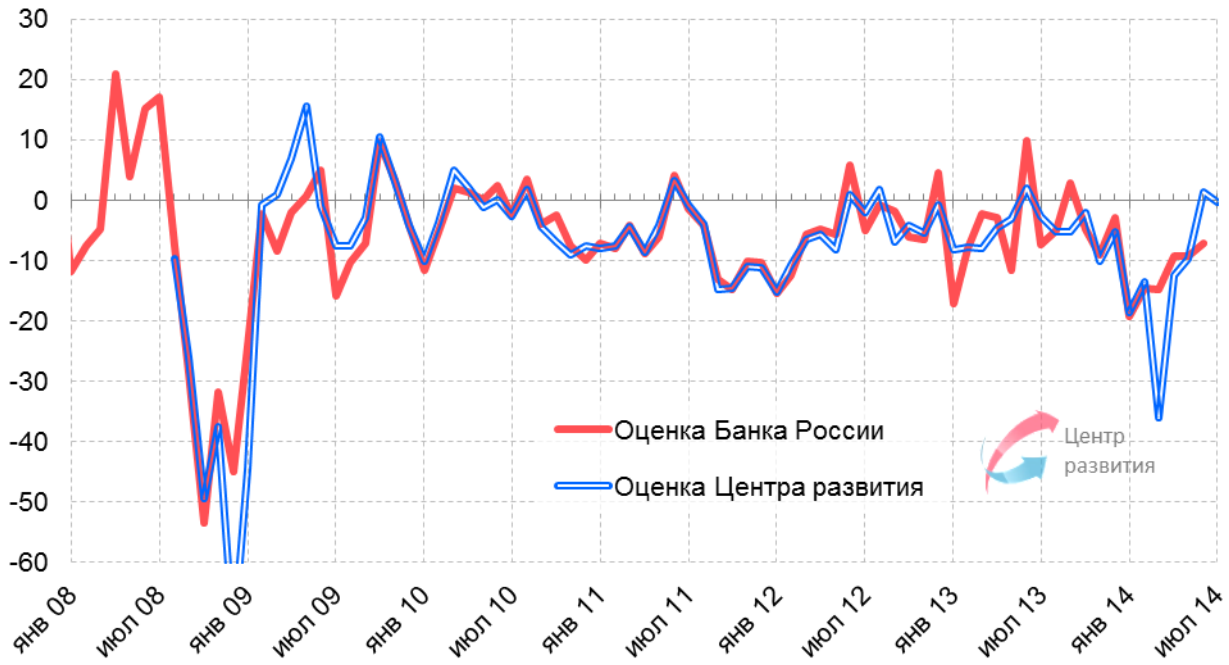
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=янв.2007), в % [2]



Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров[2]

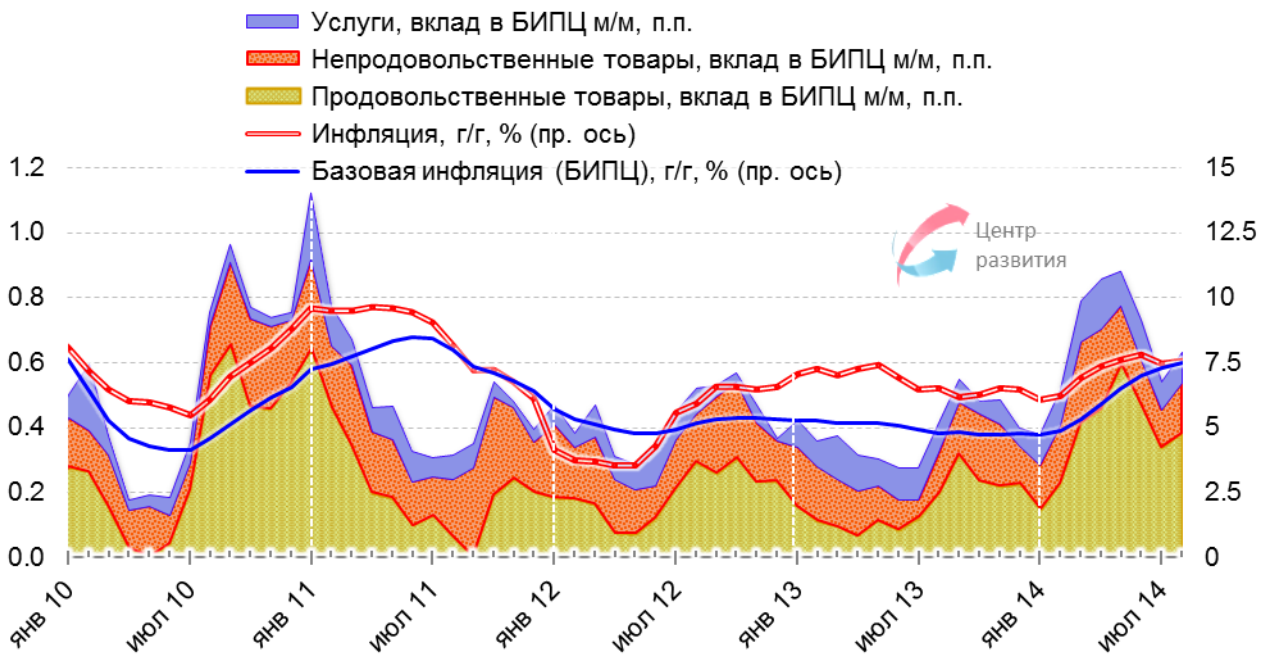


Чистый приток капитала, млрд. долл.



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

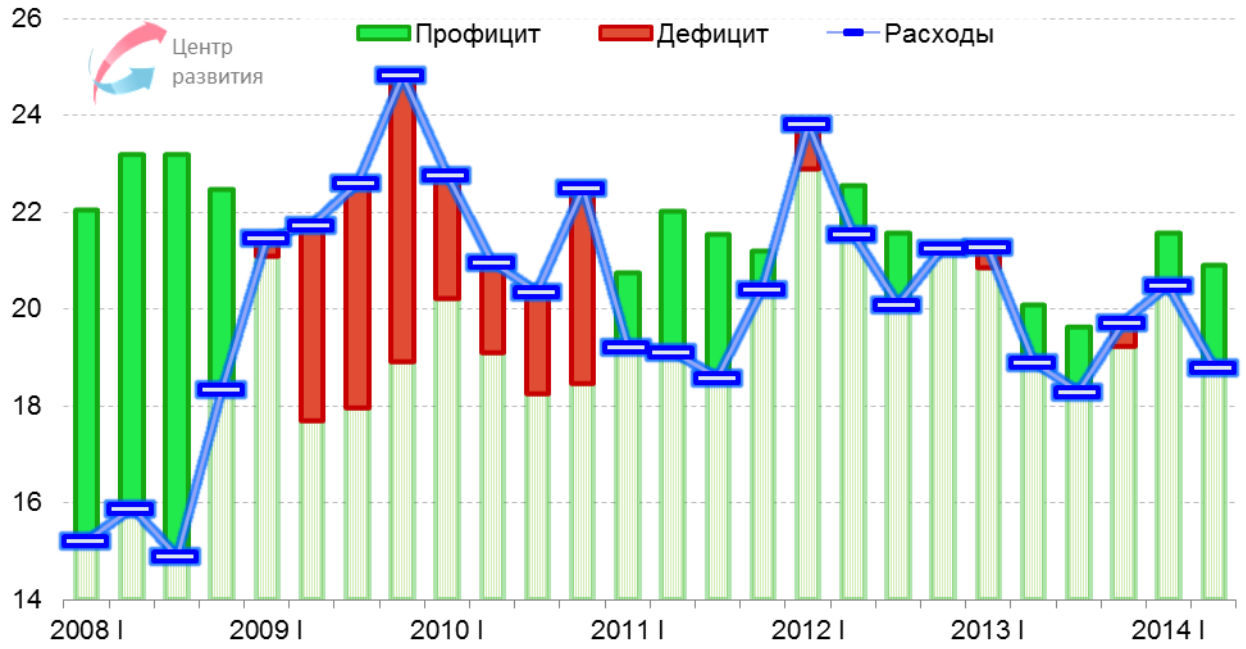
NEW



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

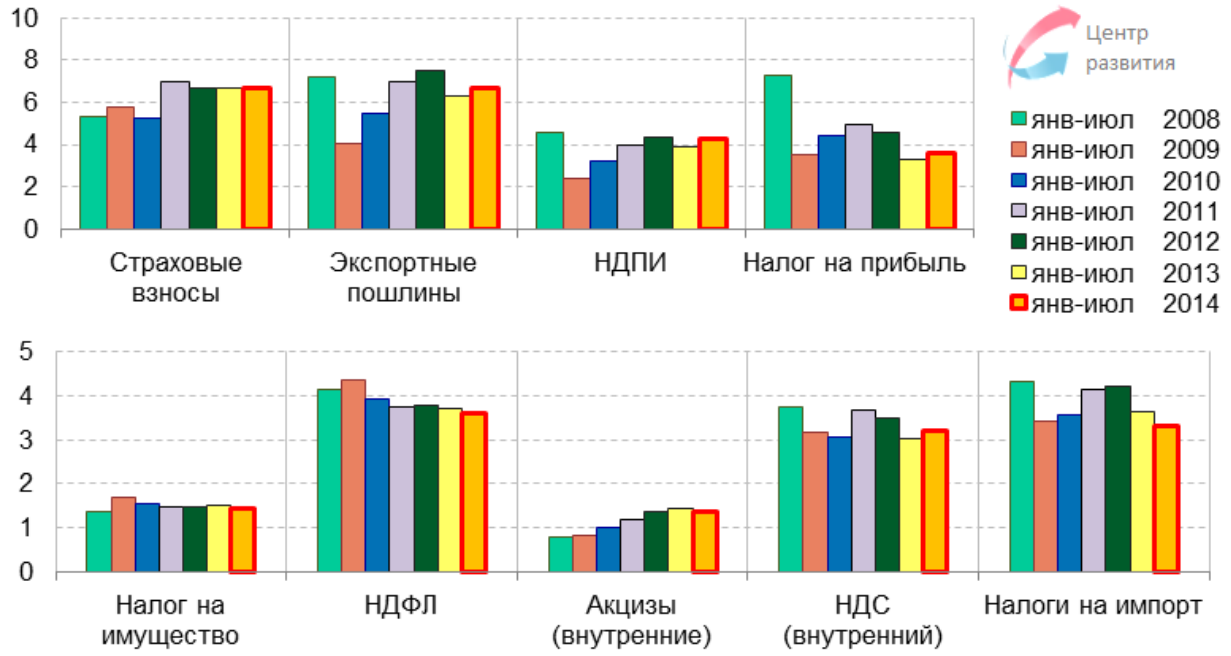
NEW

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



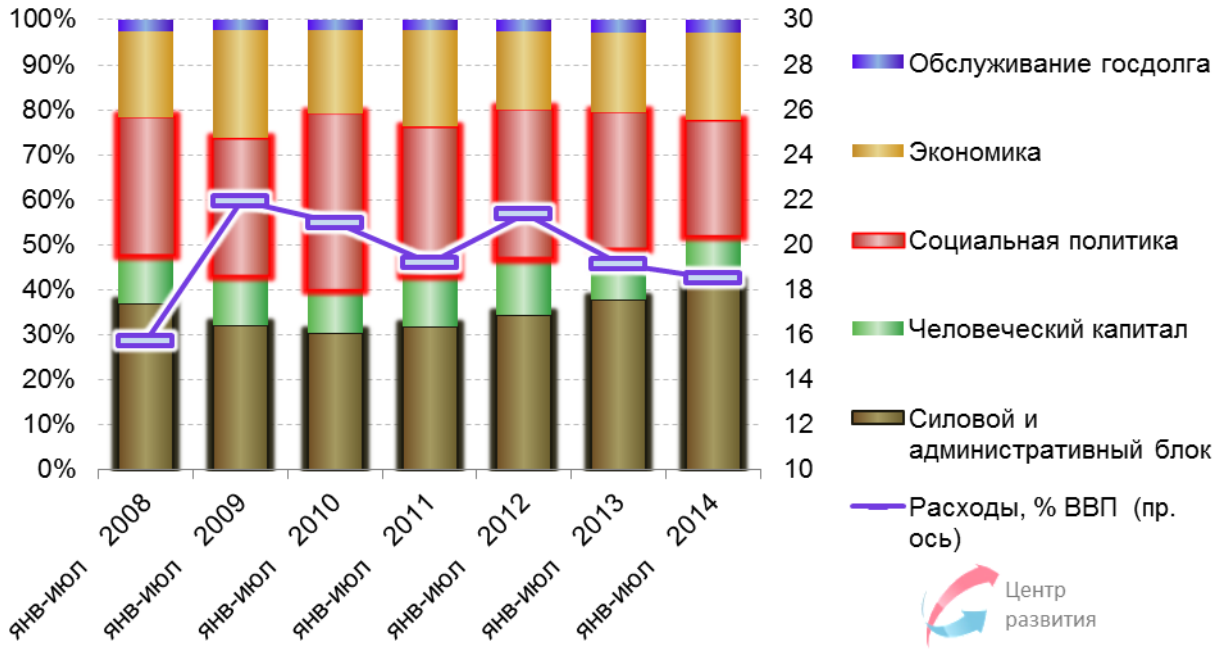
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП[4]

NEW

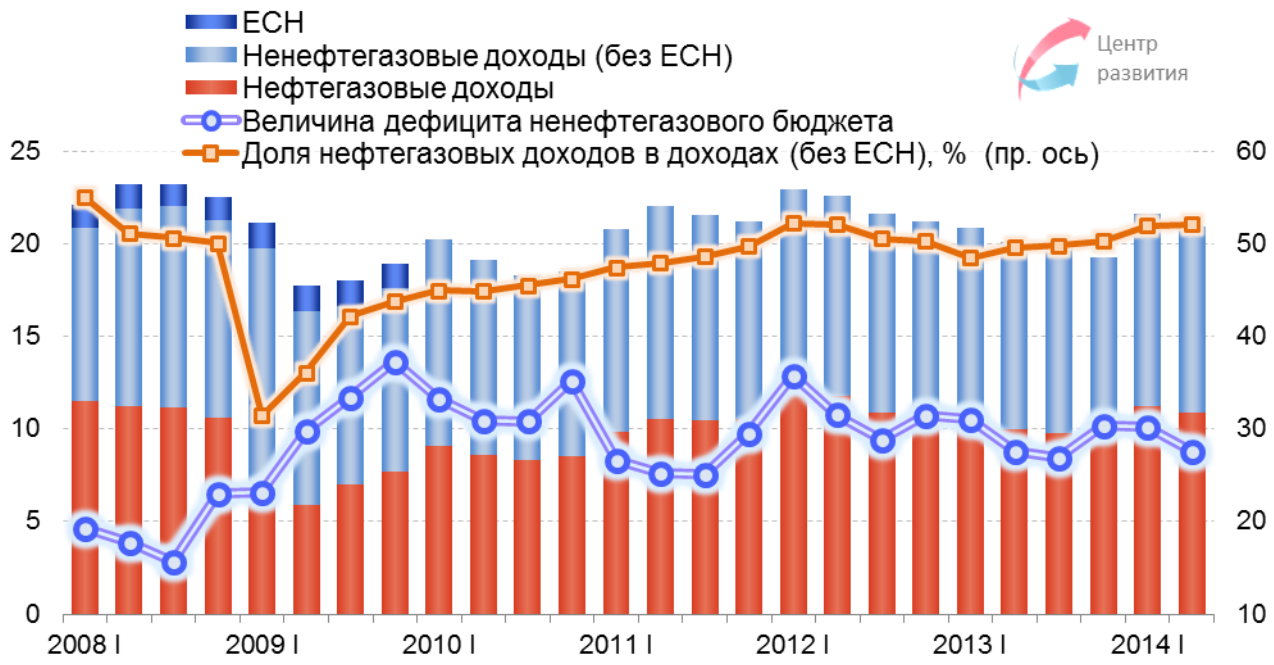


Структура расходов федерального бюджета, в %

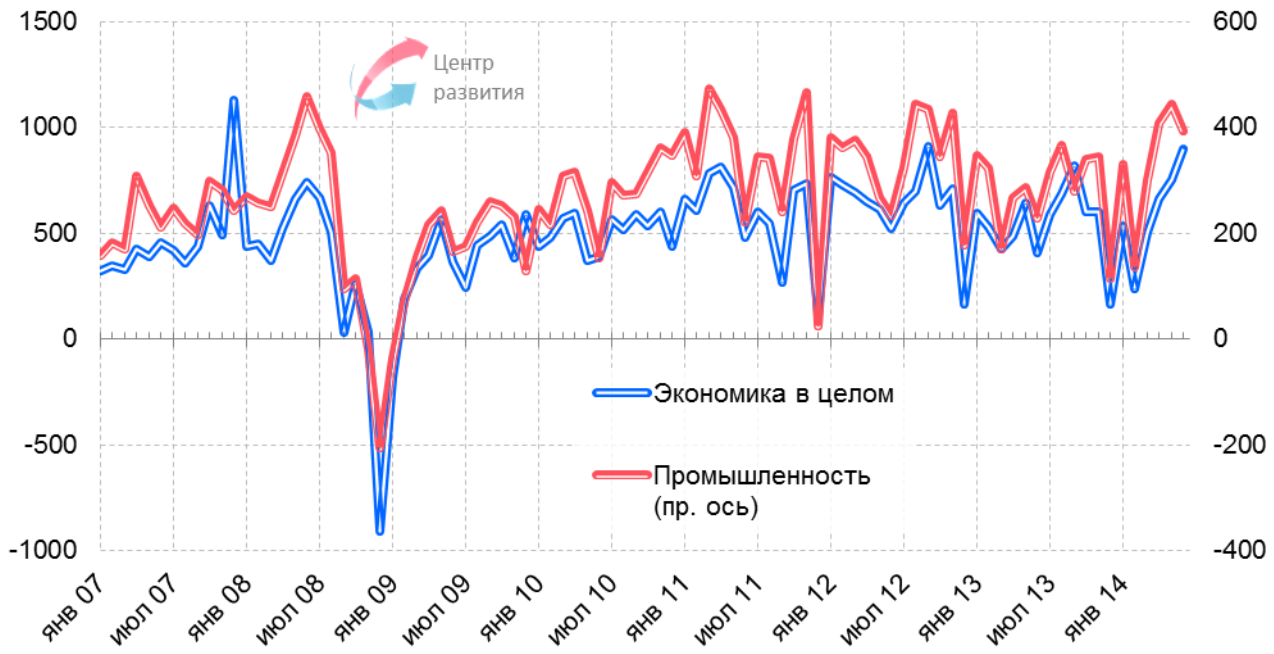
NEW



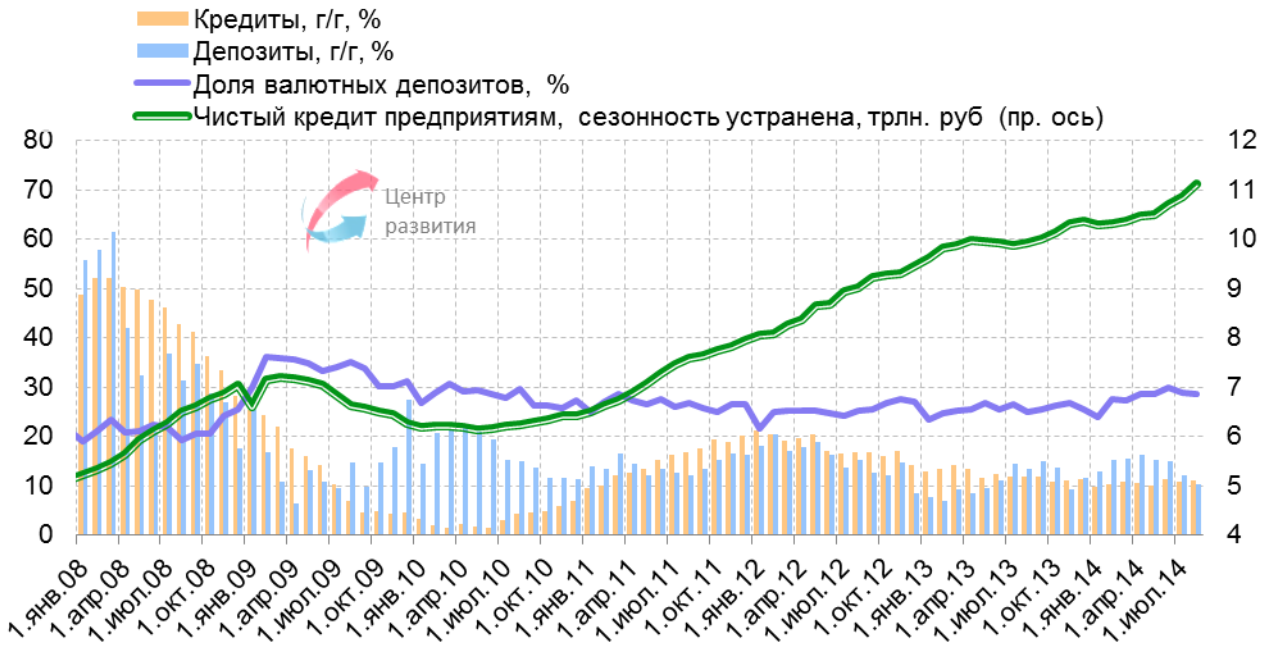
Доходы и ненефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП[5]



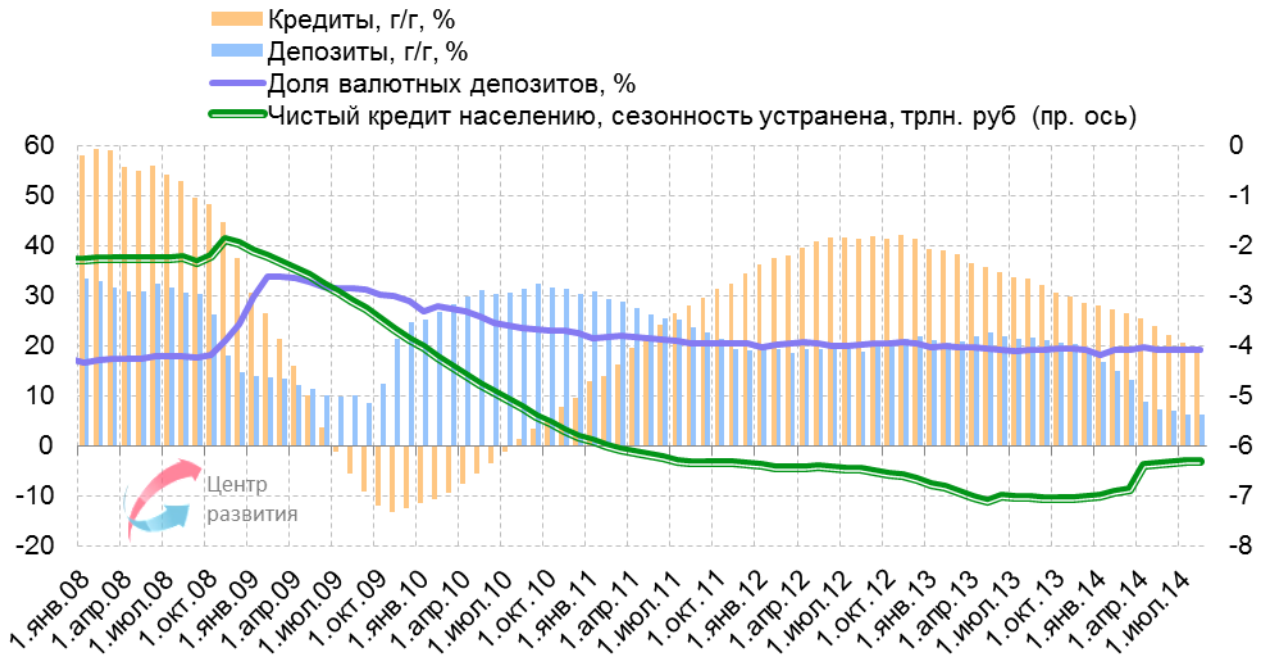
Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.



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

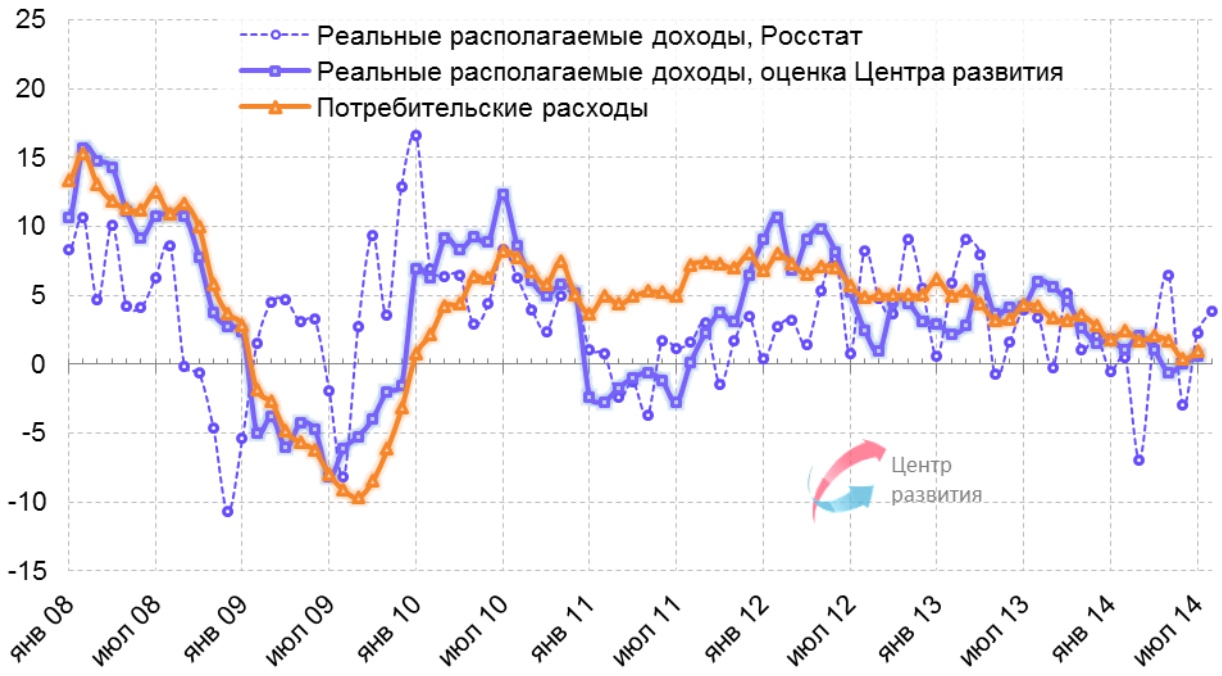


Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

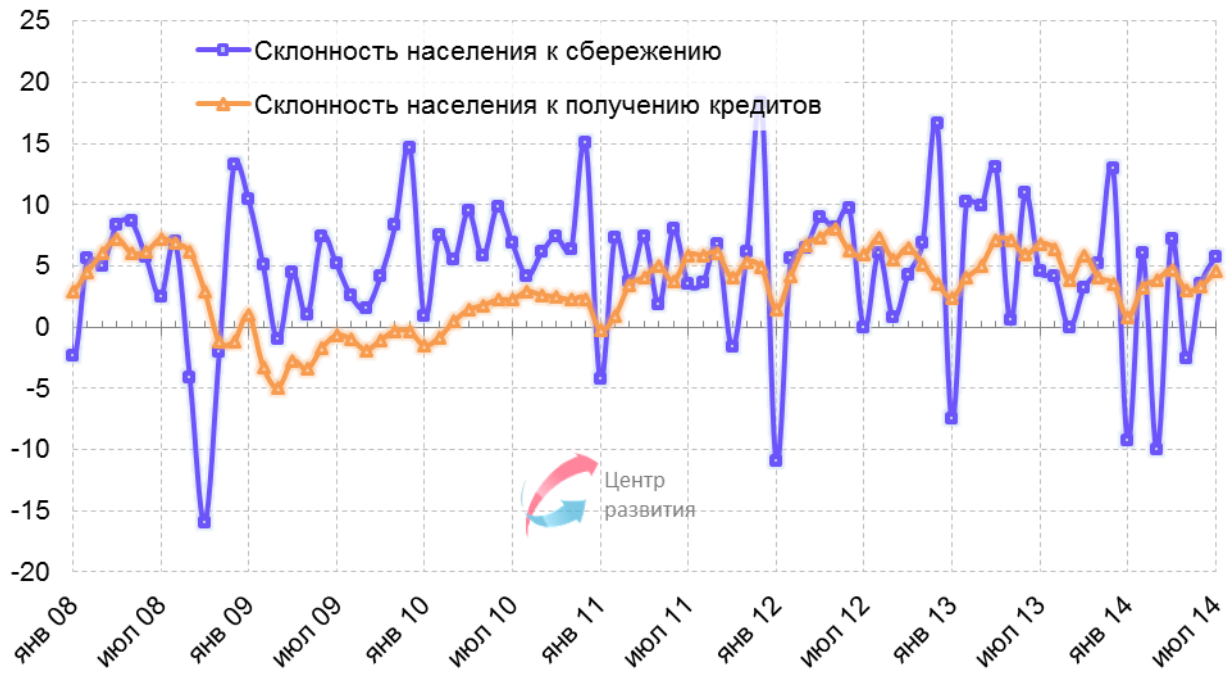


Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW

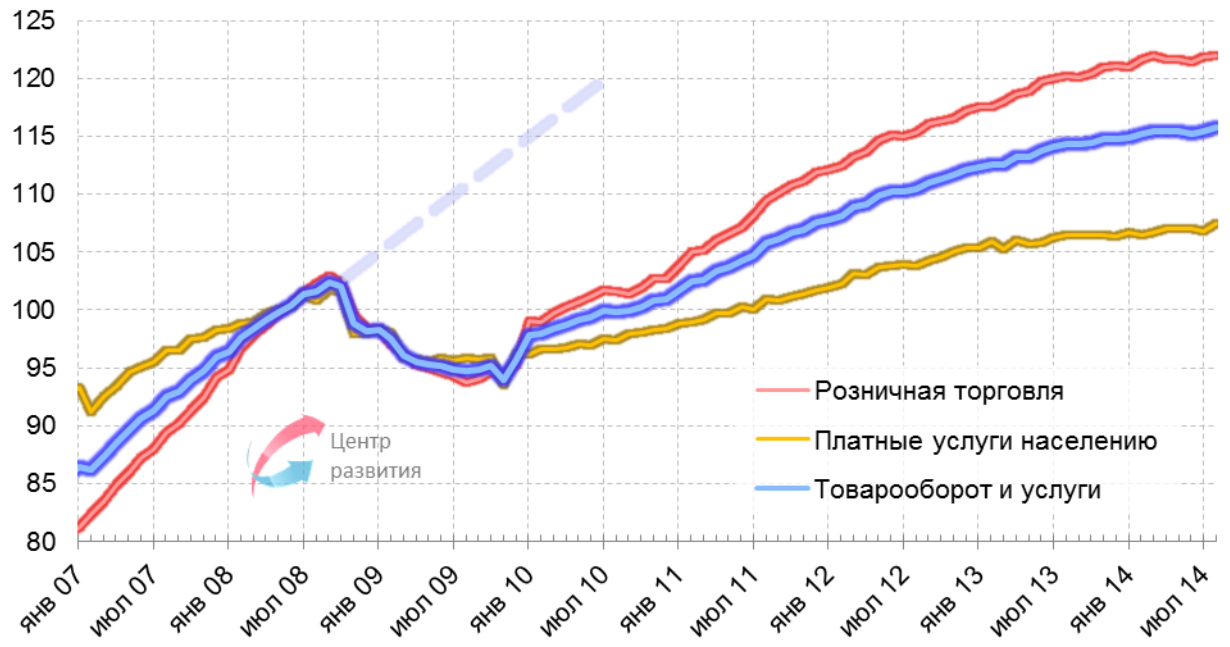


Склонность населения к сбережениям и к получению кредитов, в % дохода



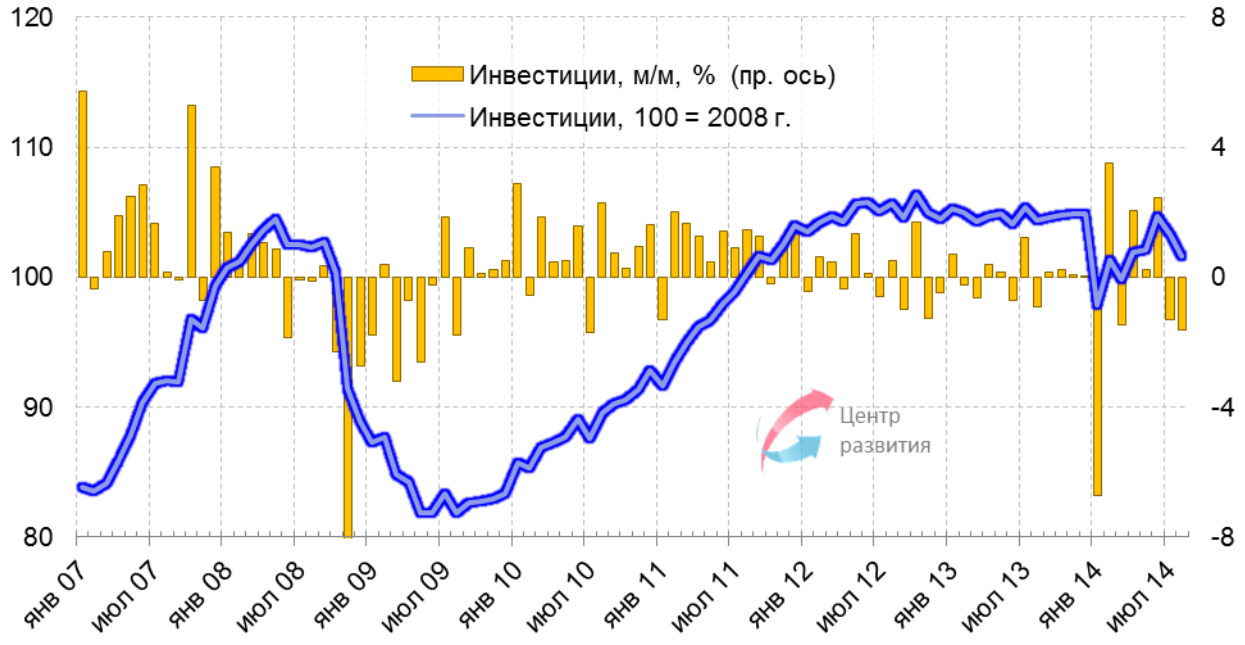
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)

NEW



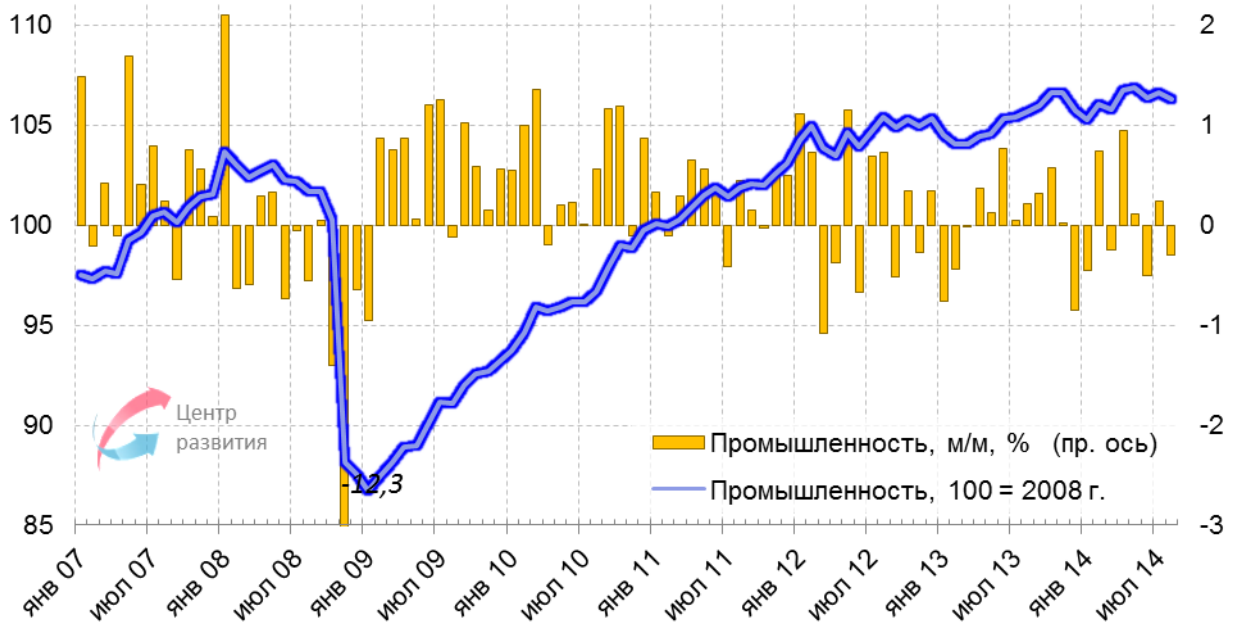
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)

NEW



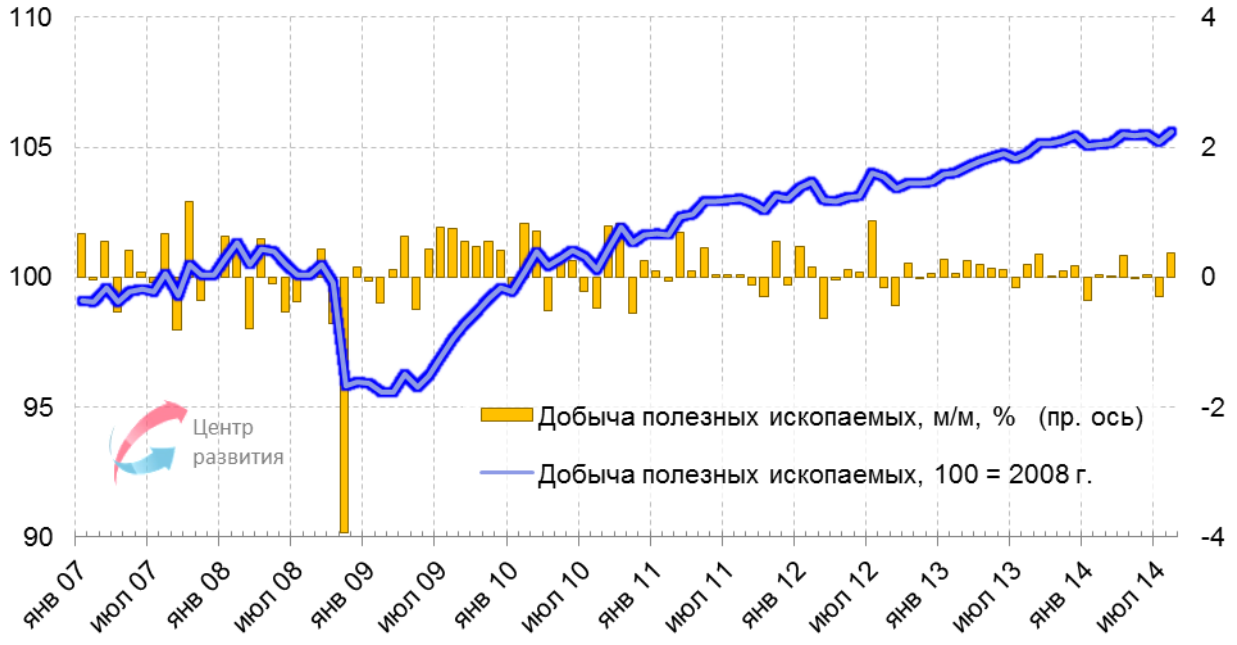
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)

NEW



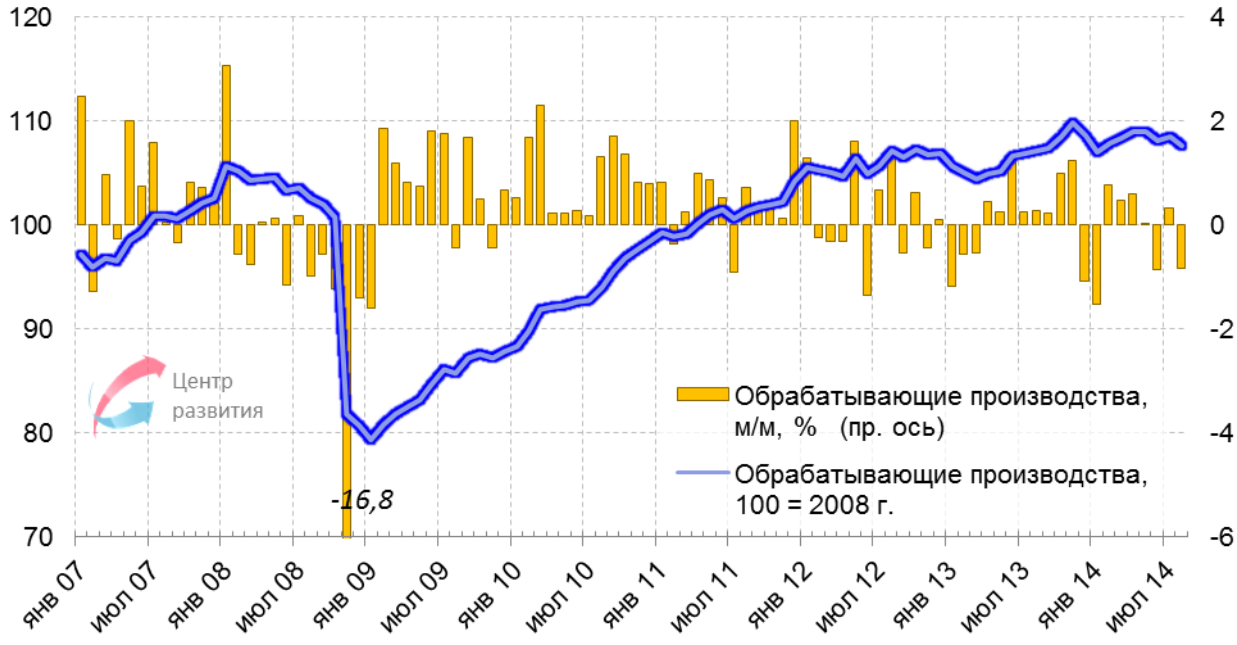
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW

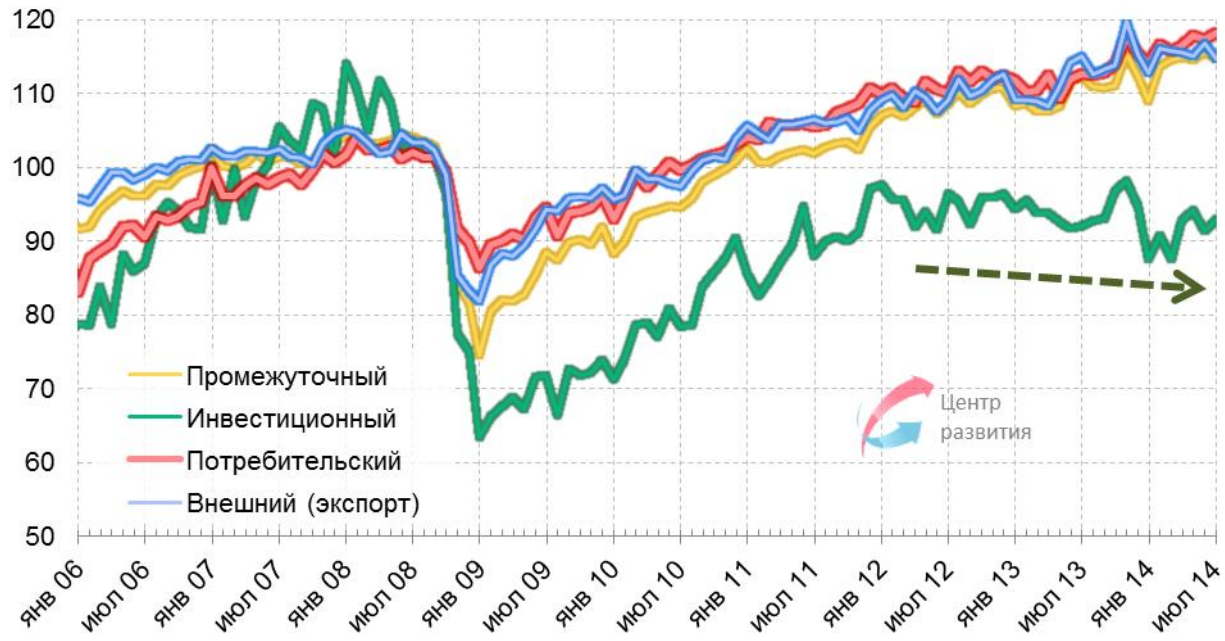


Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW

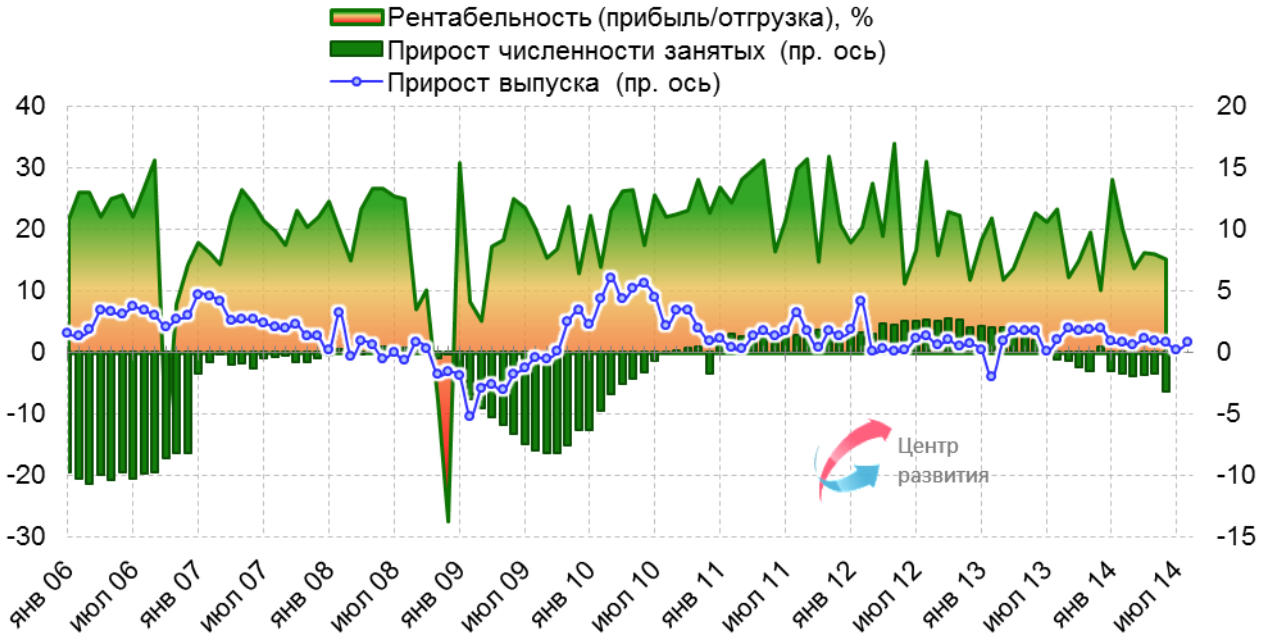


Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)



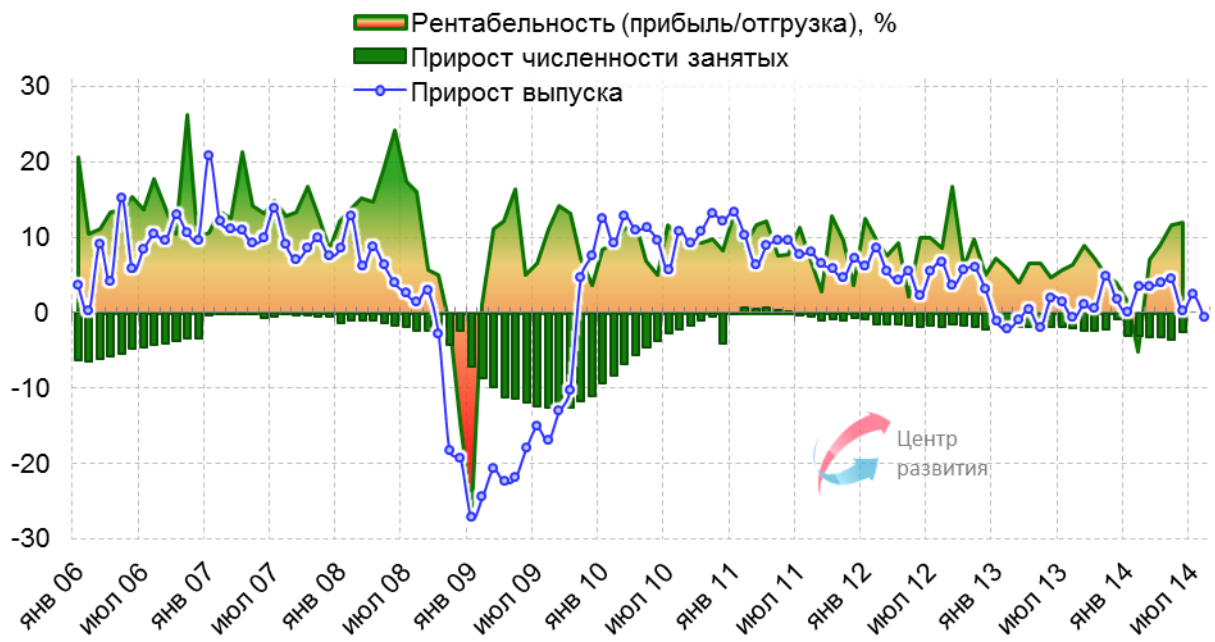
Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



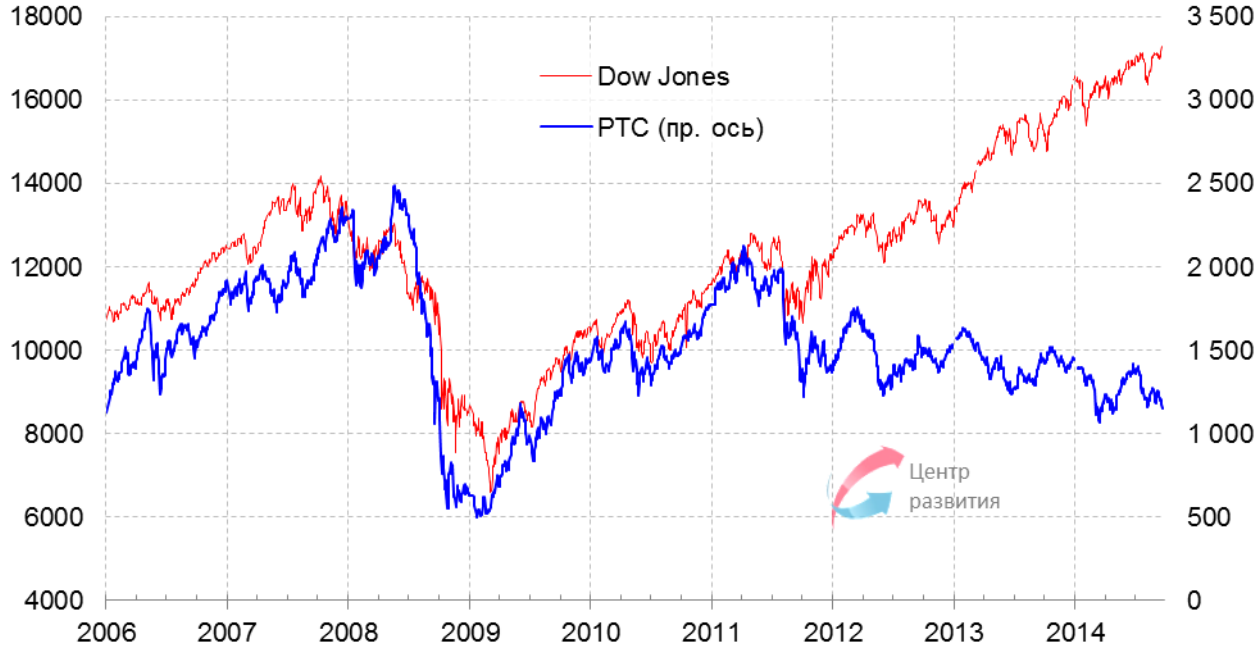
Показатели состояния обрабатывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика фондовых индексов

NEW



Комментарии к «картинкам»

[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 апреля по июль 2014 г. и данные по импорту и экспорту товаров за июль 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
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