

снижение ставки на 1 п.п. сейчас в целом соответствует инфляционным ожиданиям, процесс понижения ставки не должен происходить слишком быстро. Вероятность сохранения двузначной инфляции в ближайшие полтора года всё ещё слишком велика.

Николай Кондрашов

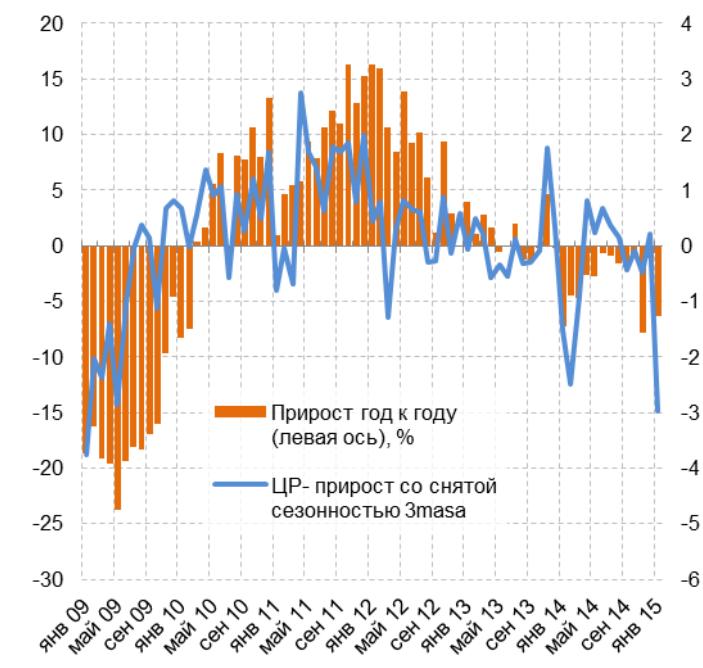
Реальный сектор

3. Инвестиционный провал подталкивает к рецессии

Инвестиционный провал в четвертом квартале 2014 года, на который указывают недавно опубликованные данные Росстата, стал дополнительным фактором сползания в рецессию. При этом отнюдь не очевидно, что здесь смогут помочь форсированные траты национальных резервных фондов: во-первых, нет достоверных данных о загрузке мощностей, во-вторых, на мировом рынке нефти доминируют негативные тенденции.

Как показывает проведённый нами более года назад анализ рецессионных эпизодов в странах ОЭСР с начала 1990-х годов², одним из эмпирических признаков наступающей автономной рецессии (под которой понимается падение выпуска – со снятой сезонностью – в течение, по крайней мере, двух кварталов подряд) является падение инвестиций в основной капитал. До последнего времени сохранялась определенная интрига: хотя помесячные оценки Росстата по полному кругу предприятий и с досчётом на неформальную деятельность указывали (см. рис. 3.1) на падение инвестиций (от минус 7,3% год к году в январе 2014 года до минус 0,8% в октябре), данные прямой квартальной отчётности

Рис. 3.1. Динамика инвестиций в основной капитал по экономике в целом, прирост к тому же месяцу предыдущего года и к предыдущему месяцу со снятой сезонностью (трехмесячная скользящая средняя – 3 masa), %



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

² В. Миронов, В. Канофеев. Грозящая рецессия и как с ней бороться: эмпирический анализ российских реалий и мирового опыта // Вопросы экономики. 2014, №1. С. 78–107.

компаний говорили о сохранении роста совокупных инвестиций на протяжении трёх первых кварталов (за январь-сентябрь они выросли на 2,3%).

Однако недавно опубликованные данные по итогам года оказались разочаровывающими: минус 4,3% за январь-декабрь 2014 года. По нашим оценкам, это означает, что в четвёртом квартале инвестиции крупных и средних компаний «обрушились» более чем на 16% год к году после прироста примерно на 5, 2 и 3% в предшествующие три квартала (см. табл. 3.1). В наибольшей степени в четвёртом квартале сократились инвестиции в инфраструктурные отрасли (железнодорожный транспорт, телекоммуникации, электро- и теплоэнергетика), а также в строительство, металлургию и сельское хозяйство.

Падение в четвёртом квартале инвестиций в сельское хозяйство почти на 5% год к году может затруднить как импортозамещение иностранных продуктов на внутреннем рынке, так и выход сельхозпродукции на внешние рынки (после девальвации рубля она подешевела в валютном выражении). В машиностроительном сегменте промышленности динамика инвестиций в конце года осталась в положительной области (около 11% прироста год к году в четвёртом квартале), но она раза в полтора замедлилась по сравнению с предшествующими тремя кварталами. Это может отражать как высокую зависимость российского машиностроения от импортных комплектующих (что нивелирует положительное влияние девальвации рубля на издержки в валютном выражении), так и удорожание банковских кредитов.

Лишь в некоторых секторах обрабатывающей промышленности (прежде всего, в пищевой промышленности и в лесохимическом комплексе) инвестиции в четвёртом квартале быстро росли (см. табл. 3.1).

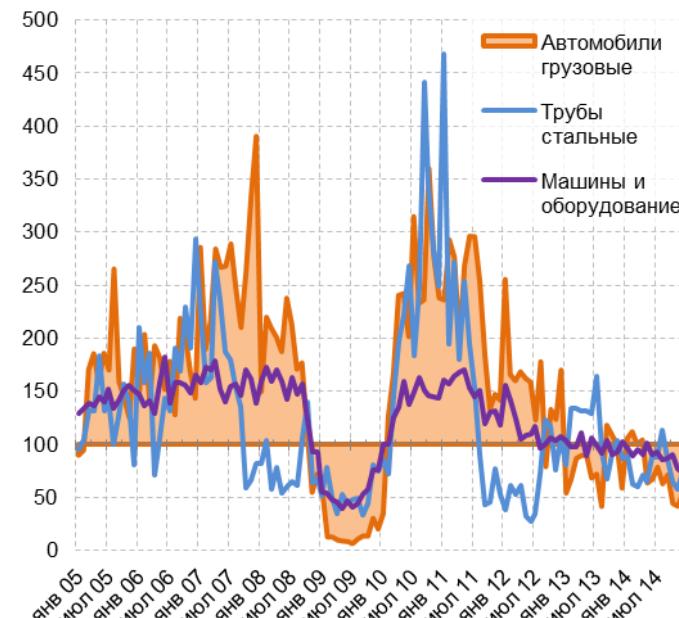
Таблица 3.1. Прирост инвестиций в основной капитал год к году поквартально и их доля в инвестициях экономики в целом по отчётности крупных и средних компаний в 2014 году, %

	Доля в инвестициях экономики в целом, %				Прирост инвестиций к тому же периоду прошлого года (расчётоно), %			
	1кв. 2014	2кв. 2014	3кв. 2014	4кв. 2014	1кв. 2014	2кв. 2014	3кв. 2014	4кв. 2014
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	5,6	2,3	3,1	-16,4
Сельское хозяйство	3,0	3,7	3,2	2,9	-2,1	5,6	-4,5	-4,6
Добыча полезных ископаемых	24,7	22,5	20,5	17,7	8,5	4,8	10,7	9,9
Обрабатывающие производства в целом	19,6	18,9	18,2	16,1	2,2	14,7	-0,7	3,2
производство пищевых продуктов	2,2	2,3	2,1	2,0	8,3	8,5	3,1	20,5
лесохимический комплекс	9,5	9,1	8,8	6,9	12,4	33,9	-4,6	26,6
металлургия	2,7	2,3	2,1	1,6	-7,6	-7,8	-1,5	-11,4
машиностроение в целом	3,6	3,4	3,0	3,4	19,7	13,6	9,6	10,9
Электро- и теплоэнергетика	8,9	10,7	11,3	11,4	-0,9	0,5	-1,7	-14,1
Строительство	4,2	0,8	2,4	1,6	69,4	-57,3	62,0	-15,6
Транспорт и связь	19,8	20,5	21,0	21,8	7,2	-6,0	-0,6	-15,2
ж/д транспорт	2,8	2,9	3,4	3,6	-11,0	-34,0	-0,3	-22,8
трубопроводы	6,1	8,0	6,9	7,1	-1,5	21,2	16,7	20,3
Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги	9,6	11,0	11,1	11,0	10,2	35,3	19,1	1,7
Социальные услуги в целом	2,0	2,9	3,6	5,2	-13,8	-12,0	-10,6	-0,9
Торговля	3,5	2,3	2,6	4,2	21,9	-9,9	-2,3	14,5

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

Иногда говорят, что происходящее в российской экономике обвальное падение инвестиций и сокращение импорта продукции инвестиционного назначения (см. рис. 3.2) не столь уж и страшны. Мол, уровень загрузки производственных мощностей в российской промышленности невелик, поэтому стимулирование внутреннего спроса со стороны государства и/или ускоренный выход российских

Рис. 3.2. Динамика импорта (в долларах США) товаров инвестиционного назначения в январе 2005–декабре 2014 года, прирост к тому же месяцу предыдущего года, в %



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

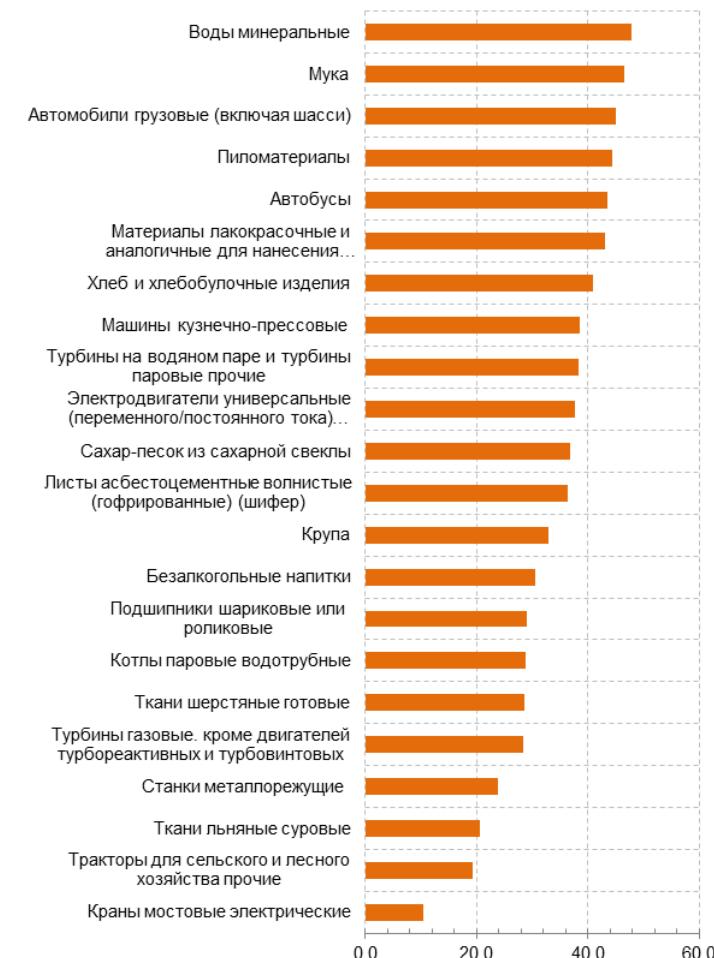
компаний на внешние рынки – после двукратной девальвации и в условиях роста мировой экономики – позволят поддержать выпуск отечественных предприятий.

Однако нам утверждения о низкой загрузке мощностей не кажутся полностью убедительными. С одной стороны, согласно доступным данным Росстата за 2013 год, из 59 видов продукции по 55 видам уровень загрузки производственных мощностей был ниже 85% (это можно считать полной загрузкой в рыночной экономике), причём по 22 из них он был даже ниже 50% (см. рис. 3.3). При этом средневзвешенный уровень загрузки (с учётом доли производства отдельных товаров в добавленной стоимости промышленности в целом) по этой выборке, по нашим оценкам, составлял в 2013 году лишь около 74%. С другой стороны, совокупная доля всех 59 товарных позиций, по которым есть данные, составляет, по нашим оценкам, лишь около 27% совокупной добавленной стоимости промышленности, а доля тех позиций, где загрузка составляет менее 85%, и вовсе не превышает 15%. Таким образом, тезис о низкой загрузке мощностей в промышленности может рассматриваться лишь как гипотеза.

Альтернативой стимулированию текущего спроса и наращиванию выпуска на существующих мощностях является концентрация усилий на проведении структурных реформ, а также на снижении инфляции в среднесрочной перспективе до 4% (сейчас она приближается на потребительском рынке к 17%).

Как показывают новые данные Росстата, задача снижения инфляции, действительно, в последние годы становится всё более актуальной. Это связано с нарастающим разрывом между снижающимся уровнем рентабельности оборота в большинстве секторов промышленности и растущей средней ставкой по рублёвым кредитам предприятиям (она не в последнюю очередь зависит от темпов инфляции и инфляционных ожиданий). Тенденция к снижению доступности кредита – с точки зрения уровня рентабельности текущей деятельности большинства несырьевых секторов промышленности – наметилась задолго до второй половины 2014 года (см. табл. 3.2).

Рис. 3.3. Товарные позиции с наименьшей загрузкой мощностей (до 50%) в экономике России по данным Росстата за 2013 год, в %



Источник: Росстат.

Таблица 3.2. Индикатор доступности кредита, понимаемый как разница рентабельности отгрузки секторов промышленности и средней ставки по кредитам в рублях, по промышленности в целом по данным РЭБа

	Доступность кредита = реальная кредитная рентабельность оборота (%рент.- % кредита), %							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	8,7	3,8	3,5	8,8	12,8	8,5	4,6	13,1
Добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	17,6	14,8	1,3	18,1	27,5	21,9	11,0	10,3
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	-6,1	-7,2	-9,1	-7,3	-6,8	-5,7	-7,2	-7,9
Текстильное и швейное производство	-9,6	-11,3	-14,6	-12,5	-8,7	-7,6	-9,6	-10,3
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-6,3	-8,6	-13,8	-11,0	-8,8	-8,4	-9,6	-13,7
Обработка древесины и производство изделий из дерева	-6,8	-15,2	-19,8	-12,8	-11,4	-8,5	-10,1	-16,0
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	-4,5	-9,0	-11,0	-5,7	-5,2	-5,2	-8,7	-10,3
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	24,8	15,5	7,4	5,5	6,3	4,6	-2,9	-7,9
Химическое производство	2,7	6,6	-8,7	-0,8	4,7	4,6	-3,4	-11,2
Производство резиновых и пластмассовых изделий	-3,9	-10,4	-13,3	-9,9	-7,3	-6,1	-8,0	-11,5
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	7,5	-3,0	-12,5	-9,7	-4,6	-2,5	-7,2	-12,8
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	10,7	5,4	-5,2	0,7	-1,5	-2,0	-5,7	-6,4
Производство машин и оборудования	-5,5	-6,9	-9,9	-8,2	-6,6	-6,2	-7,7	-10,3
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-4,8	-7,0	-11,9	-7,7	-5,7	-6,1	-6,7	-6,7
Производство транспортных средств и оборудования	-6,4	-13,5	-23,2	-12,1	-7,0	-7,4	-9,1	-12,5
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-5,3	-8,1	-7,4	-2,0	-7,8	-5,9	-9,0	-8,4

Примечание: рентабельность отгрузки рассчитана как соотношение балансовой прибыли и объема отгруженной продукции и выражено в %.

Источник: CEIC Data, Российский экономический барометр (РЭБ), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

По итогам 2014 года уровень рентабельности выпуска оказался выше среднего уровня кредитной ставки в рублевом выражении лишь в добыче полезных ископаемых, хотя ещё несколько лет назад такая же картина наблюдалась в нефтепереработке, химии, производстве стройматериалов и в металлургии. Конечно, доступность кредитов как источника финансирования текущей деятельности и инвестиций определяется не только уровнем рентабельности оборота. Однако значимость этого фактора высока, а в условиях санкционных ограничений на внешних финансовых рынках становится ещё более высокой. Если в 2013 году положительную рентабельность демонстрировали все шестнадцать укрупненных секторов промышленности, то по итогам 2014 года четыре из них (производство кожи и обуви, деревообработка, производство стройматериалов и производство транспортных средств и оборудования) уже показали отрицательную рентабельность.

При этом, хотя средняя рентабельность по промышленности в целом осталась практически неизменной (8,5% в 2014 году против 8,5% в 2013 году), в обрабатывающей промышленности она вдвое упала (до 3% с 6% в среднем в 2013 году), а в добыче, наоборот, выросла до 25% с 17%. Это говорит об углублении «сырьевого перекоса», который происходит на фоне девальвации рубля и снижении инвестиций из-за структурных проблем и роста неопределенности.

Эта неопределенность связана, в числе прочего, с возможностью дальнейшего падения цен на нефть из-за перегруженности долгами нефтяных компаний во многих странах мира. Как показывают данные анонсированного доклада Банка международных расчётов³, падение нефтяных котировок заставляет компании увеличивать добычу для роста «кэш-флоу», что порождает порочный круг превышения спроса над предложением. Бремя задолженности корпораций на мировом нефтяном рынке негативным образом влияет на их платежеспособность и ликвидность. Уменьшение цен на нефть ведет к снижению стоимости активов компаний, а уменьшение денежных потоков увеличивает риски дефицита

³ http://www.bis.org/statistics/gli/glibox_feb15.htm

ликвидности. Проблема усугубляется тем, что свои-дилеры не хотят сотрудничать с нефтяными компаниями, что увеличивает финансовые риски компаний. В связи со сложившейся ситуацией нефтяные компании стараются нарастить темпы нефтедобычи, однако спрос не растет такими же темпами.

Неожиданного роста цен, который бы избавил нефтегазовые компании от долга, также не предвидится. Ведущие мировые агентства (EIA, IEA, World Bank, Futures, IMF) предполагают, что уровень цен в 2015 году будет находиться в пределах 55–60 долл./барр., а в 2016-м – 60–70 долл./барр.⁴. По идее это должно заставить экономики, зависимые от цен на нефть, выбрать новый курс и диверсифицировать основную экономическую деятельность, уйдя, наконец, от сырьевой зависимости. Ведь высока вероятность того, что, в силу развития новых технологий добычи, позволяющих более оперативно подстраивать предложение под спрос, закончившийся в прошлом году очередной супер-цикл на рынке нефти, начавшийся в начале 2000-х годов, может стать последним в его истории.

Валерий Миронов, Алексей Немчик

Платёжный баланс

4. В феврале спрос на валюту превысил предложение

К началу марта 2015 года уровень международных резервов Банка России снизился до 360 млрд. долл., главным образом за счёт продажи валюты участникам рынка через операции РЕПО. Чистый отток капитала частного сектора, по нашим оценкам, в феврале превысил 17 млрд. долл. и с начала года составил около 25 млрд. долл.

⁴ The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses//
John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge, and Marc Stocker. World Bank Group. March 2015.