

## Реальный сектор

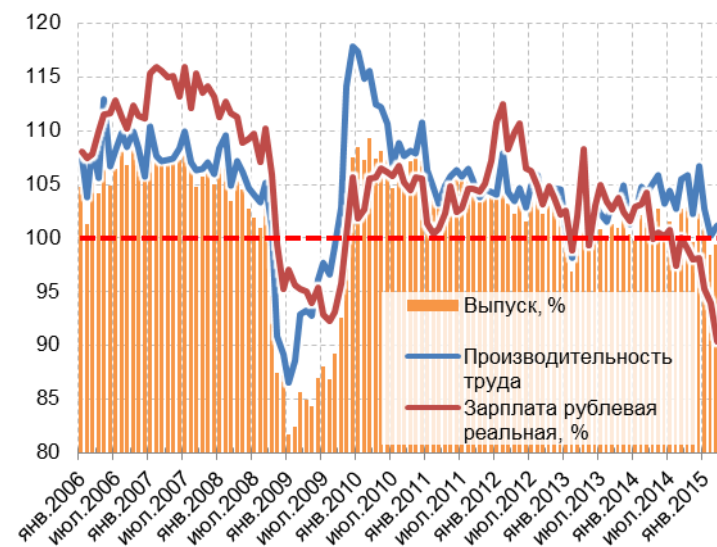
### 4. Реальный сектор в первой половине 2015 года: девальвационные стимулы и финансовые проблемы

В прошедшие месяцы 2015 года реальный сектор экономики, с одной стороны, под влиянием произошедшей девальвации рубля и снижения кредитных рейтингов понес определенные финансовые потери, а с другой – заметно повысил ценовую конкурентоспособность своей продукции.

Состояние реального сектора российской экономики в прошедшие месяцы текущего года выглядит противоречиво. С одной стороны, темпы сокращения выпуска промышленности в первом квартале составили всего 0,4% относительно того же периода прошлого года, что значительно меньше темпов падения экономики в целом (около 1,8%). При этом темпы прироста производительности труда в марте оттолкнулись от нулевой линии и составили, по нашей оценке, около 1,2% относительно того же периода прошлого года (рис. 4.1). Таким образом, пока не намечается того провала в динамике производительности, которым характеризовался кризис 2008–2009 гг., когда на пике падения снижение производительности в промышленности достигало -17% (в январе 2008 г., рис. 4.1).

При этом темпы падения реальной заработной платы в промышленности, достигшие в марте -9,6% в рублевом выражении, сейчас выше, чем в ходе прошлого спада. С одной стороны, это негативно сказывается на динамике спроса, а с другой – способствует снижению удельных трудовых издержек, а значит, росту конкурентоспособности отечественных товаров. О взаимной компенсации позитивных и негативных факторов, влияющих на спрос и выпуск, может говорить тот факт, что ожидания роста спроса и выпуска в апреле, по данным опросов Росстата, прекратили падение и остались на уровне марта (до этого снижение наблюдалось непрерывно с ноября 2014 года, рис. 4.2).

Рис. 4.1. Динамика индикаторов состояния промышленности в целом, рост год к году, в %



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

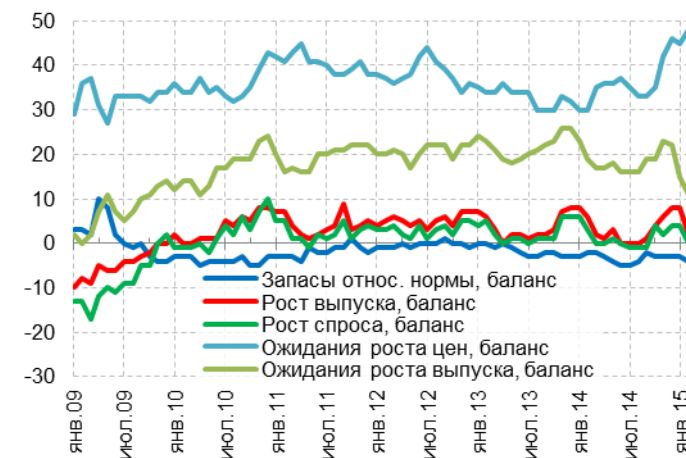
С другой стороны, ряд факторов характеризует состояние реального сектора российской экономики негативно. Прежде всего, это **обострение финансовых проблем**, как это почти всегда бывает при сильном падении национальной валюты в силу утяжеления выплат валютных долгов компаниями и снижения страновых кредитных рейтингов<sup>3</sup>.

В России постдевальвационный финансовый синдром проявляется, в частности, в значительно более интенсивном оттоке валютных средств из реального сектора (по сравнению с валютным шоком 2008–2009 гг.). Это связано с сильным сокращением объемов валютной задолженности, что может объясняться как фактором более сильного падения курса и связанным с этим ростом рисков и падением кредитных рейтингов, так и с фактором финансовых санкций, препятствующих рефинансированию долгов и понуждающих использовать валютные резервы компаний или Банка России (в случае использования компаниями валютных займов регулятора).

С учетом недавно вышедших данных Банка России, сокращение общей валютной задолженности российских компаний, банков и государства на начало апреля текущего года (всего около 559,4 млрд. долл.) по сравнению с ее пиком в начале июля 2014 г. составило 173,4 млрд. долл., в том числе в реальном секторе она сократилась на 95,6 млрд. долл. Аналогичное сокращение валютной задолженности в период между 1 июля 2008 г. и 1 января 2009 г. составило 88 и 33,6 млрд. долл. соответственно (рис. 4.3). Таким образом, сейчас отток средств из экономики, связанный с валютно-финансовыми пертурбациями, составил примерно на 85 млрд. долл. больше.

**Перспективы преодоления торможения в реальном секторе, а значит, и в экономике в целом, зависят от возможности усиления стимулирующей роли денежно-кредитной политики Банка России** (в частности, снижения ключевой ставки в реальном выражении), поскольку потенциал наращивания антикризисной

**Рис. 4.2. Динамика показателей конъюнктурных опросов Росстата по промышленности России в январе 2009 – апреле 2015 г. (использованы материалы ИСИЭЗ НИУ ВШЭ)**



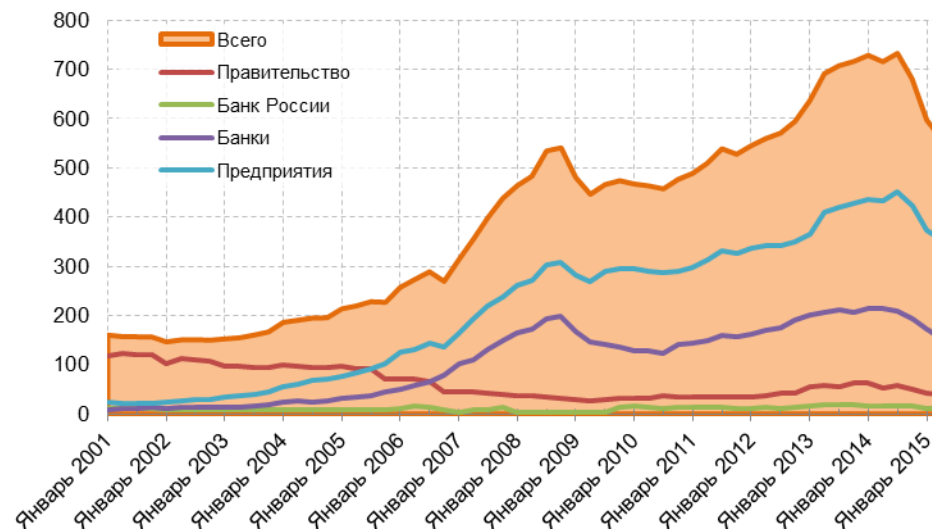
*Примечание.* Баланс оценок=разница долей опрошенных в %:  
1. подтверждающих рост или снижение показателя в данном месяце;  
2. ожидающих роста или снижения показателя в течение ближайших трех месяцев;  
3. утверждающих, что показатель находится выше или ниже нормы.

*Источник:* Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

<sup>3</sup> См., например: Calvo G., Reinhart C. Fixing for Your Life: NBER Working Paper 8006, 2000.

активности бюджетных властей – в условиях падения нефтегазовых доходов – чрезвычайно ограничен.

**Рис. 4.3. Динамика объема внешней задолженности российского государства, банков и компаний в период с начала января 2001 г. по начало апреля 2015 г., млрд. долл.**

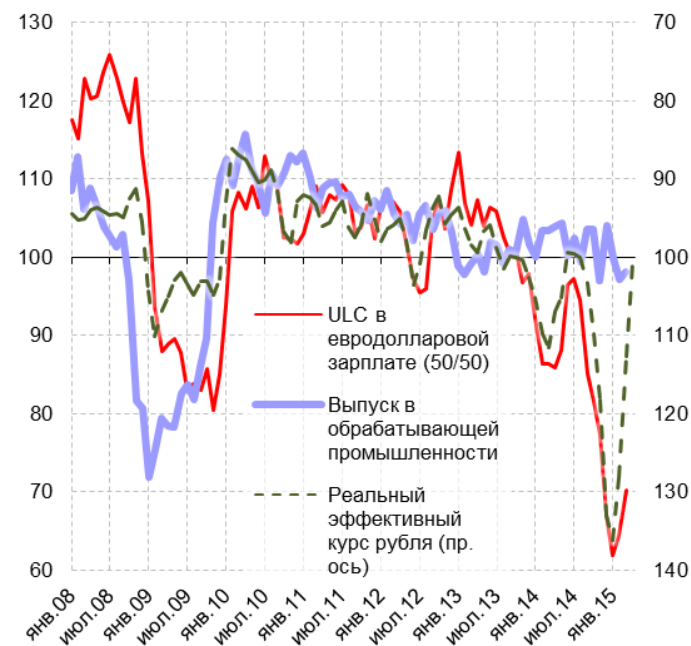


Источник: Банк России.

В то же время возможное ослабление денежно-кредитной политики опасно перетоком дешевых денег на валютный рынок, а значит, и повышением вероятности возникновения новой девальвационной волны. В связи с этим не перестает обсуждаться вопрос о равновесном уровне курса рубля: следует ли нам ожидать еще каких-то больших подвижек курса или только его колебания примерно на нынешнем уровне?

Реальный эффективный курс в апреле текущего года ослаб всего на 0,7% относительно апреля 2014 г., хотя еще в январе это падение превышало 36% в годовом выражении (рис. 4.4). Хотя в целом за январь-апрель реальный

**Рис. 4.4. Динамика индикаторов конкурентоспособности обрабатывающей промышленности, рост год к году, в %**



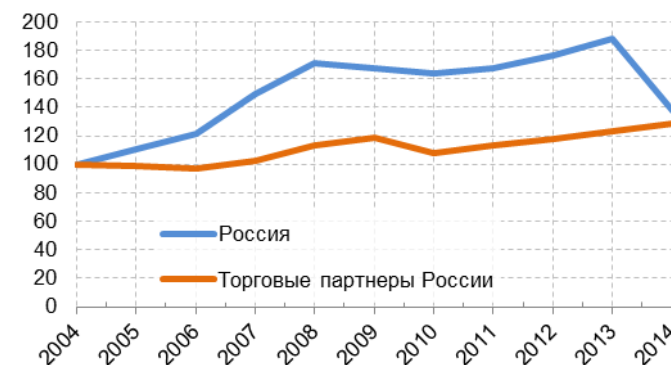
Источник: CEIC Data, Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**эффективный курс рубля был слабее, чем в том же периоде прошлого года, на 19,8%, однако стремительный возврат к докризисным уровням ставит вопрос о его фундаментально обоснованных значениях.** А также о том, не будет ли рубль укрепляться и дальше, что может сначала негативно воздействовать на реальный сектор, а в недалеком будущем привести к новому падению курса. Ведь, как известно, девальвации национальных валют – при всех их плюсах с точки зрения стимулирования спроса (за счет его легального «перевода» с рынков торговых партнеров на собственный рынок) – плохи, в частности, тем, что формируют ожидания новых девальваций. Особенно если они сопровождаются скачком инфляции, быстро съедающей созданные падением валюты ценовые преимущества.

Равновесность курса валюты в сырьевой экономике определяется, в частности, и тем, насколько укрепление ее реального эффективного курса (ведущее, помимо прочего, к удорожанию товаров, производимых национальными производителями, относительно конкурентов) компенсируется ростом эффективности производства по сравнению с «портфелем» торговых партнеров<sup>4</sup>. Поэтому для определения равновесности курса в сугубо прикладных исследованиях нередко используется либо сопоставление динамики реального эффективного курса и дифференциала (разности) темпов роста производительности труда в стране и у ее торговых партнеров, либо сравнение темпов роста удельных трудовых издержек, выраженных в единой валюте (при прочих равных).

Наши расчеты, основанные на доступных данных по промышленности<sup>5</sup>, показывают, что в период 2004–2013 гг. рост удельных трудовых издержек в долларовой выражении в обрабатывающей промышленности России (по нашим оценкам, на 88%) значительно опережал их рост у торговых партнеров России, где

**Рис. 4.5. Динамика удельных трудовых издержек в валютном выражении в обрабатывающей промышленности России и у «портфеля» ее торговых партнеров, 2004=100%**



*Примечание.* Для расчета динамики индикатора у портфеля торговых партнеров России в качестве весов использованы их доли во внешнеторговом обороте России.

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

<sup>4</sup> См., например: Spatafora, Nicola ; Stavrev, Emil //The Equilibrium Real Exchange Rate in a Commodity Exporting Country: The Case of Russia, May 01, 2003 (<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=16500>)

<sup>5</sup> Данные в ОКВЭД ограничены периодом с 2004 г.

они выросли более чем на 23%.<sup>6</sup> При этом по итогам 2014 года – с учетом падения курса рубля и снижения удельных трудовых издержек (в российской обрабатывающей промышленности они, по нашим расчетам, сократились почти на 27%) – разрыв с 2004 г. составил лишь 10%. А в текущем году и он исчез – по итогам первого квартала 2015 года удельные трудовые издержки на фоне быстрого снижения заработной платы упали в обработке более чем на 30% по отношению к тому же периоду прошлого года (рис. 4.5).

Если использовать данные за более длинный период – с 1995 по 2014 гг. – и в оценке фундаментальной стоимости рубля ориентироваться на подход, учитывающий только баланс темпов укрепления реального эффективного курса и разницы в темпах роста производительности труда в России и у ее торговых партнеров<sup>7</sup>, то рубль по итогам 2014 года выглядел скорее переоцененным – по нашим оценкам, примерно на 18% (рис. 4.6, сплошная линия). Это примерно соответствует масштабам ослабления рубля за январь-апрель текущего года, что позволяет говорить о нахождении рубля сейчас на равновесном уровне. Схожие выводы в своем недавнем отчете сделали и экономисты американской Citigroup, используя похожую методику<sup>8</sup>. Однако, на наш взгляд, однозначно полученные оценки толковать нельзя, вопрос требует дальнейшего изучения (на что нужно время)<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> Для стран - торговых партнеров России для периода 2004–2011 гг. использовались данные по динамике ULC отдельных стран, рассчитываемые Бюро трудовой статистики США (BLS). При этом для периода 2012–2014 гг. использовались наши оценки.

<sup>7</sup> Она, по нашим оценкам для экономики в целом, в кумулятивном выражении составляет около 41%.

<sup>8</sup> <https://ir.citi.com/8VyOehuOFiyImbDrLfx6ypWeMS3nACR1VwmVCAAAAFmB1t9Iij9DtdzrZEbdedtfLhEK8TNeSY%3D>  
<http://quote.rbc.ru/pda/stock/news/2015/04/03/34342032.shtml>

<sup>9</sup> На наш взгляд, крайне важно учитывать тот факт, что если взять в расчет сильнейшее укрепление рубля в далеком 1995г. (то есть принять за 100% не 1995г., а 1994г.), то и сейчас (с учетом кумулятивно накопленного укрепления) рубль выглядит (при прочих равных!) все еще переоцененным (см. рис. 4.2, пунктирная линия). В 1995 г., по данным Банка международных расчетов (BIS), реальный эффективный курс российского рубля укрепился в среднегодовом выражении примерно на 28%. При этом достоверными данными о росте производительности труда за 1994 г. мы не располагаем, но они, судя по всему, принципиально картину не изменят.

**Рис. 4.6. Динамика реального эффективного курса рубля (REER) и дифференциала производительности труда для экономики России и ее торговых партнеров, 1994 или 1995 г.=100%**



Примечание. Для расчета динамики индикатора у портфеля торговых партнеров России в качестве весов использованы их доли во внешнеторговом обороте России.

Источник: BIS (Bank for International Settlements), OECD, Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ с использованием базы данных WIOD.

Резюмируя, можно сказать, что с учетом долгосрочных тенденций развития российской экономики рубль сейчас вряд ли недооценен, особенно если учесть низкие цены на нефть. Исходя из этого, тенденция к его укреплению, если такая сейчас сформируется и укрепится, вряд ли будет оправданной – во всяком случае, в точки зрения текущей конкурентоспособности реального сектора и среднесрочной макроэкономической стабильности.

*Валерий Миронов, Алексей Немчик*

## Платёжный баланс

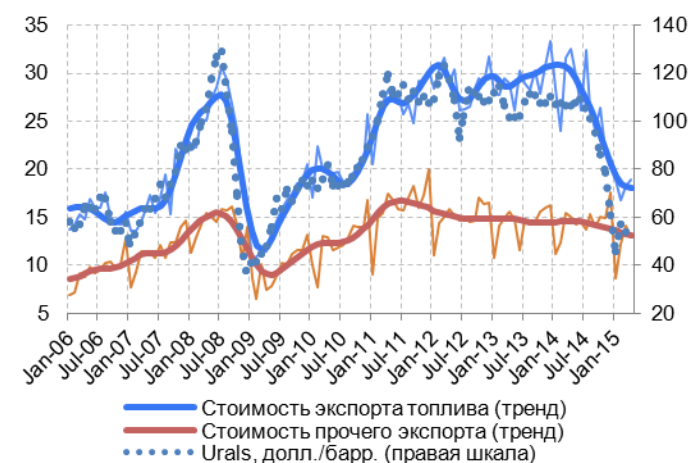
### 5. Рубль дорожает на фоне высокого оттока капитала

*В апреле 2015 года укрепление рубля не привело к росту импорта, что говорит о слабости внутреннего спроса. При этом чистый отток капитала частного сектора, хотя и снизился до 12 млрд. долл., по итогам четырёх месяцев текущего года сохраняется на высоком уровне (45 млрд. долл.).*

В апреле стоимость экспорта товаров, согласно нашим оценкам, составила 32 млрд. долл. Экспорт топлива растёт второй месяц подряд, но из-за обвального падения нефтяных цен во втором полугодии 2014 г. его стоимость (19 млрд. долл.) остаётся существенно ниже (более чем на 40%) прошлого года (рис. 5.1). По-прежнему растут физические объёмы экспорта нефти и нефтепродуктов, в то время как поставки газа значительно (почти на 20% за четыре месяца) отстают от прошлогодних показателей.

Стоимость прочего (нетопливного) экспорта в апреле, согласно нашим расчётам, опустилась ниже 13 млрд. долл., что на 14% ниже, чем год назад. Негативная тенденция в этой укрупнённой товарной группе в последние несколько лет (рис. 5.1) хорошо коррелирует с понижательной динамикой индекса цен на нетопливные товары, ежемесячно публикуемой МВФ.

Рис. 5.1. Стоимость экспорта товаров, млрд. долл.



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