

промышленности покупательная способность зарплат снизилась до уровня конца 2011 г.; за 2014 и 2015 годы падение здесь составило 7%. Заработная плата в топливном секторе является сравнительно волатильным показателем (по сравнению с динамикой заработных плат других секторов); ее снижение соответствует уровню конца 2011 года; с первого полугодия 2014 года реальная зарплата в этом секторе снизилась приблизительно на 12%.

Поскольку динамика реальной зарплаты во многом определяет динамику потребительского спроса, приходится констатировать, что в современной российской экономике «сбит» один из важнейших механизмов роста. С учетом того, что мировой спрос на товары российского экспорта стагнирует, а инвестиции в основной капитал, как и госрасходы, сокращаются, самым доступным фактором увеличения ВВП фактически остается снижение импорта, что вряд ли можно считать здоровой моделью роста.

Алёна Чепель

Платёжный баланс

4. Тенденция к сокращению или возросшая волатильность оттока капитала?

Чистый отток капитала частного сектора по итогам 2015 г. составил 57 млрд долл., или 4,7% ВВП. Поскольку итоговые цифры оказались близки к нашим оценкам, мы не меняем нашего прогноза чистого оттока капитала на 2016 г. в размере 40 млрд долл. Однако возросшая волатильность на мировых финансовых и товарных рынках может внести свои коррективы в финансовый счёт платёжного баланса.

В конце прошлого года мы предположили, что пик оттока капитала уже пройден¹. Однако насколько интенсивно он будет сокращаться, зависит от множества факторов. Уже по итогам четвёртого квартала прошлого года наши оценки чистого оттока капитала оказались более пессимистичными (около 15 млрд долл.), нежели оценки Банка России (более 9 млрд долл.). Предсказать с приемлемой точностью отток капитала, как показывает практика, невозможно. Поэтому мы предлагаем оценить масштабы его колебаний на основе долгосрочных тенденций.

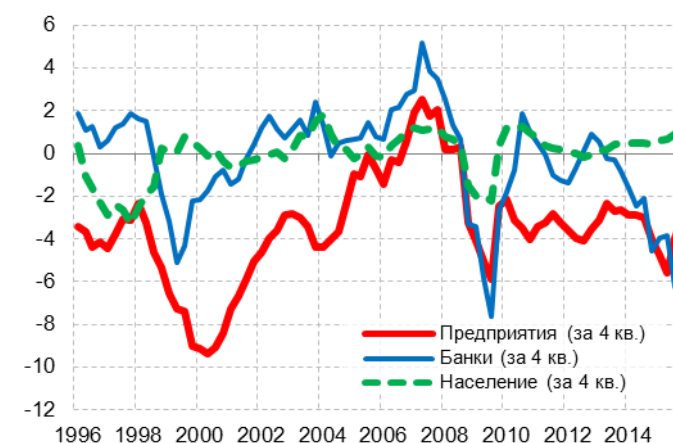
В 2016 г. основным каналом вывода капитала, скорее всего, будет реальный сектор. В предыдущем году **со стороны предприятий реального сектора чистый отток капитала составил 3% ВВП** (рис. 4.1). При этом, как и после кризиса 2008 г., **есть все условия для его дальнейшего сокращения или стабилизации в диапазоне 2-4% ВВП**. Этому будут способствовать как уменьшение объема платежей по внешнему долгу, так и дефицит рублевых ресурсов в условиях ослабления рубля и высоких процентных ставок на внутреннем рынке. В случае ослабления части западных санкций можно рассчитывать на увеличение внешних заимствований для рефинансирования внешнего долга.

В прошлом году российские компании были вынуждены погашать внешний долг перед нерезидентами (52 млрд долл. согласно графику платежей без учёта задолженности перед прямыми инвесторами) в условиях ограниченного доступа к мировому рынку капитала. Тем не менее, **задолженность перед нерезидентами сократилась на 0,4% ВВП²** (рис. 4.2) и **может ещё больше снизиться в 2016 г.**, поскольку компаниям предстоит выплатить лишь 39 млрд долл. (без учёта задолженности перед прямыми инвесторами), то есть на четверть меньше, чем в предыдущем году. В условиях продолжающегося спада российской экономики, снижения реальных доходов населения и инвестиций в основной капитал, предприятия вряд ли станут наращивать внешний долг. Во всяком случае,

¹ См. Комментарии о Государстве и Бизнесе. №105 за период 25 ноября – 7 декабря 2015 г.

² По ссудам и займам, а также торговым кредитам и авансам, т.е. иностранные инвестиции за исключением прямых и портфельных, по данным платёжного баланса.

Рис. 4.1. Структура чистого притока (+) / оттока (-) капитала частного сектора, %ВВП



Примечание: чистый отток капитала по линии банковской системы учитывает покупку наличной валюты.

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

аналогичная пауза (на протяжении двух-трёх лет) наблюдалась после предыдущих кризисов.

Практически обнулится «серый» отток капитала (все вложения в зарубежные активы, за исключением прямых и портфельных, плюс чистые ошибки и пропуски), который по итогам 2015 г. составил 1% ВВП (рис. 4.2). На протяжении последних полутора десятков лет «серый» отток капитала устойчиво сокращался. С одной стороны, это может быть следствием борьбы с нелегальным бизнесом, а с другой – рост масштабов бизнеса неизбежно приводит к росту организованных инвестиций (прямых и портфельных). В целом, **динамика «серого» оттока капитала по долгосрочной тенденции укладывается в диапазон от -0,3 до -3,0% ВВП в 2016 г.**

В 2015 г. отрицательное сальдо прямых и портфельных инвестиций сократилось до -1,6% ВВП (рис. 4.2). Вследствие западных санкций практически обнулится приток организованных иностранных инвестиций. Одновременно упали инвестиции в зарубежные активы вследствие резкого обесценения рубля и дефицита ресурсов у компаний, вынужденных направлять все средства на погашение внешнего долга. В соответствии с тенденцией последних семи лет можно ожидать, что **в 2016 г. отрицательное сальдо прямых и портфельных инвестиций будет находиться в диапазоне 2,0-3,5% ВВП.** Возможный рост дефицита организованных инвестиций связан с улучшением ситуации в реальном секторе.

Таким образом, чистый отток капитала со стороны предприятий (сальдо прямых и портфельных инвестиций, рост внешней задолженности и «серый» отток капитала) в 2016 г. ожидается в диапазоне 2,3-6,9% ВВП. При этом показатель выше 3% ВВП можно считать кризисным сценарием для российской экономики.

Чистый отток капитала по линии банковской системы в 2015 г. составил 2,7% ВВП (с учётом ввоза наличной валюты, рис. 4.1). Это наиболее волатильная и непредсказуемая составляющая финансового счета платёжного баланса. В конце прошлого года со стороны банков возобновился приток капитала за счёт

Рис. 4.2. Структура чистого притока (+) / оттока (-) капитала предприятий реального сектора, % ВВП



Примечание: чистый отток капитала по линии банковской системы учитывает покупку наличной валюты.

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

значительного (по историческим меркам) сокращения иностранных активов на фоне продолжающегося снижения обязательств перед нерезидентами. **При условии стабилизации курса рубля в 2016 году мы ожидаем, что со стороны банков чистый вывоз капитала сократится до 0,5-1% ВВП** – для смены направления потоков капитала нужны рост экономики и укрепление рубля.

Использование населением наличной валюты за рубежом (покупка товаров в соответствии с методологией РПБб), несмотря на кризис, **было достаточно стабильным на протяжении последних трёх лет** (в среднем 2,7 млрд долл. в квартал) и по итогам 2015 г. составило **1,1% ВВП** (с точки зрения платёжного баланса сокращение наличной валюты у населения означает чистый приток капитала). По всей видимости, этот уровень притока капитала сохранится в текущем году.

Резюмируя вышесказанное, можно сказать, что **в 2016 г. чистый отток капитала частного сектора может составить 1,2% ВВП** в случае стабилизации цен на нефтяном рынке, частичного снятия санкций, открытия для российских заёмщиков рынков капитала и роста российской экономики. При ухудшении внешних и внутренних условий для инвесторов чистый отток капитала может возрасти до 6,8% ВВП. Это примерно соответствует диапазону **15-80 млрд долл. в зависимости от курса рубля и ВВП.**

Столь широкий диапазон оттока капитала формирует развилку для Банка России. Счёт текущих операций (СТО) за прошедшие два года адаптировался к внешним шокам путём сжатия импорта и сокращения инвестиционных выплат нерезидентам в условиях резкого ослабления рубля. Даже в случае дальнейшего падения нефтяных цен (до 30 долл./барр. в среднем за 2016 г.) при свободно плавающем курсе рубля и слабом внутреннем спросе мы не ожидаем сокращения профицита СТО значительно ниже текущего уровня (66 млрд долл. по итогам 2015 г.). **В пессимистическом сценарии дефицит валюты на внутреннем рынке вряд ли превысит 20 млрд долл.** В этом случае давление на рубль сохранится, но очередного валютного кризиса (ослаблении рубля более чем на 20%), скорее

всего, удастся избежать. В оптимистичном сценарии профицит валюты на рынке может составить примерно 40 млрд долл., который, как мы ожидаем, будет абсорбирован Банком России с целью пополнения валютных резервов и сдерживания укрепления рубля.

Сергей Пухов

Реальный сектор

5. Жилищное строительство в 2015 году: негативные прогнозы не сбылись

В начале 2015 года ряд экспертов жилищного рынка предсказывали резкое падение объёмов ипотечного кредитования (в 2,5-3 и даже в 4 раза из-за сокращения спроса на фоне снижения доходов населения и роста процентной ставки), жилищного строительства (из-за проблем с растущими долгами застройщиков и недофинансированием) и критическое ухудшение финансового состояния отрасли. Эти прогнозы не оправдались.

По предварительным данным Росстата, в 2015 г. введено в эксплуатацию 83,8 млн кв. м нового жилья – на 0,5% меньше абсолютного рекорда (включая советский период), достигнутого в 2014 г. (84,2 млн кв. м). При этом нужно иметь в виду, что Росстат регулярно пересчитывает в сторону повышения показатели ввода жилья по итогам годового отчёта³.

Впрочем, даже не дожидаясь окончательных данных Росстата, можно констатировать, что **объём предложения нового жилья в 2015 г. сложился на**

³ Окончательные цифры Росстат публикует, как правило, в апреле. К предварительной цифре за 2013 г. (69,4 млн кв. м) Росстат добавил к декабрю 1,1 млн, за 2014 г. – к предварительным 81 млн кв. м (без учёта Крыма) были сначала добавлены «крымские» 0,9 млн, а потом к декабрю – сначала 1,7 млн, а позже ещё 0,6 млн кв. м. Увеличение именно декабрьских вводов, возможно, обусловлено подачей в Росстат неполной информации от застройщиков о сдаче готовых (или с недоделками) объектов в конце года.