

то получаемые таким образом очертания общеэкономической динамики несколько меняются: **после достижения локального максимума в сентябре-октябре 2015 г. экономика устойчиво сокращалась, и даже рост в марте пока не получается рассматривать как перелом этого тренда** (рис. 2.6).

При сохранении выпуска базовых видов деятельности на уровне марта спад по итогам года составит около 0,5%. Напомним, что **наш прогноз предполагает снижение ВВП по итогам 2016 г. на 1,6% при среднегодовой цене нефти Urals 35 долл./барр. и снижение на 0,8% при 45 долл./барр.** В обоих случаях существует риск углубления рецессии на фоне большого бюджетного дефицита.

Николай Кондрашов

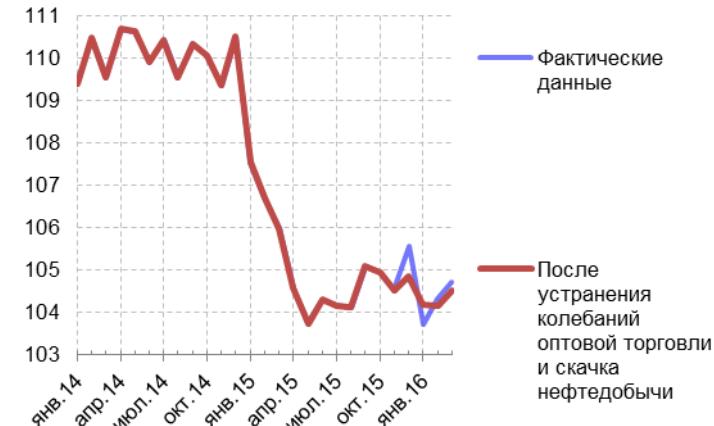
Реальный сектор

3. Промышленность на перепутье

В первом квартале появились признаки возобновления роста промышленности. Этому, в частности, способствовала весьма сбалансированная политика Банка России в 2015 г. Однако сейчас – по мере торможения инфляции – для властей наступает момент истины: политику необходимо адаптировать к новым реалиям, а здесь возможны варианты.

Данные Росстата о динамике промышленного производства в марте оказались несколько лучше, чем можно было ожидать при инерционном развитии событий. После роста промышленности в феврале 2016 г. на 1% год к году (см. таб. 3.1) и при оценке веса одного лишнего дня в високосном феврале примерно в 2,5-3% при достаточно высокой базе марта 2015 г., в марте текущего года можно было ожидать снижения выпуска на 1,5-2% в годовом выражении.

Рис. 2.6. Динамика выпуска базовых видов экономической деятельности до и после устранения колебаний оптовой торговли в декабре-феврале (100 = 2010 г., сезонность устранена), в %



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

Таблица 3.1. Динамика секторов промышленности (прирост год к году), в %

	2015-2016 гг.							I кв. 2016 г. в целом
	Окт	Ноя	Дек	2015 г. в целом	Янв	Фев	Мар	
Промышленное производство	-3,6	-3,5	-4,5	-3,4	-2,7	1,0	-0,5	-0,6
Добыча полезных ископаемых	1,4	-0,1	0,1	0,1	0,4	5,8	4,2	3,4
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	0,3	-0,6	0,1	0,1	0,7	5,8	4,2	3,5
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	5,6	2,5	0,0	0,0	-1,9	1,7	3,6	1,2
Обрабатывающие производства	-5,9	-5,3	-6,1	-6,1	-5,6	-1,0	-2,8	-3,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-3,6	-3,5	-6,3	-6,3	2,5	0,0	-0,8	0,6

Источник: Росстат.

Однако он сократился лишь на 0,5% при росте выпуска в добыче топлива на 4,2%² и снижении в обрабатывающей промышленности и в производстве электроэнергии, газа и воды соответственно на 2,6% и 0,8% (см. таб. 3.1). Это также означает, что в марте в промышленности второй месяц подряд наблюдался ощутимый прирост выпуска со снятой сезонностью: на 0,6% к февралю по нашим расчетам (см. таб. 3.2) и на 0,4% по данным Росстата. При этом среднемесячные темпы прироста промышленности со снятой сезонностью в первом квартале составили, по нашим оценкам, более 0,2% в месяц, что в годовом выражении (то есть при условии сохранения на год тех же темпов) означает прирост промышленного выпуска почти на 3% (см. таб. 3.2).

² Не исключено, что рост индекса добычи в последние месяцы обусловлен статистическим эффектом и через несколько месяцев должна последовать коррекция: см. материал «Где хорошо – там криво» бюллетеня.

Таблица 3.2. Динамика секторов промышленности (прирост к предыдущему месяцу, если не указано иное, сезонность устранена), в %

	2015-2016 гг.						В среднем за последние три месяца	То же, в годовом выражении
	Окт	Ноя	Дек	Янв	Фев	Мар		
Промышленное производство	0,0	-0,6	0,3	-0,3	0,4	0,6	0,23	2,8
Добыча полезных ископаемых	0,4	-0,2	0,3	0,2	0,7	0,8	0,6	7,0
Обрабатывающие производства	-0,3	-1,0	0,7	-1,4	0,8	0,4	-0,1	-1,0
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	-0,1	-0,3	0,2	0,8	0,2	0,1	0,4	4,3
Текстильное и швейное производство	-1,8	-0,5	-2,5	3,6	-1,1	3,7	2,0	27,5
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-11,1	0,5	3,9	0,4	5,6	1,7	2,6	35,7
Обработка древесины и производство изделий из дерева	-2,0	0,5	1,2	-1,7	2,5	-2,1	-0,4	-4,6
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	0,0	-0,8	0,2	-0,2	0,4	1,6	0,6	7,8
Производство кокса, нефтепродуктов	-3,1	2,2	3,0	-4,0	0,1	-4,2	-2,7	-28,2
Химическое производство	1,0	-1,8	-1,4	2,1	0,1	0,7	1,0	12,2
Производство резиновых и пластмассовых изделий	-2,4	-1,0	2,1	-3,7	3,2	-2,0	-0,8	-9,6
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов (стройматериалы)	-1,2	-1,1	2,0	-5,3	1,0	0,2	-1,3	-15,0
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	-2,7	-0,2	-4,1	3,8	-0,4	1,9	1,7	23,0
Производство машин и оборудования	6,4	-4,9	2,1	-2,6	-1,6	10,4	2,1	28,0
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-2,3	3,3	-2,3	0,9	-0,4	-0,7	0,0	-0,5
Производство транспортных средств и оборудования (автопром)	-2,4	-1,5	-2,8	-3,5	2,2	-0,6	-0,6	-7,3
Прочие производства (мебель и пр.)	-0,1	0,7	-3,8	-4,2	-1,5	2,2	-1,2	-13,3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0,2	0,3	-2,2	4,3	-3,0	1,1	0,8	10,1

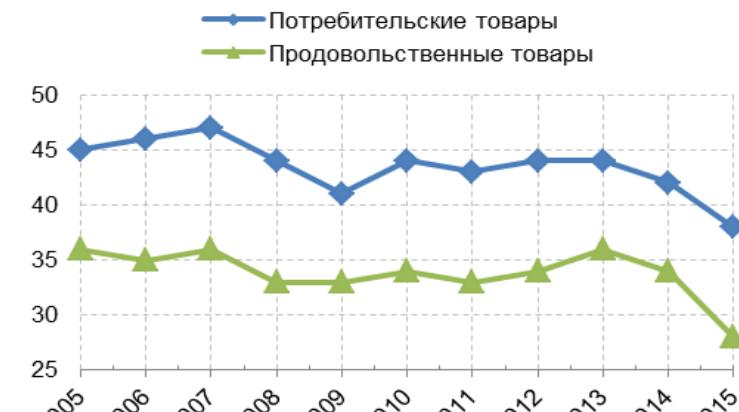
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Возникает вопрос: сохранится ли эта тенденция к улучшению промышленной конъюнктуры, которая проявилась в марте, или она рассеется «как сон, как утренний туман»? Для ответа на этот вопрос рассмотрим подробнее ситуацию в отдельных секторах промышленности, а также те макроэкономические условия, которые способствовали появлению признаков улучшения экономической ситуации.

Говоря о динамике промышленных секторов в первом квартале, следует отметить, что на лидирующих позициях находятся производители как промежуточной (химия и металлургия), так и конечной продукции потребительского и инвестиционного назначения (текстильное и швейное производство, производство обуви, выпуск машин и оборудования). Эти сектора в первом квартале росли темпами от 1 до 2,6% со снятой сезонностью (см. таб. 3.2), и, перефразируя классика, счастливы представители этих видов деятельности одинаково – увеличивают свою долю рынка.

В текстильном и швейном производстве выросло производство как тканей (в том числе, за счет роста нетканых материалов³ на 23,2% год к году и трикотажного полотна более чем на 30%), так и некоторых готовых изделий. Здесь к факторам роста, в принципе, можно отнести пресловутое импортозамещение, правда, неустойчивое и обусловленное, прежде всего, фактором снижения спроса, а не повышения конкурентоспособности отечественного производства. Формально импортозамещение после девальвации наблюдается в российском потребительском секторе начиная с 2014 г., и за два последних года доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли сократилась по непродовольственным товарам, по данным Росстата, с 44% до 38%, а по продовольствию – с 36% до 28% (см. рис. 3.1). Однако, как видно из этого же рисунка, аналогичное снижение доли импорта наблюдалось и в ходе кризиса 2009-2009 гг., но впоследствии доля импорта почти достигла предкризисного уровня. Так что перспективы удержания

Рис. 3.1. Доля импорта в товарных ресурсах розничной торговли



Источник: Росстат.

³ Парадоксы бюрократического языка: в производство тканей Росстат включает производство нетканых материалов (кроме ватинов).

захваченной российскими производителями доли рынка на волне нынешней девальвации пока неясны: «отлив», то есть укрепление курса рубля, могут унести их на исходные позиции. Примерно то же можно сказать о производителях обуви, где выросло дубление и отделка кожи (более чем на 13%), а также производство недорогой обуви, в частности «водонепроницаемой, на подошве и с верхом из резины или пластмассы» – почти на 19% год к году (возможно, это резиновые сапоги и галоши).

В металлургии и производстве готовых металлических изделий, где, несмотря на сокращение выпуска в годовом выражении на 2,7% (из-за высокой базы прошлого года), наблюдался заметный рост выпуска с устранением сезонного фактора (см. рис. 3.2), к факторам ускорения можно отнести как гособоронзаказ, так и государственную программу поддержки транспортного машиностроения (она пролонгирована на нынешний год), заказы попавших под санкции нефтегазовых компаний и, возможно, удорожание импортных металлических изделий. Это привело к росту производства нескольких видов труб, цветных металлов, фольги, металлических резервуаров и колючей проволоки. Выпуск в годовом выражении вырос от примерно 2-7% по трубам электросварным до 48–55% – по алюминиевой проволоке и бурильным трубам.

Что касается производства машин и оборудования, которое на фоне низкой базы прошлого года выросло в первом квартале в годовом выражении на 5,4%, то его рост объясняется как военными заказами⁴, так и ростом выпуска некоторых видов сельхозтехники, в частности, сеялок и комбайнов (в целом по подсектору рост составил 12% год к году), а также выпуска бытовой техники, в том числе холодильников, стиральных машин и водонагревателей (в целом по подсектору рост на 2%).

Последний из лидирующих секторов – химическое производство. Здесь увеличение выпуска в первом квартале в годовом выражении составило 3%, при этом выросли

⁴ На это, в частности, указывалось Минэкономразвития в обзоре российской экономики за январь-февраль 2016 г.

Рис. 3.2. Процентные ставки и прирост промышленности, валютного курса и ИПЦ год к году, %



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

все подсектора за исключением фармацевтики, где выпуск упал на 0,5%. Наиболее сильно (что и неудивительно в условиях роста цен на сельхозпродукцию) выросло производство химической продукции для сельского хозяйства (на 61%), красок и лаков и искусственных и синтетических волокон (на 16% год к году). Глубинным источником роста стала не только девальвация, но и ввод в строй в последние годы многих современных производств.

К секторам-неудачникам первого квартала с точки зрения темпов роста со снятой сезонностью можно отнести производителей нефтепродуктов, резины и пластмасс, стройматериалов, транспортных средств и мебели (см. таб. 3.2). Несчастливые семьи, как говорится, все несчастливы по-своему. А что в промышленности? Каковы причины сегодняшних неудач этих секторов? Они действительно разные. Прежде всего, это низкий невоенный внутренний спрос (в первую очередь, на инвестиции), невозможность нивелировать влияние низкого спроса снижением цен (там, где российскими производителями широко используются импортные комплектующие), а также низкое качество продукции с точки зрения поставок на экспорт (в этом, в конечном счете, проявляется слабость стратегического управления в компаниях).

При этом можно отметить, что в производстве кокса и нефтепродуктов, которое снизило выпуск в первом квартале на 4,6% год к году, в наибольшей степени снилось производство как мазута, так и дистиллята легкого бензинолигроинового, используемого в нефтехимии (почти на 25% и 8% соответственно). Частично проблемы сектора можно списать на техперевооружение НПЗ и проблемы смежников, но от этого не легче.

У производителей резины и пластмасс, которые в годовом выражении выросли на 1,9%, но с учетом устранения сезонности на фоне высокой базы прошлого года затормозили, торможение связано со снижением почти на 7% год к году выпуска шин и покрышек для грузовых автомобилей, автобусов и троллейбусов, а в конечном счете – с проблемами низкого инвестиционного спроса в условиях высокой неопределенности и бюджетных проблем на всех уровнях. В целом,

производство резиновых изделий в годовом выражении упало на 0,7%, а пластмассовых – выросло на 5,2% (вспомним обувной бум, о котором написано выше).

Производители стройматериалов снизили выпуск как год к году (на 7,8%), так и со снятоей сезонностью к декабрю 2015 г. Их тянут вниз падающие производственные инвестиции (а они, судя по косвенным признакам, после сильного падения в прошлом году сокращаются и в начале текущего года, хотя статистика Росстата пока отсутствует), снижение вводов жилья на фоне банкротства многих строительных подрядчиков, а также «экономное поведение населения», в условиях серых будней берегущего деньги на черный день. Среди семи основных подсекторов данного вида деятельности выпуск сократился у всех, и особенно сильно – у производителей кирпича, черепицы и прочих строительных изделий из обожженной глины, а также у производителей изделий из бетона, гипса и цемента (почти на 22%). Ненамного меньше падение составило в производстве цемента, извести и гипса (около 17%). Лишь производители кровельных и гидроизоляционных материалов увеличили производство на 4%. Оно и понятно: если даже огородиться колючей проволокой и ходить в водонепроницаемой обуви на резиновой подошве, то все равно проходившую крышу надо штопать, даже в условиях рецессии.

Таким образом, в начале года промышленность вроде бы начала отталкиваться от дна. Что этому способствовало и можно ли ждать, что «почти утопленник» сам всплынет и задышит в полную грудь? Отвечая на этот вопрос, следует отметить, что **общим макроэкономическим фоном оживления стал рост в 2015 г. доли предпринимательских доходов в ВВП**. Только что опубликованные Росстатом данные в новой методологии о структуре ВВП по доходам в 2015 г. показывают, что доля валовой прибыли и валовых смешанных доходов выросла за год с 39,5% до 41,8% ВВП. Но это означает, что при ВВП в 2015 г. в размере 88,8 трлн рублей выигрыш бизнеса от структурного сдвига составил около 2 трлн рублей прибыли. Который, кстати, не пошел на инвестиции (для крупных и средних компаний они сокращались даже по номиналу). От инвестирования бизнес удерживает не только

санкции, но и падающие ресурсы государства: доля чистых налогов на производство и импорт в ВВП упала в 2015 г. до 11,4% против 14,1% в 2014 г., что условно означает потерю государством почти 2,4 трлн рублей. При этом бизнес, не имея возможности рассчитывать на рост государственной поддержки, по-прежнему финансирует значительные фонды оплаты труда. Доля оплаты труда наемных работников в ВВП в 2015 г. не только не упала, а даже выросла на 0,4 п.п. до 46,8%.

Говоря о структурных проблемах, сдерживающих экономический рост, мы немного нарушили обычную экономическую логику, которая требует начинать с рассмотрения краткосрочных мер по поддержке экономики, в частности, с денежно-кредитной и бюджетной политики. Затрагивая их, следует отметить, что, во-первых, прослеживается достаточно тесная положительная корреляция между ключевой ставкой и ставкой по кредитам для промышленных предприятий в годовом выражении (см. рис. 3.2). Однако при этом ключевая ставка Банка России, находящаяся с августа 2015 г. на уровне 11%, с марта по декабрь 2015 г., то есть ровно за девять месяцев, была в реальном выражении отрицательной. Это означает, что, в принципе, она не дестимулировала экономический рост в силу возможности покрывать дорогой кредит еще более высокими ценами и выручкой (см. рис. 3.2). Из этого следует, что **Банк России, борясь с инфляцией и валютной нестабильностью в значительной мере с помощью процентной ставки, не препятствовал экономическому росту**. Во всяком случае, он превратил ключевую ставку из нулевой в реальном выражении (с момента ее введения в сентябре 2013 г. до конца 2014 г.) в заметно отрицательную (до почти минус пяти в августе-октябре 2015 г.). С точки зрения мирового опыта, это хорошо для реального сектора и для выхода из рецессии. Возможно, именно эта политика дала свои плоды: спад в начале этого года в годовом выражении резко замедлился, а с учетом сезонности, как показано выше, кое-где перешел в рост, пусть пока и неустойчивый.

При этом рост неустойчив не только с точки зрения структурных факторов, но и с точки зрения оперативной подстройки макроэкономической политики тоже. Здесь нельзя не отметить, что **замедление инфляции может сыграть с Банком России**

Рис. 3.3. Динамика М2 и ставки по кредитам в реальном выражении



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

злую шутку. Замедление инфляции в годовом выражении с января текущего года до однозначного значения при стабильной номинальной ключевой ставке на уровне 11% уело ключевую ставку в реальном выражении в сферу положительных значений на уровне плюс 3-3,5% в феврале-апреле 2016 г. (если принять, что прогнозируемая инфляция равна текущей⁵). Что, строго говоря, при прочих равных дестимулирует экономический рост. Денежная масса в реальном выражении с января 2016 г. начала немного расти (см. рис. 3.3), что, в разумных дозах и при наличии свободных мощностей, может поддержать восстановление. Это плюс. Однако, есть и минус: на фоне замедления инфляции реальная ставка по кредитам промышленности (которая в номинальном выражении достаточно стабильна на фоне стабильности ключевой ставки) из отрицательной стала положительной (см. рис. 3.3).

При этом, на фоне падения доходов и расходов бюджета, Минфин все в меньшей степени может поддерживать спрос и экономический рост, входя в начале текущего года в некоторый диссонанс с реальным сектором. Во всяком случае, из рисунка 3.4 видно, что расходы федерального бюджета в реальном выражении с конца прошлого года резко ушли в отрицательную область как раз на фоне перехода ключевой ставки в реальном выражении в положительную сферу. Это одновременно лишает промышленность поддержки от властей с обеих возможных сторон.

При этом ужесточении (может быть невольном) макрополитики со стороны денежных властей новые данные о динамике процессов самофинансирования тоже не внушают оптимизма. Замедление инфляции на фоне продолжающегося роста затрат (в частности, на труд) привели к снижению текущей рентабельности оборота. Разница между процентной ставкой по кредитам и текущей рентабельностью оборота в промышленности перестала снижаться и в начале года, наоборот, начала расти (см. рис. 3.5).

Рис. 3.4. Динамика монетарных инструментов воздействия властей на краткосрочную конъюнктуру



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

Рис. 3.5. Динамика условий кредитования и прирост выпуска в промышленности



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

⁵ То есть при инерционных ожиданиях экономических агентов.

Возникает вопрос: как подстроить текущую политику властей под изменяющуюся конъюнктуру? Очевидно, что политика должна быть понятной, открытой и адаптивной. Видно, что сейчас вроде бы нужно снизить ключевую ставку в унисон со снижением инфляции и поддержать отталкивание промышленности от дна. Но как поведет себя инфляция и валютный рынок? Как цены на нефть будут реагировать на провал переговоров в Дохе? Можно ли вместо ставки для стабилизации валютного рынка использовать другие меры, например, изменить резервные требования или ввести ограничения по текущим и/или капитальным операциям? Как решать известную проблему временных лагов между принятием решений и их реальным воздействием на экономику? Ответа мы сейчас, чтобы не выглядеть верхоглядами и торопыгами, давать не будем. Но при этом внимательно посмотрим, что на очередном заседании 29 апреля скажет и решит Совет директоров Центрального Банка.

Валерий Миронов

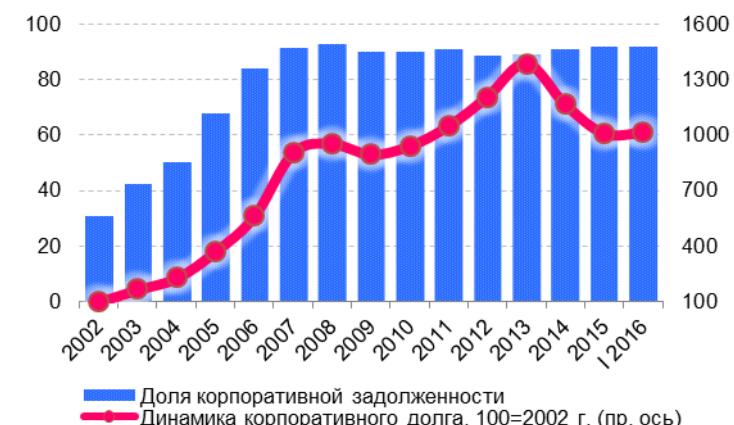
Внешний долг

4. Сети внешнего долга

Текущий кризис экономика страны встретила со значительными объемами корпоративного внешнего долга. В настоящий момент его рефинансирование для крупнейших финансовых и нефинансовых корпораций сопряжено со значительными сложностями, или вообще невозможно из-за секторальных санкций. В условиях экономического спада абсолютный размер долга снижается, но долговая нагрузка на экономику растет.

Первая половина 2000-х гг. характеризовалась активным ростом внешней корпоративной задолженности, к 2007 г. достигшей примерно 90% совокупного внешнего долга (рис 4.1). С конца 2002 г. по начало 2014 г. долг финансовых и нефинансовых компаний России вырос почти в 14 раз (!) – с 47,0 млрд долл. до

Рис. 4.1. Индекс роста и доля корпоративного внешнего долга в общем объеме долга, %



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