

+1,5 п.п. (рис. 1.3). Средний пересмотр годовых оценок ВВП с 2005 по 2016 гг. составил +0,4 п.п., причем без тенденции к уменьшению или увеличению⁴. С учетом этого, наиболее вероятной оценкой роста ВВП за 2017 г. становится не опубликованные Росстатом 1,5%, а расчетные 1,9% (после прибавления математического ожидания пересмотра в 0,4 п.п.).

Так или иначе, поддержание темпов роста ВВП около 1,5% в ближайшие годы будет осложнено переходом к постоянному бюджетному правилу. Впрочем, продолжение роста цен на нефть в начале 2018 г. вкуче с улучшением прогноза МВФ по росту мировой экономики оставляет надежду на сравнительную мягкость этого перехода.

Николай Кондрашов

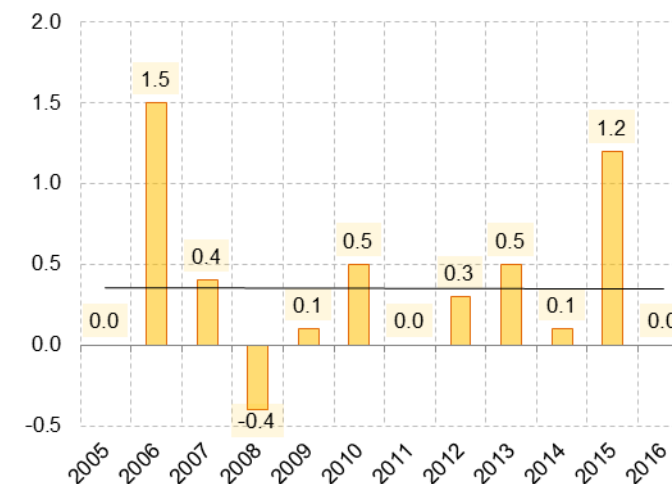
Реальный сектор

2. Промышленность России застыла на «низком старте»

В одном из предыдущих выпусков КГБ (№144) говорилось о стагнационном тренде российской промышленности. В итоге тренд оказался не просто стагнационным, но даже нисходящим: российская промышленность подошла к концу года в состоянии спада. Однако есть показатели, говорящие о том, что отнюдь не всё еще потеряно.

⁴ Заметим, что пересмотры годовых темпов роста ВВП обусловлены не каким-нибудь произошедшим в прошлом изменением методологии, что теоретически могло бы объяснить преимущественный пересмотр в большую сторону, а именно уточнением данных, которое осуществляется в течение двух лет после отчетного периода.

Рис. 1.3. Изменение последней оценки темпа прироста ВВП по сравнению с «первой оценкой» Росстата, %



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

Ноябрь 2017 г. ознаменовался падением индекса промышленного производства (ИПП) на 3,6 п.п. (к ноябрю 2016 г.). В декабре ИПП также не вышел в плюс, падение составило 1,5 п.п. год к году. Спад затронул все укрупнённые группы и составил: в добывающей промышленности – минус 1 п.п., в обрабатывающей – минус 2 п.п., в электро- и теплоэнергетике – минус 5,5 п.п., в «водоснабжении и прочем» – минус 4,2 п.п. Рост же за 2017 г. в целом составил 1%, что несколько хуже роста за 2016 г. (1,3%), но лучше ситуации в 2015 г. (минус 0,8%). Наибольший прирост за год показала добывающая промышленность (+2 п.п., что в 10 раз превышает прирост в обрабатывающей промышленности), худшая ситуация сложилась в секторе «водоснабжение и прочее» (-2,8 п.п.). Сектор обеспечения электро- и теплоэнергией фактически стагнировал (плюс 0,1 п.п.) (табл. 2.1).

Таким образом, **основной вклад в прирост выпуска в 2017 г. в российской промышленности вновь внесла добыча полезных ископаемых, что накладывает серьезнейшие ограничения на дальнейшее наращивание выпуска и в этом секторе, и в экономике в целом.** При этом в последние два квартала 2017 г. выпуск промышленной продукции со снятой сезонностью к предыдущему периоду снижался как по данным Росстата, так и по нашим оценкам (рис. 2.1). В частности, по данным Росстата, объем выпуска в промышленности снизился за третий квартал на 1,5 п.п., а за четвертый – на 1,2 п.п. По нашим оценкам, снижение составило соответственно 2,7 и 2 п.п. Впрочем, **о промышленной рецессии в России пока можно говорить лишь как о феномене техники расчетов, учитывая при этом огромную волатильность статистических данных.** Конечно, у замедления есть и серьезные объективные причины: в частности, завершение строек к чемпионату мира по футболу, торможение в конце года финансирования из бюджета расходов на ВПК, а также, возможно, снижение вклада фактора накопления запасов в прирост выпуска. Хотя, судя по опросам Росстата, предприятия и добывающей, и обрабатывающей промышленности продолжают оценивать уровень запасов как явно недостаточный относительно нормы (что явно контрастирует с ситуацией 2009 г.) (рис. 2.1 и 2.2); пополнять запасы, то есть

Рис. 2.1. Динамика промышленного производства (в т.ч. трендовые оценки), в январе 2016 – декабре 2017 гг. (с устранением сезонного и календарного факторов, 100 = 2014 г., если не указано иное)



Примечание. НИУ ВШЭ (Баранов, Бессонов, тренд) — для расчета использованы данные ОКВЭД2; НИУ ВШЭ, Центр развития — с устранением сезонного фактора.

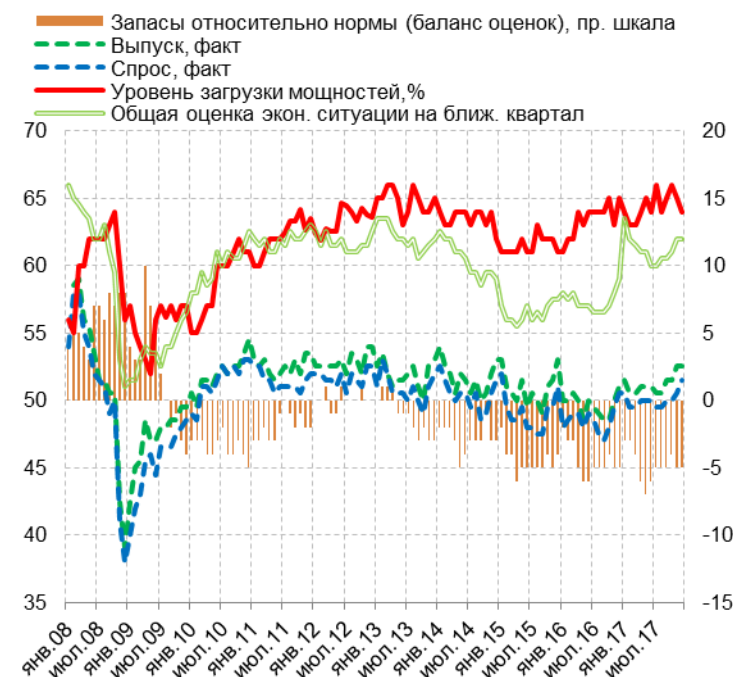
Источник: Росстат, НИУ ВШЭ (<http://sophist.hse.ru/hse/nindex.shtml>), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

работать фактически на склад в расчете на будущий спрос во второй половине года эти же предприятия отказываются. И если в 2008–2009 гг. в России фактически наблюдалась типичная рецессия запасов, то сейчас можно говорить только о технической рецессии негативных настроений, подпитываемых фактором неопределенности (в январе, судя по последней порции опросов Росстата, он – наряду с недостатком внутреннего спроса – остался на лидирующих позициях среди факторов, ограничивающих экономический рост в промышленности).

В разрезе видов экономической деятельности (табл. 2.1) фармацевтика и автомобильная промышленность в 2017 г. удержали лидирующие позиции по темпам прироста (более 12 п.п.). Здесь сыграл свою роль эффект низкой прошлогодней базы (для автопрома), однако важное значение имеют также меры господдержки и удорожание импорта. Достаточно высокими темпами (от 4 до 10 п.п. прироста) в 2017 г. увеличивался выпуск в ряде потребительских секторов: пищевая промышленность, производство мебели, текстильная промышленность и др., а также (на фоне секторальных санкций) в сфере предоставления услуг для добычи полезных ископаемых.

Что касается добычи нефти и природного газа, спад в этом виде экономической деятельности, начавшийся осенью, продолжается (если прирост за год составил 0,8 п.п., то в декабре снижение было вполне ощутимым – минус 2,2 п.п.), а значит, на данный момент, учитывая значительную долю нефтегазовой отрасли в промышленности, добыча топливного сырья из драйвера роста превращается в локомотив стагнации или даже спада. (Для сравнения: очень серьёзный спад уже в течение длительного времени демонстрирует табачная промышленность, но в силу малой доли в общем промышленном производстве её вклад в общий спад не столь велик.) В числе аутсайдеров по итогам года были производители ряда высокотехнологичных товаров, а также сектора – «жертвы» новых технологий, в частности, полиграфия.

Рис. 2.2. Динамика показателей конъюнктурных опросов по обрабатывающей промышленности России в январе 2008 – декабре 2017 гг., диффузный индекс (если не указано иное), сезонность устранена



Примечание. Диффузные оценки = сумма долей опрошенных в %:

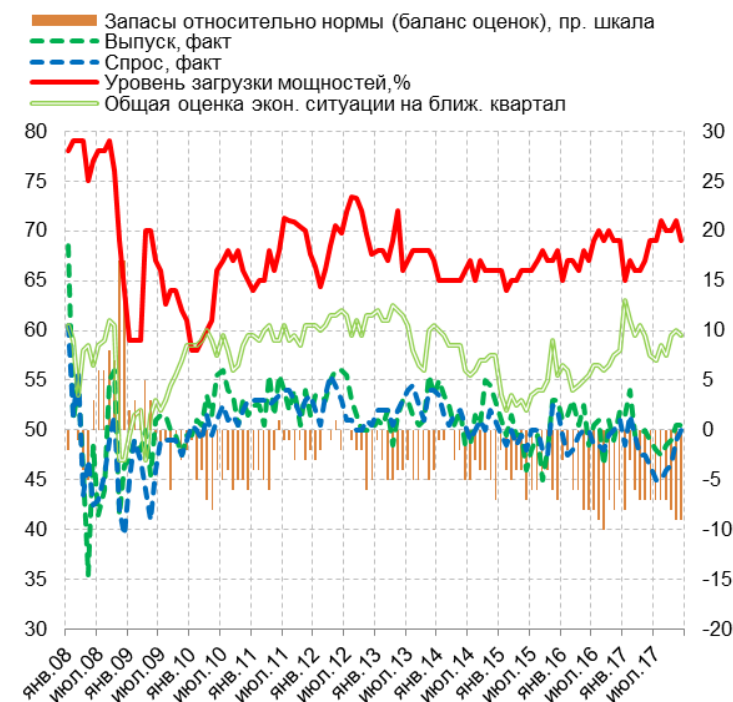
1. подтверждающих рост показателя в данном месяце или ожидающих его увеличение в ближайшие три-четыре месяца;
2. подтверждающих неизменность показателя в данном месяце или ожидающих его неизменность в ближайшие три-четыре месяца (все с коэффициентом 0,5).

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

Таблица 2.1. Вклады видов экономической деятельности в прирост промышленного производства в 2017 г. относительно того же периода 2016 г. (ранжировано по величине годового прироста)

	янв.-дек., прирост	янв.-дек., вклад в при-рост, п.п.	декабрь, прирост	Декабрь, вклад в прирост, п.п.	Доля в пром.-ти в целом, %
Промышленное производство	1,0		-1,5		100,0
в т.ч. по укрупненным группам (отранжировано по убыванию):					
добыча полезных ископаемых	2,0	0,7	-1,0	-0,3	34,3
обрабатывающие производства	0,2	0,1	-2,0	-1,1	53,7
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	0,1	0,0	-5,5	-0,5	9,6
водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизация отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	-2,8	-0,1	-4,2	-0,1	2,4
в т.ч. по видам экономической деятельности в составе добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (отранжировано по убыванию):					
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	12,9	0,2	6,4	0,1	1,3
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	12,3	0,1	16,2	0,1	0,7
производство прочих готовых изделий	10,2	0,1	41,5	0,2	0,5
производство мебели	8,7	0,0	13,1	0,1	0,4
предоставление услуг в области добычи полезных ископаемых	7,6	0,2	2,9	0,1	2,4
производство текстильных изделий	7,1	0,0	3,1	0,0	0,3
добыча прочих полезных ископаемых	5,6	0,1	3,2	0,0	1,2
производство пищевых продуктов	5,6	0,4	7,4	0,5	7,2
производство бумаги и бумажных изделий	4,7	0,0	3,1	0,0	1,0

Рис. 2.3. Динамика показателей конъюнктурных опросов по добывающей промышленности России в январе 2008 – декабре 2017 гг., диффузный индекс (если не указано иное), сезонность устранена



Примечание. Диффузные оценки = сумма долей опрошенных в %:

1. подтверждающих рост показателя в данном месяце или ожидающих его увеличение в ближайшие три-четыре месяца;
2. подтверждающих неизменность показателя в данном месяце или ожидающих его неизменность в ближайшие три-четыре месяца (все с коэффициентом 0,5).

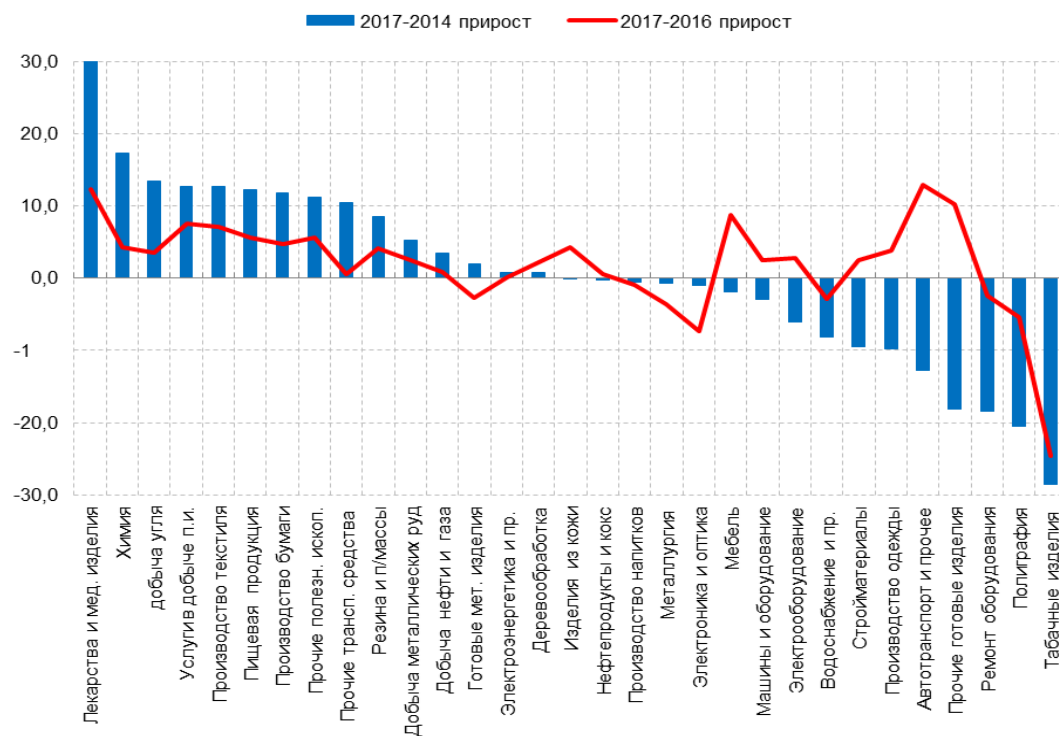
Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

производство кожи и изделий из кожи	4,3	0,0	3,6	0,0	0,2
производство химических веществ и химических продуктов	4,3	0,2	-2,9	-0,1	3,7
производство резиновых и пластмассовых изделий	4,2	0,1	6,4	0,1	1,2
производство одежды	3,8	0,0	23,9	0,1	0,3
добыча угля	3,5	0,1	-0,6	0,0	2,4
производство электрического оборудования	2,8	0,0	-3,5	0,0	1,2
добыча металлических руд	2,5	0,1	1,5	0,0	2,5
производство прочей неметаллической минеральной продукции	2,5	0,1	4,9	0,1	2,4
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	2,5	0,0	0,8	0,0	1,9
обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	2,2	0,0	2,2	0,0	1,2
добыча сырой нефти и природного газа	0,8	0,2	-2,0	-0,5	25,8
производство кокса и нефтепродуктов	0,6	0,1	0,6	0,1	9,2
производство прочих транспортных средств и оборудования	0,6	0,0	-14,5	-0,4	2,8
производство напитков	-1,0	0,0	-7,3	-0,1	1,7
ремонт и монтаж машин и оборудования	-2,4	0,0	-1,5	0,0	2
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	-2,7	-0,1	5,8	0,1	2,4
производство металлургическое	-3,6	-0,3	-5,5	-0,5	8,9
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	-5,4	0,0	1,6	0,0	0,4
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	-7,3	-0,1	-22,5	-0,5	2,0
производство табачных изделий	-24,6	-0,1	-66,3	-0,4	0,6

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

Говоря об итогах кризисного периода в целом, следует отметить, что в 2017 г. относительно 2014 г. 15 секторов промышленности увеличили выпуск, 16 его сократили (рис. 2.4). При этом темпами выше 10 и до 30% относительно 2014 г. в прошедшем 2017 г. выросли объемы выпуска у производителей лекарств и медицинских изделий, химической продукции, угля, текстиля, пищевой продукции, бумаги, прочих полезных ископаемых, прочих транспортных средств (опиравшихся на гособоронзаказ), а также у предприятий, предоставляющих услуги в сфере добычи полезных ископаемых (рис. 2.4).

Рис. 2.4. Прирост выпуска в секторах промышленности в 2017 г. относительно 2016 и 2014 гг., % (использованы данные по ОКВЭД 2)



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

Снижение выпуска относительно 2014 г. темпами выше 10% (до минус 28%) в 2017 году наблюдалось у производителей автотранспортных средств, прочих готовых изделий, табачных изделий (ставших жертвой борьбы за здоровый образ жизни и запрета на курение в общественных местах), в полиграфической промышленности, а также в секторе ремонта оборудования (рис. 2.4). **Новым явлением 2017 г. по сравнению с периодом 2015–2017 гг. стал быстрый рост производства одежды, автомобилей и прочих готовых изделий, что со стороны предложения говорит о продолжении процессов импортозамещения, а со стороны спроса – о «возродившейся из пепла» кредитной подпитке домашних хозяйств.** Если в 2016 г. объем потребительских кредитов практически стагнировал, то в 2017 г. он увеличился более чем на 1270 млрд руб., или почти на 11% (по данным на 1 декабря 2017 г.) (табл. 2.2). Это позволило ожить производству новых потребительских товаров даже на фоне продолжения в 2017 г. тенденции к снижению реальных располагаемых доходов населения (правда, гораздо меньшими темпами, чем в 2015–2016 гг.).

Схожая ситуация наблюдалась и на рынке инвестиционных товаров. По данным Росстата, за январь–сентябрь 2017 г. рост инвестиций в основной капитал по экономике в целом составил 4,2 п.п. относительно того же периода 2016 г. Это произошло на фоне снижения балансовой прибыли экономики на 4% (за январь–ноябрь), а прибыли обрабатывающей промышленности – на 0,4%, и в значительной мере объяснялось увеличением подпитки инвестиционного спроса со стороны финансового рынка, но уже не кредитного его сегмента (как в случае домохозяйств), а облигационного. **В 2017 г. объем привлеченных нефинансовыми организациями средств с помощью долговых ценных бумаг вырос более чем на 1270 млрд руб., что в пять раз превышает прирост привлеченных кредитов.** При этом, хотя объем прироста привлечения кредитов предприятиями из резко отрицательного в 2016 г. (когда он сократился почти на 1300 млрд руб.) стал положительным, объем прироста облигационных эмиссий, увеличившись в три раза, позволил объему облигационных выпусков достичь 17% от объема привлеченных кредитов против 13% в конце 2016 г. В связи с этим

Таблица 2.2. Динамика долга нефинансового сектора и домашних хозяйств в России

	2016		2017	
	прирост, млрд руб	прирост , %	прирост, млрд руб	прирост, %
Долг нефинансового сектора и домашних хозяйств, итого	-677	-1,4	2 797	5,9
Нефинансовый сектор	-768	-2,1	1 524	4,3
Кредиты	-1 299	-3,9	246	0,8
Долговые ценные бумаги	531	15,0	1 278	31,4
Домашние хозяйства и НКООДХ	91	0,8	1 273	10,8

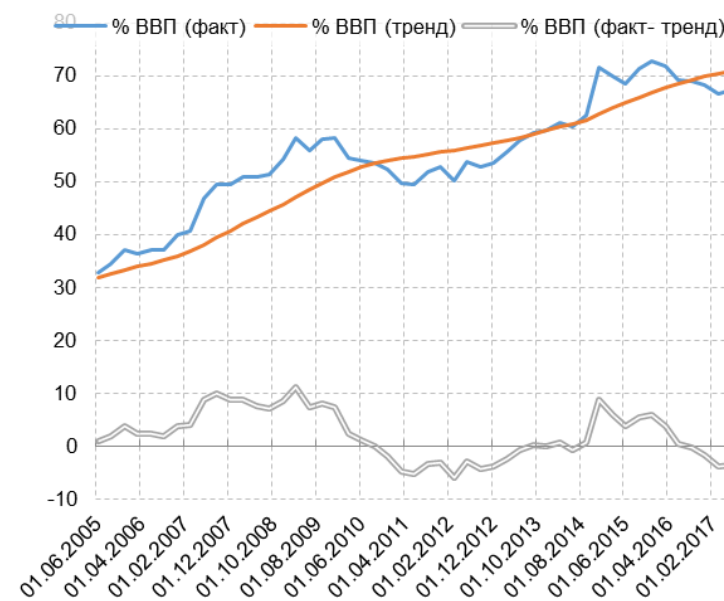
Примечание. Динамика долга за 2017 г. – 01.12.2017 г. к 01.12.2016 г.; динамика долга за 2016 г. – 01.12.2016 г. к 1.01.2016 г.

Источник: расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ по данным Банка России.

важная сценарная развилка в построении прогноза на 2018 г. состоит в том, продолжится ли рост кредитов и новых эмиссий ценных бумаг или он остановится в потребительском секторе, например, в силу ужесточения условий выдачи новых потребительских кредитов (о чем говорят в некоторых своих выступлениях представители Банка России), при этом так и не начавшись в реальном секторе. Поэтому, хотя расчеты некоторых международных организаций (в частности, Банка международных расчетов) говорят о возможности наращивания кредитования в России в силу того, что кредитный «гэп» отрицателен, а значит, кредитный рынок в целом заведомо не перегрет (рис. 2.5), однако ясно, что такого рода оценки носят лишь ориентировочный характер. Кроме того, стимулирование спроса предприятий реального сектора на кредиты находится вне полной досягаемости Банка России, и определяется, помимо характеристики денежно-кредитной политики, общим состоянием инвестиционного климата. Как говорится, можно подвести коня к воде, но нельзя заставить его пить.

В принципе, **объем кредитов российскому нефинансовому сектору и российскому правительству относительно ВВП на середину прошлого года, по данным того же Банка международных расчетов, был ниже, чем среднее значение для развивающихся рынков, примерно в два с четвертью-три раза (80% против 190% и 16% против 48% соответственно).** Казалось бы, такого рода ситуация создает впечатляющие возможности экономического роста за счет быстрого наращивания кредитования и спроса. При этом росту выпуска пока способствует укрепление реального эффективного курса рубля. Рубль, начавший 2017 г. реальным укреплением на треть за январь-март относительно того же периода прошлого года, в конце года несколько ослаб, укрепившись в целом за год почти на 16%. Конечно, это тоже очень много, кратно выше прироста производительности труда в экономике. Однако относительно предкризисного пика рубль все еще в реальном выражении слабее примерно на 22%. Конечно, это заметно ниже, чем в марте 2016 г., когда падение реального курса (читай, рост ценовой конкурентоспособности) составляло почти 35% и было больше, чем у конкурентов из Китая, Турции и стран Центральной и Восточной Европы (рис. 2.6),

Рис. 2.5. Кредит частным нефинансовым предприятиям России со стороны всех секторов и его «гэп» относительно тренда



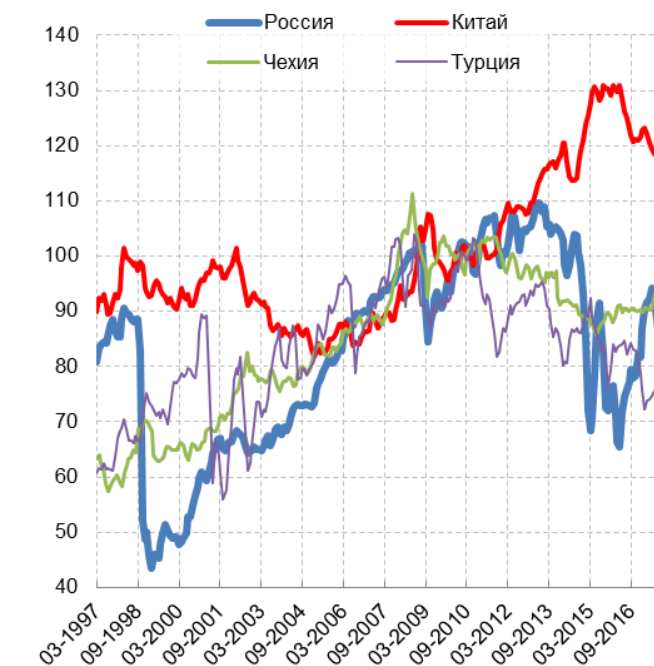
Источник: Банк международных расчетов.

но все же еще создает возможности для получения определенных ценовых преимуществ (особенно при наличии возможности использования кредита или прямых иностранных инвестиций для закупки подорожавшего в валютном выражении импортного сырья и оборудования).

Однако для сценария роста, основанного на форсированном росте кредитования при сглаживании конъюнктурного перманентно-хаотического движения валютного курса рубля, свойственного многим сырьевым валютам при их свободном плавании, есть два крайне серьезных препятствия. Во-первых, российская экономика в конечном счете по-прежнему сильно привязана к ценам на нефть, которые в случае двойного (со стороны спроса и предложения) шока на мировом нефтяном рынке могут быстро упасть. Такого рода шок со стороны спроса может прийти из Китая, где наблюдаются признаки перегрева кредитного рынка, и с перегретых рынков недвижимости ряда стран. Что касается шока со стороны предложения на нефтяном рынке, то он может быть связан с дальнейшим резким наращиванием добычи нефти в США. Во-вторых, наличие в числе ограничений экономического роста значимого фактора неопределенности экономической ситуации переводит проблему стимулирования роста из сферы предложения в сферу спроса на те же инвестиции, необходимые для структурной перестройки производства, продолжения импортозамещения и выхода на новые экспортные рынки.

На фоне наблюдающегося в последние месяцы роста нефтяных котировок, подобравшихся к 70 долл./ барр. нефти, **российская промышленность, а с ней и экономика в целом, может в ближайшее время возобновить рост**, хотя новое бюджетное правило может несколько нивелировать влияние нефтяного фактора. На фоне некоторого ослабления рубля и возможности включения мультипликатора запасов в случае роста оптимизма (при полном снятии опасений относительно новых американских санкций) можно было бы предположить, что российская экономика стоит на низком старте для начала новой волны роста. Об этом говорило улучшение ожиданий, фиксируемое опросами в ноябре-декабре (рис. 2.2 и 2.3). Настроения в промышленности были довольно-таки

Рис. 2.6. Динамика реального эффективного курса национальных валют (2010 г.=100%)



Источник: Банк международных расчетов.

оптимистичные, а оптимизм предпринимателей не случайно назван «движущей силой».

Однако, пока новый старт откладывается. В январе, по данным Росстата, сезонно сглаженный индекс предпринимательской уверенности в обрабатывающей промышленности заметно снизился⁵, а его заметный рост в добывающей промышленности наблюдался на фоне сохранения прежнего тренда в выпуске основных товаров. Так, при том что темпы падения добычи нефти в январе 2018 г. замедлились до минус 1,5% год к году против минус 2,3% в среднем за месяц в сентябре-декабре, прирост добычи угля также упал с 6,8% в сентябре-декабре до 1,8% в январе 2018 г. При этом, по предварительным данным, добыча газа в январе 2018 г. снизилась на 3,2% относительно того же периода прошлого года, что в целом соответствует ситуации конца 2017 г., когда на фоне предшествующего бурного роста добычи из-за эффекта базы началось снижение темпов роста в годовом выражении, которое продлится в ближайшие месяцы. Правда, в производстве нефтепродуктов, при сохранении в целом прежних темпов падения выпуска дизельного топлива и мазута, в январе неожиданно на 3,6% год к году выросло производство автомобильного бензина, которое в предшествующие четыре месяца практически стагнировало, а темпы падения производства электроэнергии замедлились в два раза относительно конца 2017 г., составив в январе минус 1,3% год к году.

Мы неоднократно пользовались эконометрической моделью, использующей в качестве факторов опросные данные по ожиданиям предпринимателей. Модель была скорректирована, в частности, добавление лагированных остатков (по принципу МА-моделей) и квадратического тренда заметно улучшило её качество (исходя из коэффициента детерминации и, в меньшей степени, информационных критериев). Новая модель весьма точно фиксирует спад в ноябре-декабре. Что касается начала 2018 г., то, судя по всему, первых ласточек оживления можно ожидать в феврале-марте.

⁵ http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d03/21.htm

При этом **проблема создания новой модели роста остается, так как если даже сейчас рост в России возобновится, он будет крайне неустойчивым.** Высокие цены на нефть, стимулируемые не только соглашением стран-нефтеэкспортеров, но и ускорением роста мировой экономики, могут быстро снизиться не только в силу гипотетического двойного шока, о котором писалось выше, но просто в силу естественного замедления мировой экономики в ближайшее время (пусть и не столь сильного, как в случае кризиса). По данным традиционных январских докладов о состоянии и перспективах мировой экономики МВФ и Мирового банка⁶, ускорение темпов роста мировой экономики в 2018 г. будет стимулироваться сохраняющимся отрицательным разрывом выпуска в развитых странах, но когда (весьма скоро) этот фактор перестанет действовать, темпы роста вернутся к потенциальному уровню, определяемому слабой в последние годы инвестиционной активностью и замедляющимися темпами роста производительности труда. И эти темпы экономического роста будут примерно на 1 п.п. ниже, чем в последнее десятилетие, что окажет понижающее давление на нефтяные цены. Кроме того, на развивающиеся страны будет оказывать давление неизбежное повышение процентных ставок в США и низкая инклюзивность экономического развития, что вызывает повсеместно растущее недовольство населения, не исключая российское.

В силу всего вышеизложенного, альтернативой описанной выше долговой модели роста, рискованной для сырьевой экономики, является модель роста, опирающаяся на приток прямых иностранных инвестиций (традиционный для сырьевых стран, переживших сильную девальвацию национальной валюты), объем которых пока в России в силу известных причин далек от докризисного уровня (в районе 69 млрд долл. в 2013 г.). Такой сценарий тоже возможен, но он связан с устранением фактора тотальной неопределенности, который не позволяет трансформировать состояние полной неизвестности в просчитываемые

⁶ <http://www.imf.org/ru/Publications/WEO/Issues/2018/01/11/world-economic-outlook-update-january-2018>;
<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

риски. Этот фактор одинаково страшен как для российских, так и для иностранных инвесторов. Для избавления от чрезмерной неопределенности (помимо продвижения в решении геополитических проблем) необходима разработка и обнародование новым правительством России (которое будет формироваться после президентских выборов) понятного сценарного долгосрочного прогноза развития российской экономики. Крупному бизнесу такой ориентир нужен не меньше, чем мелкому – улучшение предпринимательского климата и упрощение процедур открытия и закрытия предприятий, недавно анонсированное Минэкономразвития. Ведь, как известно из шахмат, **лучше играть по плохому (несовершенному) плану, чем совсем без плана**, что, как правило, ведет к быстрому проигрышу партии.

Валерий Миронов, Алексей Кузнецов

Платёжный баланс

3. Дефицит прямых инвестиций

Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) в четвёртом квартале 2017 г. увеличился почти до 18 млрд долл. (рост на 73% г/г), а в целом за год превысил 40 млрд долл. (2,5% ВВП против 2,0% годом ранее). Это стало возможным за счёт увеличения положительного сальдо торгового баланса и торможения роста дефицита по неторговым операциям. Возросший приток валюты по текущему счёту в значительной степени абсорбировался ростом оттока капитала частного сектора до 15 млрд долл. в четвёртом квартале и 31 млрд долл. в целом за 2017 год.

Квартальная оценка платёжного баланса позволила уточнить тенденции в динамике отдельных статей счёта текущих операций (о которых мы говорили в декабрьском выпуске КГБ № 146) и выявить источники роста оттока капитала. Ниже кратко остановимся на основных выводах.