



Комментарии о Государстве и Бизнесе

86

17–30 января 2015 г.

КРИЗИС И АНТИКРИЗИС

КОММЕНТАРИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Опережающий индекс: рецессии – быть!
МАКРОЭКОНОМИКА	Жить стало лучше, жить стало веселее
БЮДЖЕТ	Антикризисный план: не стреляйте в пианиста
БАНКИ	Антикризисные меры: без неожиданностей
ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	ЦБ: несвоевременное снижение
ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	Снижение рейтинга
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Рынок жилья: рекорды 2014 и антирекорды 2015

ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

Кризис и антикризис

Сводный опережающий индекс Центра развития в январе второй месяц подряд показал существенное снижение (до -4,1%), подтверждая наступление рецессии. Основным фактором снижения СОИ, как и в декабре, было падение цен на нефть, которое сопровождалось ростом ставок на межбанковском рынке и ухудшением ожиданий предпринимателей относительно роста новых заказов.

Негативная динамика СОИ вступает в диссонанс с зафиксированным в конце прошлого года ростом промышленного производства. На наш взгляд, это, с одной стороны, говорит о том, что источники роста, поддерживавшие промышленность в течение прошлого года, находятся под угрозой. С другой стороны, есть основания считать, что наступающая рецессия затронет в большей мере неторгуемые сектора, чем промышленность.

Исходя из опубликованной статистики Росстата о структуре производства ВВП, в 2014 году положительный вклад в рост наряду с промышленностью (0,33 п.п.) внесли финансовый сектор (0,44 п.п.), а также операции с недвижимостью, аренда и предоставление услуг (0,11 п.п.) при заметном отрицательном вкладе строительства (-0,31 п.п.). Вклад остальных секторов в динамику ВВП в прошедшем году был близок к нулю.

В отличие от кризиса 2008–2009 гг., когда падение фронтально затронуло все сектора, развивающийся в настоящее время

кризис меньше угрожает промышленности. В ее пользу выступают как бюджетные приоритеты текущего года, так и меры, предусмотренные антикризисным планом правительства, предполагающие поддержку предприятий путем избирательного повышения доступности кредитных ресурсов через механизмы проектного финансирования, госгарантий и субсидирования процентных ставок. В то же время резкое падение импорта из дальнего зарубежья на 40,8% по отношению к январю прошлого года окажет неоднозначное воздействие на динамику промышленности, затрагивая как поставки готовой продукции, так и сырья и инвестиционного оборудования.

Особенностью разработанного в январе антикризисного плана является его формальная ориентация на поддержку инвестиционных проектов и импортозамещения (в том числе за счет ограничения возможностей для закупки импортных товаров в бюджетной сфере и компаниями с государственным участием). Однако в условиях падения спроса и недоступности зарубежного финансирования, ситуация с которым усугубляется как снижением рейтинговым агентством S&P суверенного рейтинга России, так и ожидаемым снижением рейтинга двумя другими рейтинговыми агентствами, проблема погашения задолженности и поддержания финансовой устойчивости будет более актуальной.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Циклические индикаторы

1. Опережающий индекс: рецессии – быть!

В январе 2015 года Сводный опережающий индекс (СОИ)¹ снизился до -4,1%, по-прежнему указывая на надвигающуюся рецессию.

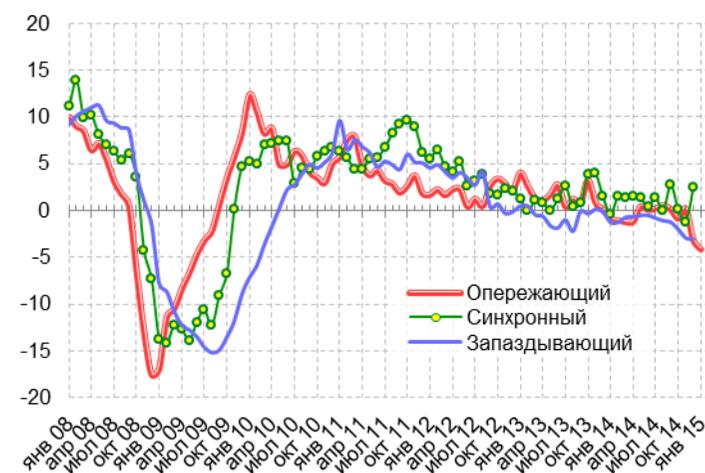
Главным негативным фактором в январе стало снижение нефтяных цен, которые за месяц упали еще на 24%. Они потянули за собой курс рубля, который в январе обесценился на 23% по отношению к доллару и на 14% по отношению к евро. Снижение долларовых цен на российские акции (индекса РТС) за месяц составило 7%. Наряду с высоким уровнем процентных ставок на межбанковском рынке (в среднем 17% по однодневным МБК), все это говорит о заметном увеличении волатильности и рисков в российском финансовом секторе.

Еще больший пессимизм вызывает ухудшение ситуации в реальном секторе. Так, согласно опросам предпринимателей, индекс роста новых заказов составил в январе 48,3%, что говорит о некотором их снижении, чреватом возможным сокращением объемов производства уже в ближайшие месяцы. Индекс закупок сократился до 45,2%. Становится очевидным, что рост госспроса прежде всего на продукцию военного и двойного назначения, как и процесс импортозамещения, спровоцированный введением взаимных санкций России и Запада и значительной девальвацией рубля, пока не способны вывести российскую экономику из зоны охватившей ее турбулентности.

Сергей Смирнов

¹ В качестве компонент СОИ используются индексы New Orders и Quantity of Purchases для обрабатывающей промышленности (банк HSBC). Цены на московскую недвижимость: данные Аналитического центра «Индикаторы рынка недвижимости IRN.RU».

Рис. 1.1. Динамика сводных циклических индексов (прирост за год), в %



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Макроэкономика

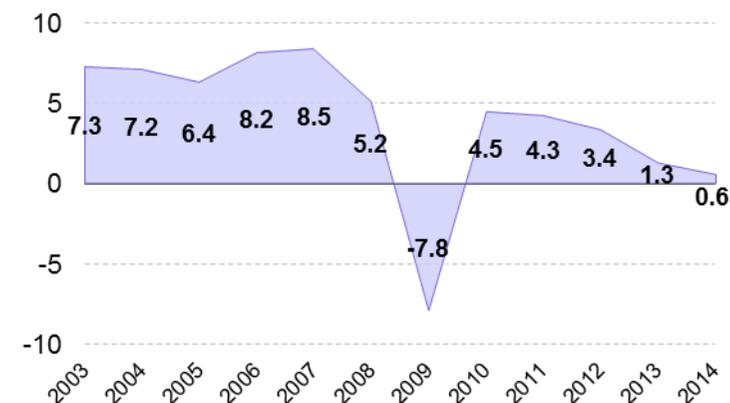
2. Жить стало лучше, жить стало веселее

Экономический рост по итогам 2014 года составил 0,6% – положительно сказался и потребительский ажиотаж, и рост оборонных расходов, и хороший урожай. Однако это лишь отсрочивает падение, вызываемое двусторонними санкциями и упавшими ценами на нефть: рецессии в 2015 году вряд ли удастся избежать.

Росстат опубликовал предварительную оценку роста ВВП за 2014 г. – 0,6% (рис. 2.1), а кроме этого – оценку ВВП в номинальном выражении за год, чего он так оперативно раньше не делал (70 975,6 млрд. руб.), структуру ВВП методом производства, использования и методом доходов. За первые три квартала рост составлял 0,8%, что, если исходить из сохранения ранее опубликованных оценок квартальных темпов экономического роста, означает 0,1–0,3% роста в четвёртом квартале относительно соответствующего квартала годом ранее и 0,5–0,7% роста к третьему кварталу 2014 г., после устранения сезонности (рис. 2.2). Получается, что экономика продолжила расти даже в четвёртом квартале – несмотря на то, что санкции действовали, цены на нефть быстро снижались и полным ходом шли дискуссии о том, как сильно упадёт ВВП в 2015 г. Как будет показано ниже, к такому результату могло привести действие целого ряда факторов, которые, впрочем, вряд ли могут иметь долговременный эффект.

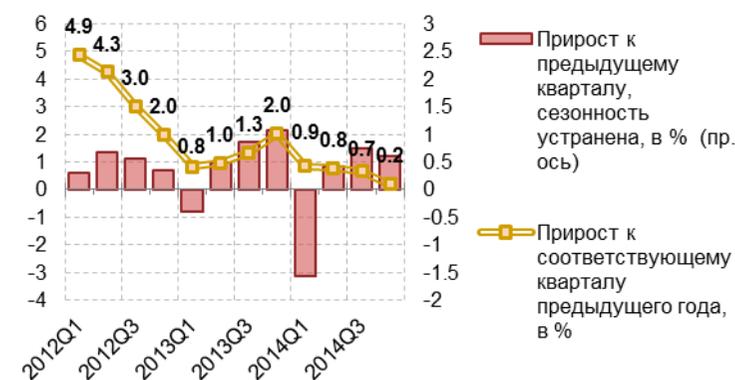
Получившаяся на основе предварительных оценок Росстата текущая внутригодовая динамика ВВП (–1,6, 0,4, 0,8, 0,6% в первом-четвёртом кварталах 2014 г.) близка к динамике выпуска базовых видов экономической деятельности (–1,2, 0,3, 0,5, 0,6%), рис. 2.3. Наиболее позитивной в конце прошлого года была динамика потребительских расходов. Девальвационная паника, захлестнувшая население во второй половине года, привела к тому, что розничный товароборот после стабильного быстрого роста на 0,3–0,4% в месяц в августе–ноябре (3,5–5%

Рис. 2.1. Годовые темпы роста ВВП, %



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

Рис. 2.2. Квартальная динамика ВВП



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

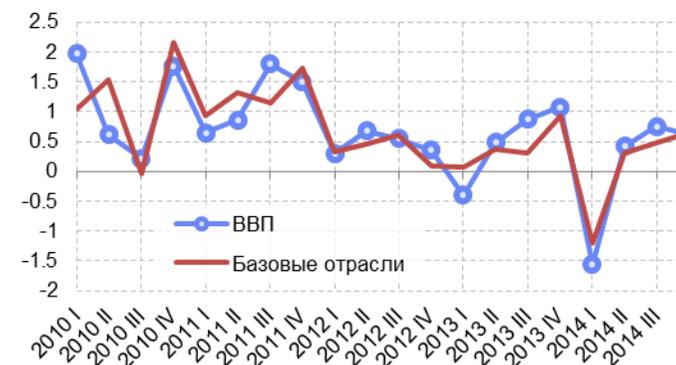
годовых!) в декабре взлетел на 1,4% к ноябрю. Характерно, что весь рост был обеспечен именно за счёт непродовольственных товаров, продажи которых в декабре выросли на 10,5% к декабрю 2013 г., а за год в целом – на 4,7% (то есть примерно на столько же, на сколько и в более благополучном 2013 г. – 4,9%). Рост цен на продовольствие, обусловленный как девальвацией, так и продовольственными контрсанкциями, привёл к тому, что продажи продуктов питания в 2014 г., напротив, снизились на 0,1% (по итогам 2013 г. был зафиксирован рост на 2,6%). В сумме товарооборот вырос в 2014 г. на 2,5% против 3,9% в 2013 г. (табл. 2.1).

Табл. 2.1. Годовая динамика ВВП, базовых видов экономической деятельности и инвестиций (прирост к предыдущему году), %

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Сельское хозяйство	3,3	10,8	1,4	-11,3	23,0	-4,8	5,8	3,7
Промышленное производство	6,8	0,6	-9,3	7,3	5,0	3,4	0,4	1,7
Добыча полезных ископаемых	3,3	0,4	-0,6	3,8	1,8	1,0	1,1	1,4
Обрабатывающие производства	10,5	0,5	-15,2	10,6	8,0	5,1	0,5	2,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0,6	0,6	-3,9	2,2	0,2	1,3	-2,5	-0,1
Строительство	18,2	12,8	-13,2	5,0	5,1	2,5	0,1	-4,5
Розничная торговля	16,1	13,7	-5,1	6,5	7,1	6,3	3,9	2,5
Оптовая торговля	9,5	5,4	2,0	3,0	5,4	3,4	0,6	-2,7
Платные услуги населению	7,1	4,8	-4,2	1,5	3,0	3,7	2,1	1,3
Грузооборот	2,4	0,7	-10,1	6,9	3,4	1,7	0,6	-0,1
Базовые отрасли	7,5	4,3	-5,8	4,5	5,5	2,9	1,1	0,3
Базовые отрасли, без с/х	7,7	4,0	-6,2	5,4	4,7	3,3	0,9	0,2
ВВП	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6
Справочно: Инвестиции	22,7	9,9	-15,7	6,0	10,8	6,6	-0,3	-2,5

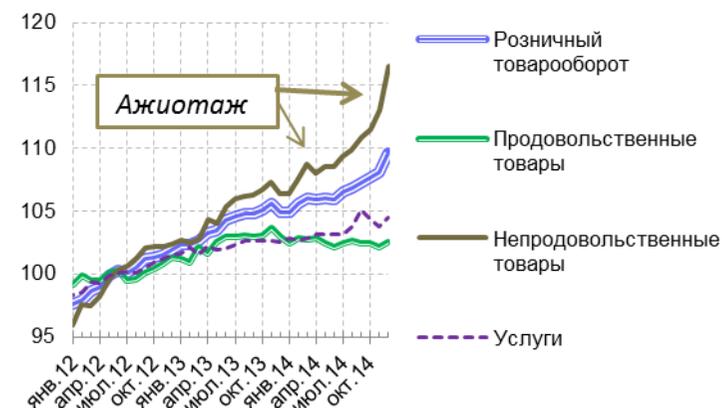
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рис. 2.3. Текущая квартальная динамика ВВП и базовых видов экономической деятельности (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена), в %



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

Рис. 2.4. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)



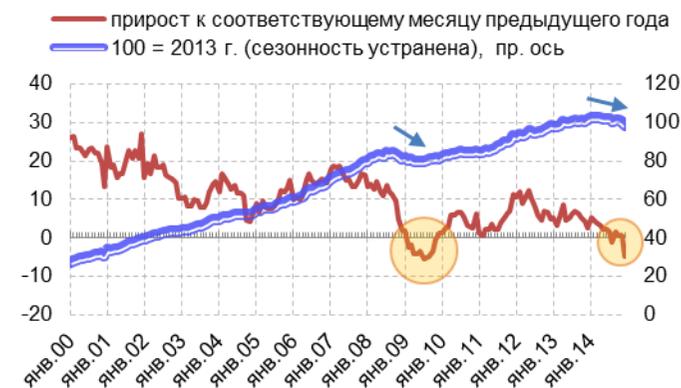
Источник: CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Во втором полугодии ожил и рынок платных услуг населению – скорее всего, сказался фактор сокращения зарубежных поездок, а также стремление потратить теряющие покупательную способность стоимости рубли. Рост платных услуг в 2014 г. составил 1,3% (2,1% в 2013 г.).

В итоге потребление и товаров, и платных услуг во втором полугодии существенно превысило ранее устоявшийся тренд, при том, что динамика реальных доходов, напротив, существенно ухудшилась. Так, уровень средней зарплаты в реальном выражении начал снижаться уже в мае 2014 г., а темпы роста год к году опустились с 3–5% в январе-апреле до -4,7% в декабре (рис. 2.5) – такие годовые темпы падения реальной зарплаты наблюдались в середине кризисного 2009 года (-5,4% в июле 2009 г. – локальный минимум). В целом по итогам 2014 года реальные зарплаты всё же выросли на 1,3% (4,8% в 2013 г.), но лишь за счёт высоких темпов первого полугодия (при этом реальные располагаемые доходы в 2014 г. упали на 1,0%, после роста на 4,0% в 2013 г.). Если исходить из того, что существенное ускорение потребления происходило на фоне не менее резкого ухудшения динамики реальных доходов, то, после завершения ажиотажа в текущем году можно ожидать сильного провала в потреблении (по нашим оценкам, до 8–10% год к году).

Спрос предприятий в конце года остался достаточно слабым, но всё же оказался лучше, чем мы ожидали. Инвестиционная активность в декабре, месяце самых больших по объёму инвестиций, с учетом сезонности даже несколько выросла по сравнению с ноябрём (+1,2%), однако тренд на снижение сохранился. После резкого провала инвестиций в начале года (в значительной степени – из-за завершения сочинской стройки) инвестиции к середине года практически восстановились до стагнационного уровня, однако во втором полугодии возобновили снижение. В итоге объём инвестиций в 2014 г. снизился на 2,5% (в декабре – на 2,4%). Ещё более чёткий тренд на снижение наблюдается, в частности, в строительстве, объёмы которого достаточно стабильно сокращались на протяжении всего года. За 2014 г. строительство упало на 4,5% против роста на

Рис. 2.5. Динамика реальной начисленной заработной платы одного работника



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

Рис. 2.6. Динамика строительства и инвестиций (100 = дек. 2010 г., сезонность устранена)



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

0,1% в 2013 г. (рис. 2.6). Основная причина негативной динамики инвестиций и строительства, на наш взгляд, заключалась в существенном ухудшении оценок предприятиями перспектив будущего роста спроса на свою продукцию на фоне ухудшения условий ведения бизнеса и, в частности, роста внешнеполитической напряженности. В этой связи отсутствие резкого провала в самом конце 2014 г. может быть обусловлено существенным ростом инвестиций за счёт компаний с государственным участием – прежде всего, Газпрома, который ещё осенью начал строительство объектов для трубопровода «Сила Сибири».

Таблица 2.2. Динамика базовых видов экономической деятельности и инвестиций в основной капитал (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %

	2014 г.						6 мес. к 6 мес. годом ранее	Состояние
	Июл	Авг	Сен	Окт	Ноя	Дек		
Сельское хозяйство	4,5	-2,1	5,1	-5,2	-0,3	0,3	3,8	рост
Промышленное производство (Росстат)	0,7	-0,6	1,7	0,4	-1,1	2,1	1,8	слабый рост
Промышленное производство (ЦР)	0,3	0,0	1,0	0,4	-0,1	0,8	1,8	слабый рост
Добыча полезных ископаемых	-0,2	0,5	0,8	0,0	0,4	0,4	1,8	слабый рост
Обрабатывающие производства	0,5	-0,3	1,4	0,5	-0,6	1,4	1,7	слабый рост
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0,6	0,2	-0,5	1,6	0,7	-0,9	2,7	слабый рост
Строительство	-0,8	-0,1	-1,0	0,6	-1,1	0,1	-3,7	падение
Грузооборот	-1,5	-0,3	1,2	-0,1	-0,4	-0,5	-1,6	слабое падение
Оптовая торговля	1,0	-1,2	1,2	0,6	-0,1	н/д	-2,4	слабое падение
Розничная торговля	0,6	0,3	0,4	0,3	0,4	1,4	2,3	слабый рост
Платные услуги населению	0,0	0,5	1,3	-0,6	-0,7	0,7	1,5	слабый рост
Базовые отрасли	0,4	-0,2	1,0	0,0	-0,2	0,5	0,5	стагнация
Базовые отрасли, без с/х	0,1	-0,1	0,8	0,3	-0,2	0,5	0,2	стагнация
<i>Справочно: инвестиции</i>	-0,5	-1,3	-0,2	0,4	-1,9	1,2	-2,9	слабое падение

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

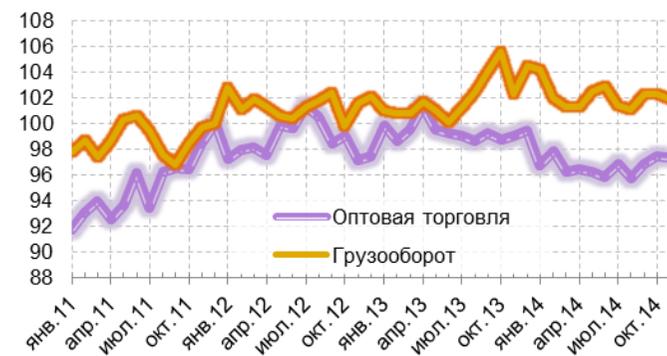
В конце года улучшилась динамика оптовой торговли, сокращавшейся с конца 2013 г. И хотя данных за декабрь пока не поступило, в сентябре-ноябре динамика

несколько улучшилась относительно предшествующих месяцев (вероятно, положительно сказался ажиотаж на потребительском рынке и рост промышленности). Однако в целом падение остаётся значительным – 2,8% за январь-ноябрь (против роста на 0,6% в 2013 г.). Грузооборот, в значительной степени отражающий динамику экспорта сырья, на протяжении всего 2014 г. стагнировал, а в октябре-декабре несколько снижался (рис. 2.7). Это может говорить о том, что заметного роста физических объемов экспорта на фоне более чем полуторакратной девальвации рубля в 2014 г. не произошло. По итогам года грузооборот снизился на 0,1% против роста на 0,6% в 2013 г.

Несмотря на низкий уровень инвестиционной активности и, вероятно, стабильные объёмы экспорта позитивная статистика вышла по динамике промышленного производства – рост в декабре на 0,8% к ноябрю (после -0,1% в ноябре) – тем самым продолжив восходящий тренд. По итогам года промышленный выпуск увеличился на 1,7% против 0,4% в 2013 г. Рост наблюдался как в добыче (1,4% в 2014 г. против 1,1% в 2013 г.), так и в обрабатывающих производствах (2,1% против 0,5% в 2013 г.). Однако, как мы уже не раз писали, внешний позитив в статистике по промышленности таит в себе намёки и на серьёзные проблемы.

Во-первых, прирост индекса добывающих производств в 2014 г. практически полностью был обеспечен видом деятельности «Предоставление услуг в сфере добычи нефти и газа», объём работ по которому статистически вырос за год на 15,7%, причём в основном – во втором полугодии. Как оказалось, наша гипотеза о том, что столь сильный рост является следствием санкционного ажиотажа, не подтвердилась. Рост нефтегазовых услуг в реальном выражении на поверку оказался следствием особенностей учёта курсовых изменений в период девальвации при оценке дефлятора по этому виду деятельности. В результате этот показатель не отражает имевшего место изменения объёма предоставляемых услуг – его значения, а как следствие и значения индекса добывающих производств, сильно завышены. По нашим расчётам, вышеописанный статистический эффект зависил темп роста добывающей промышленности

Рис. 2.7. Динамика грузооборота и оптовой торговли (100 = дек. 2011 г., сезонность устранена)



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

примерно на 0,9 п.п., т.е. вместо 1,4% прироста добычи за год должно быть 0,5%. Собственно, весь прирост добычи, начиная с августа, «приходился» на вышеуказанный статистический эффект, завышающий уровень (рис. 2.8 и 2.9) – а это значит, что в 2014 г. добывающие отрасли не росли, а стагнировали.

Во-вторых, на протяжении всего 2014 г. положение «рыночных» отраслей промышленности было гораздо хуже, чем может показаться на первый взгляд. Мы уже не раз обращали внимание² на то, что практически весь рост промышленности в 2014 г. является следствием роста государственных закупок продукции подотрасли «Производство судов, летательных и космических аппаратов и прочих транспортных средств (DM.2)»³, которую мы решили для краткости называть «гостранспортостроением» (или ГТС). В 2014 г. рост этой подотрасли составил 24%. После устранения прямого и косвенного вклада ГТС из динамики промышленности (прямой – вклад непосредственно ГТС, косвенный – вклад отраслей промышленности, производящих сырьё и компоненты для ГТС) получается, что вся прочая промышленность выросла за 2014 г. на 0,6% (в то время как вся промышленность, включая ГТС, – на 1,7%). Если же устранить и эффект завышения индекса добывающих производств, на который мы указывали выше, то получается, что прирост такого скорректированного индекса промышленного производства в 2014 г. составит всего 0,4% (чёрная линия на рис. 2.10).

При этом даже полученный таким образом индекс выпуска «рыночных» подотраслей промышленности в действительности содержит ряд государственных и квазигосударственных примесей. Во-первых, в него остались включены подотрасли, обслуживающие гособоронзаказ в части нетранспортных вооружений (транспортные относятся к ГТС и были отсечены) и боеприпасов – вклад этого фактора может быть сопоставим с вкладом ГТС. Во-вторых, индекс включает

² См., например, КГБ № 78, «Стоит ли радоваться росту промышленности?».

³ К этому сегменту промышленности, помимо указанного в названии, относится производство железнодорожного состава, самолётов, вертолётов, подводных лодок и пр. То есть в эту подотрасль попадает существенная часть транспорта, закупаемого государством и госкомпаниями (типа РЖД), в том числе военная техника (в рамках гособоронзаказа).

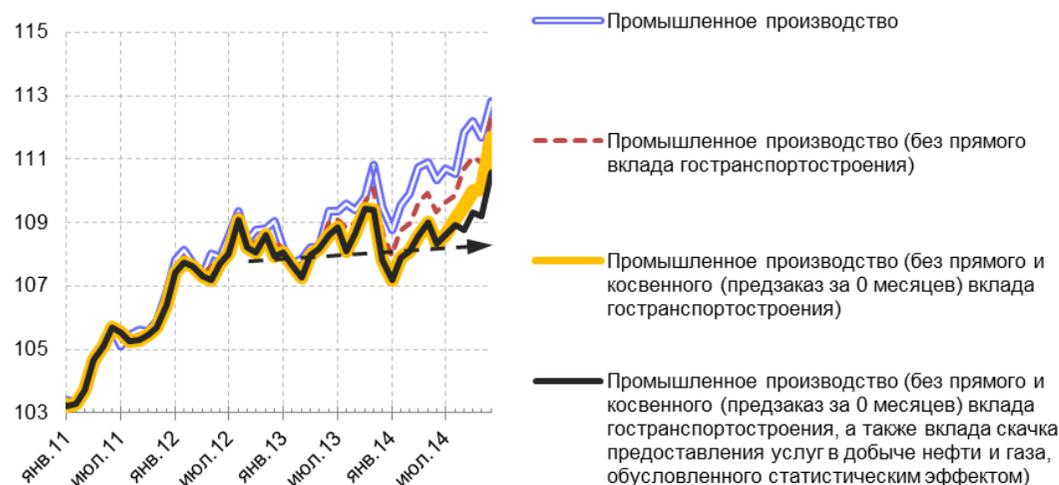
Рис. 2.8. Динамика промышленного производства (100 = дек. 2010 г., сезонность устранена)



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

продукцию в рамках инвестпрограммы Газпрома, по которой во втором полугодии 2014 г., скорее всего, наблюдался сильный рост. Собственно, эти факторы (наравне с сильным календарным фактором или импортозамещением) могут объяснять рост полученного индекса в декабре на 1,3% (рис. 2.10).

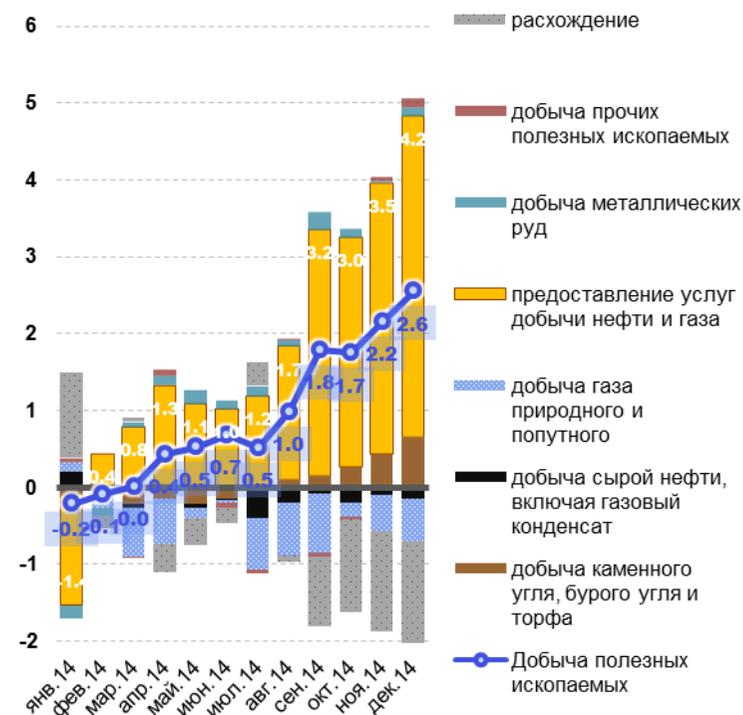
Рис. 2.10. Динамика промышленности, в т.ч. за вычетом вклада гостранспортостроения и статистического скачка предоставления услуг в сфере добычи нефти и газа (100 = 2010 г., сезонность устранена), в %



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

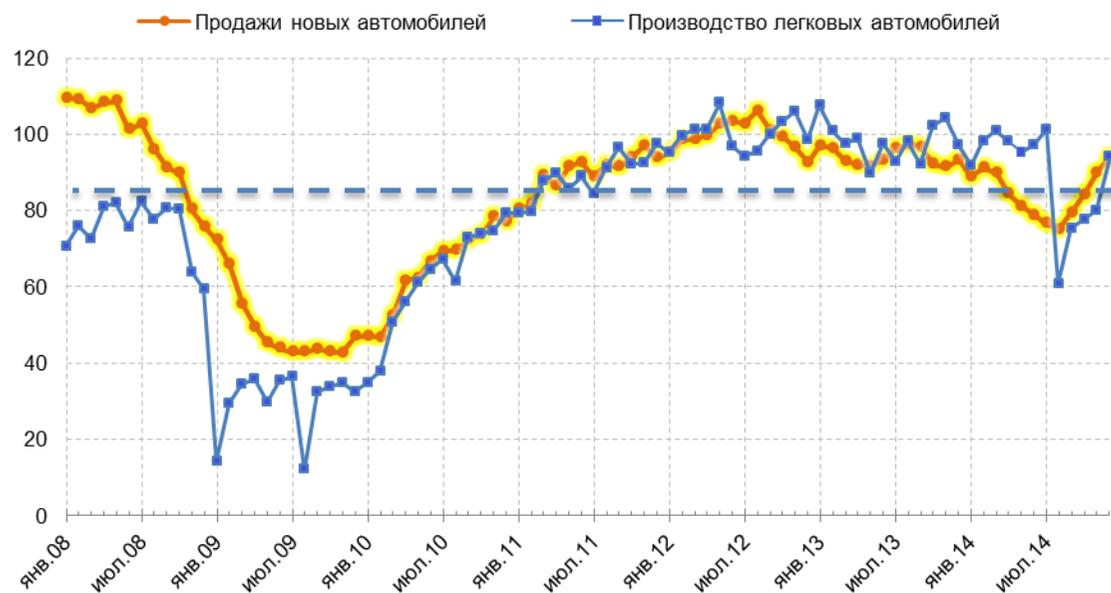
Впрочем, об одном из факторов декабрьского роста индекса можно говорить с уверенностью – в декабре наблюдался рост производства автомобилей на 17,4% (к предыдущему месяцу, сезонность устранена). Столь сильный рост произошёл на фоне восстановления спроса на автомобили – в декабре после долгого перерыва спрос и предложение автомобилей оказались сбалансированы (рис. 2.11). Однако как перезапущенная с сентября 2014 г. программа утилизации, так и ажиотажный спрос на фоне девальвации – факторы временные. Понимают это и автопроизводители – в отрасли наблюдается сокращение рабочей силы.

Рис. 2.9. Динамика добычи полезных ископаемых (прирост к декабрю 2013 г., сезонность устранена), по составляющим, п.п.



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

Рис. 2.11. Динамика продаж в России новых легковых и легких коммерческих автомобилей и производства автомобилей (100 = 2012 г., сезонность устранена)



Примечание. Несовпадение в 2008–2009 гг. уровней индекса производства и индекса продаж автомобилей (по сравнению с последующими годами) объясняется меньшей степенью локализации производств автомобилей в те годы.

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

Итого, рост экономики в 2014 г. был поддержан, с одной стороны, ажиотажным спросом населения, а с другой стороны, ростом государственного и квазигосударственного спроса (гособоронзаказ, включая ГТС, инвестиции Газпрома). В плюс сыграло и сельское хозяйство (0,04 п.п. из 0,6% прироста ВВП за 2014 год), и стремление нефтепереработчиков вывезти по максимуму мазут – важно было успеть до начала нефтяного манёвра (1 января 2015 г.), и госпрограмма стимулирования продаж автомобилей. В общем, в 2014 г. поддержало экономику всё, кроме «здоровой предпринимательской

инициативы», которой стало не хватать ещё сильнее, чем в предшествующие годы. Из этого мы делаем вывод, что в 2015 год российская экономика вступает в очень опасном состоянии. Такое состояние, как бы странно это ни прозвучало, можно назвать «перегревом». По факту, госстимул в 2014 г. работал уже на полную мощность. Госрасходы же на 2015 г. пересматривают в сторону сокращения. Собственно, даже положительный вклад ГТС, финансируемого за счёт «защищённых» статей бюджета, в индекс промышленного производства в 2015 г., как следует из прогноза МЭР, будет примерно в три раза меньше, чем в 2014 г. Чего уж говорить про прочие статьи госрасходов. В целом мы по-прежнему считаем, что при сохранении цен на нефть на уровне 50 долл./барр. и при продолжении действия взаимных санкций российская экономика вступит в рецессию, которая может длиться более двух лет с туманными перспективами возвращения к росту. Падение ВВП только в 2015 г. может составить 6–7%, с сопутствующим снижением уровня жизни населения и увеличением экономического и технологического отставания России от развитых стран Запада.

Николай Кондрашов

Бюджет

3. Антикризисный план: не стреляйте в пианиста

Распоряжением от 27 января 2015 года Правительство России обнародовало план первоочередных мероприятий по обеспечению устойчивого развития экономики и социальной стабильности в 2015 году. Представленный документ можно считать нулевым вариантом антикризисного плана. По многим мероприятиям финансирование не определено.

В стране начинается масштабный экономический кризис, и Правительство России должно было показать, что оно в курсе событий. А как иначе можно прокомментировать публикацию антикризисного плана с подлежащими

уточнению, а возможно и отмене, объемами финансирования и массой прочерков вместо объемов финансирования? Да еще и перечень антикризисных мероприятий возможно будет меняться ... Но войдем в положение правительства. Планировать что-либо сейчас чрезвычайно сложно. Достоверного прогноза цен на нефть не существует. Неизвестно, как изменится режим санкций против России, оценки того, как это повлияет на ее экономику, носят весьма и весьма приблизительный характер. С формальной точки зрения, на момент опубликования плана отсутствовал прогноз социально-экономического развития России на ближайший год, в связи с чем невозможно было оценить доходы бюджетной системы и ресурсы, которые можно направить на борьбу с кризисом.

Но – переходим собственно к антикризисному плану. Он состоит из трех разделов:

- активизация экономического роста,
- поддержка отраслей экономики,
- обеспечение социальной стабильности.

Объем ресурсов, необходимых для финансирования «нулевого варианта» антикризисного плана, без учета госгарантий составляет 1,95 трлн. руб., при этом намеченный расход собственно денежных средств составляет 950 млрд. руб., в том числе средств федерального бюджета – 400 млрд.руб.

Первый раздел антикризисного плана в настоящее время самый ресурсоемкий – на него приходится 1,58 трлн. руб. в виде рублей *per se* и ОФЗ, при этом на бюджетные расходы приходится всего 30 млрд.руб. Мероприятия первого раздела структурированы в виде четырех подразделов:

- стабилизационные меры,
- меры по импортозамещению и поддержке несырьевого экспорта,
- снижение издержек бизнеса,
- поддержка малого и среднего предпринимательства.

Практически весь объём финансирования по первому разделу приходится на **«стабилизационные меры»**.

Крупнейшим по объёму финансирования и довольно загадочным мероприятием, предлагаемым в антикризисном плане, является поддержка банков за счет ОФЗ на 1 трлн. руб. Здесь ясно только одно: банки, получив ОФЗ, направятся закладывать их в ЦБ. Все остальное окутано завесой тайны. Например, почему из профицитного по итогам исполнения за 2014 год федерального бюджета (профицит составил 667 млрд. руб.) просто не были выделены деньги на поддержку банковской системы? Какова судьба денег, оставшихся на счетах Минфина (речь идет о триллионе рублей; может быть, эти средства будут использованы для финансирования антикризисных мероприятий?). И наконец, каковы параметры загадочных ОФЗ, переданных АСВ? Невольно возникает подозрение, что намеченная поддержка банков является эмиссионной.

Далее, в число «стабилизационных мер» входит дополнительная поддержка коммерческих банков из Фонда национального благосостояния в объёме 250 млрд. руб. и ВЭБ в объёме 300 млрд. руб.⁴ Объём бюджетных кредитов регионам в рамках антикризисных мер должен быть доведен до 160 млрд. руб., то есть, увеличен, по сравнению с запланированным объемом на 10 млрд. руб. (щедрый подарок). На этом список профинансированных «стабилизационных мер» практически заканчивается. Однако в данном подразделе остаются важные мероприятия, объёмы финансирования которых еще предстоит определить. К ним относятся:

- субсидии предприятиям промышленности (в том числе ОПК), реализующим проекты импортозамещения, на компенсацию части затрат на уплату процентов по кредитам (в выделенном по данному мероприятию объёме финансирования в 20 млрд. руб. не учтены предприятия ОПК);

⁴ По мнению Минфина, для выделения этих средств следует внести изменения в Бюджетный Кодекс. Под сомнение ставится и необходимость выделения этих средств.

- компенсация расходов, связанных с изменением валютных курсов, в том числе предприятиям ОПК, при закупке импортных комплектующих и импортного технологического оборудования.

Отметим, что оба эти мероприятия связаны с дополнительной поддержкой оборонного комплекса. Сюда же можно отнести формально не требующие дополнительных бюджетных затрат права получения 100%-ного аванса в рамках исполнения государственного оборонного заказа. Не будем также забывать, что расходы на оборону в федеральном бюджете не уменьшаются в отличие от большинства других расходов.

Мероприятия **по импортозамещению, поддержке несырьевого экспорта, а также снижению издержек бизнеса**, приведенные в антикризисном плане, почти не требуют затрат, но институционально слишком «беззубые», чтобы оказать существенное влияние на несырьевой экспорт и условия ведения бизнеса. То же самое можно сказать о мероприятиях по поддержке малых и средних предприятий. Финансирование данных мероприятий возлагается авторами антикризисного плана в основном на регионы, которые сами находятся не в лучшей ситуации.

Бюджетное финансирование **поддержки отраслей экономики** предусмотрено в объёме 67 млрд. руб. (больше пока не нашлось), из них на поддержку сельского хозяйства – 50 млрд. руб. Отметим, что мерами по поддержке отраслей экономики можно считать и большинство мероприятий первого раздела плана («стабилизационные меры»). Финансирование ряда мероприятий второго раздела еще предстоит определить. Сюда относятся, например, мероприятия по финансированию поставки российских гражданских самолетов российским авиакомпаниям (почему-то авиакомпании не хотят покупать российские самолеты).

Объём финансирования по разделу **«Обеспечение социальной стабильности»** в антикризисном плане составляет 296 млрд. руб. Самым крупным мероприятием

раздела является проведение с 1 февраля 2015 года индексации страховых пенсий на сложившийся за 2014 год индекс роста потребительских цен. На эти цели выделяется дополнительно 188 млрд. руб. – самый большой объем бюджетных средств в антикризисном плане (в принятом законе о бюджете ПФР на 2015-2017 годы заложена индексация страховых пенсий на 7,5%, соответствующие расходы, по нашей оценке, составляют 388 млрд. руб.). На борьбу с безработицей выделяется 82 млрд. руб. Некоторые мероприятия социального раздела плана настораживают. Например, предлагается ввести ограничения при госзакупках иностранных лекарств и медицинских изделий, если есть по меньшей мере два предложения по поставкам российской продукции (непонятно, будут ли при этом вообще учитываться ценовые и качественные параметры продукции).

Подведем итоги. В условиях неопределенности и отсутствия консенсуса в правительстве подготовлен антикризисный план, который по многим позициям еще предстоит наполнить цифрами. Может измениться и предлагаемый набор антикризисных мероприятий. На настоящий момент не определен объем финансовых ресурсов, который в 2015 году может быть направлен на борьбу с кризисом. Это сложно сделать из-за отсутствия согласованной оценки выпадающих доходов федерального бюджета в условиях низких цен на нефть и обесценения рубля. На наш взгляд, такие масштабные антикризисные задачи, как импортозамещение или существенное увеличение несырьевого экспорта, в современных условиях не могут быть решены исключительно за счет выделения государственных ресурсов. Требуются хоть какие-то позитивные изменения инвестиционного климата.

Андрей Чернявский

Банки

4. Антикризисные меры: без неожиданностей

На прошлой неделе правительство утвердило план первоочередных мероприятий по борьбе с кризисом. В области поддержки банков предлагается использовать меры, апробированные в 2008–2009 годах.

В опубликованном списке антикризисных мер из шестидесяти пунктов практически четверть можно отнести к разряду мер поддержки банковской системы. При этом напрямую финансирование банков предполагается в четырёх из них, а остальные призваны улучшить финансовое состояние конечных заёмщиков, что теоретически выглядит абсолютно верным, так как такая помощь, во-первых, достигает конечного адресата, а во-вторых, снижает риски банков-кредиторов. К таким мерам поддержки банков «в широком смысле» относятся, прежде всего, программы по субсидированию ставок по кредитам, а также по повышению стабильности бюджетного финансирования. Что касается мер, предусматривающих в той или иной форме денежные вливания собственно в банки, то таких в документе обозначено четыре:

1. Докапитализация системно значимых банков за счёт средств, предоставленных АСВ на сумму 1 трлн. руб.
2. Докапитализация банков с целью финансирования инфраструктурных проектов за счёт средств ФНБ в пределах 250 млрд. руб.
3. Предоставление средств ФНБ в пределах 300 млрд. руб. Внешэкономбанку для кредитования предприятий.
4. Подготовка предложений по созданию банка «плохих долгов» для выкупа проблемных активов российских банков.

При реализации второй и третьей мер банки фактически выступают в качестве «прокладок» между бюджетом и предприятиями, поэтому на состояние и

устойчивость банковской системы эти мероприятия влияют минимально. Что касается новой-старой идеи создания банка «плохих долгов», то существует большая надежда, что, как и раньше, она не будет воплощена в жизнь. Помимо того, что *качественное* решение этой задачи весьма сложно с организационной точки зрения (а для российской бюрократической машины практически невозможно), следует признать, что отнюдь не груз проблемных активов является узким местом для наших банков, а отсутствие достаточного количества направлений вложения средств с выгодой и приемлемым уровнем риска. И именно на решении этой корневой проблемы должно сосредоточить свои ресурсы государство вместо выкупа непонятно зачем непонятно на какие деньги непонятно каких банковских «висяков».

Наиболее яркой выглядит мера по вливанию в капитал системообразующих банков целого триллиона рублей. Остаётся только выяснить, что же на самом деле кроется за таким впечатляющим количеством нулей. Если кратко, то схема выглядит следующим образом:

1. Государство в лице Минфина эмитирует долгосрочные (от 10 до 20 лет) облигации на соответствующую сумму, но...
2. ...не продаёт их на рынке (то есть, денег за вновь «нарисованные» ценные бумаги не получает), а передаёт эти облигации в качестве имущественного взноса в «Агентство по страхованию вкладов» (АСВ).

На данный момент эти два этапа уже реализованы, результатом чего стало то, что формально на 1 трлн. руб. выросли расходы федерального бюджета за 2014 год (поскольку сделка была осуществлена в конце прошлого года), а реально на аналогичную сумму вырос госдолг. У АСВ произошёл рост имущества в виде пакета ОФЗ.

3. Происходит отбор кредитных организаций, достойных докапитализации со стороны государства.

4. Эти кредитные организации в свою очередь эмитируют субординированные облигации.
5. АСВ обменивает принадлежащие ему ОФЗ на «суборды» банков.

После реализации всех этих этапов складывается следующая картина. Несколько десятков банков получают:

- пакет ОФЗ на балансе,
- возросший размер собственных средств,
- улучшение норматива достаточности капитала (Н1).

Как видно, вплоть до этого момента никаких живых денег нигде не возникает, происходит только чисто бухгалтерская деятельность. Деньги появляются в тот момент, когда банки захотят как-нибудь распорядиться полученным имуществом. Например, заложить в Центробанк в рамках операций РЕПО. Вряд ли у кого есть сомнения, что именно по такому сценарию и будут развиваться события. А это значит, что почти триллион свежеэмитированных рублей поступит в экономику, вот только куда именно? По мысли авторов схемы, эти средства должны способствовать расширению кредитования реального сектора, хотя реалии последних лет показывают, что всё более расширяющийся объём чистого кредита Банка России коммерческим банкам играет роль прежде всего ресурсной базы для оттока капитала. Отсюда вопрос: почему именно с этими деньгами должно произойти что-то иное? Подразумевается, что выделение господомощи будет обусловлено рядом требований к банкам-получателям, главным из которых станет требование о том, что *«кредитные организации, которые примут участие в программе повышения капитализации, должны увеличивать совокупный объем ипотечного кредитования, объем кредитования субъектов малого и среднего бизнеса или субъектов, осуществляющих деятельность в наиболее важных для развития отраслях экономики»*⁵. По сообщениям прессы, докапитализированные

⁵ Цитата по http://asv.org.ru/agency/for_press/pr/337107/

по этой схеме банки будут обязаны за год увеличить портфели кредитов по указанным направлениям на 12%.

Рассуждая о работоспособности этой схемы, следует иметь в виду, что стимулирование предложения кредита есть довольно малопродуктивное занятие без роста соответствующего *платежеспособного спроса*. В этой связи появляется естественный вопрос о том, каким образом АСВ сможет принуждать банки выполнять взятые на себя обязательства. И что должен делать банк, если даже на горизонте не появляются в достаточном количестве клиенты, которых можно прокредитовать с приемлемым уровнем риска? Да и такой, казалось бы, технический вопрос, как методика расчёта прироста кредитного портфеля, также приобретает важное значение. Будет ли учитываться валютная переоценка при исчислении целевого показателя? Ведь если ослабление рубля продолжится, то объём кредитов, выданных в иностранной валюте, при пересчёте в рубли будет расти автоматически. В результате ряд банков, предварительно отобранных для участия в данной программе, уже сейчас могут чувствовать себя вполне спокойно. Так, при прогнозируемом нами на конец года курсе 83,5 руб./долл. одно только несокращение валютной части существующего кредитного портфеля позволит им перевыполнить требование государства по приросту кредитов. Наши расчёты показывают, что в целом по существующему списку банков государство может получить *реальный* нулевой рост кредитов экономике при внешнем выполнении требования о *номинальном* росте.

Впрочем, возникают определённые вопросы и к существующей процедуре отбора кредитных организаций. Если ориентироваться на список, который фигурировал в СМИ, то недоумение вызывает наличие в нём, например, такого банка, как «Петрокоммерц», который находится в процессе присоединения к банку «ФК Открытие»⁶. Да и сам механистический подход к отбору вряд ли способствует оптимальному распределению средств. Для иллюстрации тезиса приведём

⁶ http://www.cbr.ru/press/PR.aspx?file=30012015_115113ik2015-01-30T11_47_47.htm

таблицу с данными об исполнении избранными банками обязательного норматива Н1 (табл. 4.1)...

Из представленных данных видно, что в список на докапитализацию попали не только банки, находящиеся на пределе выполнения норматива (минимальное значение составляет 10%), но и кредитные организации, имеющие вполне достаточный запас по капиталу (свыше 15%). Не говоря уже о непонятно как попавшем в число избранных «системно значимых» банке Югра, у которого налицо явная избыточность капитала. При этом, что удивительно, вне списка оказались практически все региональные банки, многие из которых играют крайне важную роль в экономике своего региона. Впрочем, эти недостатки проистекают из самого принципа помощи избранным вместо общего снижения регулятивных требований ко всем кредитным организациям в части, например, минимального уровня того же норматива Н1.

Таким образом, на наш взгляд, самыми действенными для стабилизации состояния банковской системы будут меры, внешне не связанные с предоставлением средств самим кредитным организациям, прежде всего, субсидирование процентной ставки для конечных заёмщиков. Правда, практика субсидирования ставок по кредитам сельхозпроизводителям в последние годы показывает, что и данный механизм способен быть неэффективным – как в силу излишней забюрократизированности процесса, так и по банальной причине нехватки средств в соответствующих бюджетах. Поэтому правительству предстоит не только определиться со списком мер, но и «на марше» выстраивать эффективные механизмы их реализации.

Дмитрий Мирошниченко

Таблица 4.1. Значение норматива достаточности капитала Н1, в %

Наименование организации	01.01.2015	01.01.2014
Банк Москвы	10.11	12.01
Ак Барс	10.80	12.80
Московский Индустриальный банк	10.90	10.66
Альфа-банк	11.01	12.65
Россия	11.35	12.46
МДМ	11.39	12.50
Глобэкс	11.42	11.35
Ханты-Мансийский банк	11.51	12.58
УралСиб	11.64	12.26
Банк ВТБ 24	11.65	11.00
Новикомбанк	11.89	11.97
Возрождение	12.11	11.68
Абсолют Банк	12.22	13.77
Промсвязьбанк	12.32	11.96
Газпромбанк	12.45	11.43
Внешторгбанк	12.65	12.41
БИН-банк	12.81	11.85
ФК Открытие	12.98	12.09
Россельхозбанк	13.04	15.28
Санкт-Петербург	13.29	13.91
Совкомбанк	13.73	14.21
Зенит	14.09	13.57
Московский кредитный банк	14.20	12.12
Петрокоммерц	15.22	12.61
Связь-Банк	15.74	12.20
МТС-Банк	17.58	12.74
Югра	31.02	28.88

Источник: отчётность банков.

Денежная политика

5. ЦБ: несвоевременное снижение

Решение Совета директоров Банка России о снижении ключевой ставки с 17 до 15% не ожидалось большинством участников рынка, которые ориентировались на прежнюю риторику руководства ЦБ РФ. Однако политическая целесообразность оказалась выше принципов следования ранее заявленной денежно-кредитной политике.

Содержание пресс-релиза, где рассказывается об ускорении инфляционных процессов в экономике, запущенных девальвацией национальной валюты, могло бы служить прекрасной базой для объяснения, почему Банк России оставляет ключевую ставку на прежнем уровне. Тем большим диссонансом с анализом текущей ситуации прозвучало решение об ослаблении ДКП.

В результате мы получили очередное изменение правил игры «на ходу», которое лишь добавило нервозности участникам рынка и утвердило их во мнении об ослаблении самостоятельности Центробанка. Реакция последовала незамедлительно в виде снижения курса рубля. Действительно, фактический отказ от провозглашённых принципов в угоду внешнему давлению заставляет повышать оценку вероятности перехода денежных властей к ещё более масштабной эмиссии под флагом «поддержки экономического роста», что поддержит лишь маховик девальвационно-инфляционной спирали. Таким образом, в минувшую пятницу Банк России, да и российские власти в целом, изрядно потратили свой самый дефицитный ресурс – доверие экономических агентов.

Самое неприятное в этой истории то, что проведённое снижение ключевой ставки на фоне ухудшения экономических показателей не будет способствовать перелому макроэкономической ситуации к лучшему. Дело в том, что ставки в экономике сейчас высоки не столько потому, что Центробанк держит ключевую ставку на высоком уровне, сколько потому, что их таковыми делают взлетевшие риски при

ведении бизнеса в стране, то есть ключевые проблемы лежат вне зоны действия денежно-кредитной политики. Да, средства Банка России сейчас занимают порядка 14% в пассивах банковской системы, но банки прямо или косвенно платят и по оставшейся части пассивов, платят по рыночным ставкам. И вот на эти ставки решения ЦБ имеют весьма опосредованное влияние. Поучительным примером здесь служит ситуация прошлого года с вкладами населения. Искусственное сдерживание верхней планки ставки по депозитам привело к тому, что люди просто-напросто отказались размещать свои сбережения в банках по низким, по их мнению, ставкам. Результатом стало ослабление ресурсной базы банковской системы, выразившееся в годовом падении объёма депозитов физлиц на 2%⁷. Так что стремление снизить ставки в экономике с помощью административных рычагов, не учитывая сложившиеся реалии, заведомо обречены на провал, как и стремление прапорщика из анекдота остановить поезд командой «поезд, стой, раз-два!».

Миссия Центробанка в этих условиях должна формулироваться как «не навреди», так как реальных рычагов для существенного улучшения ситуации у него просто нет. Своими же непоследовательными действиями он лишь повышает существующие риски, откладывая тем самым столь желанное снижение кредитных ставок в ещё более долгий ящик.

Дмитрий Мирошниченко

⁷ С учётом валютной переоценки.

Платёжный баланс

6. Снижение рейтинга

Международное агентство Standard & Poor's понизило рейтинг России до спекулятивного уровня BB+. Это может усилить отток капитала из страны, но, что еще важнее, лишит Россию наиболее дешевых и длинных денег крупных западных фондов, ориентированных на инвестиционные рейтинги.

26 января Standard & Poor's (S&P) снизило на одну ступень долгосрочный суверенный кредитный рейтинг России в иностранной валюте. Теперь он равен BB+, причем с негативным прогнозом. Еще 23 декабря прошлого года рейтинг был направлен на пересмотр, и мало кто сомневался в его снижении.

По мнению S&P, кредитно-денежная политика стала менее гибкой (из-за инфляционных последствий снижения обменного курса, санкций со стороны Запада, а также ответных санкций, введенных Россией), а перспективы экономического роста ослабли (рост процентных ставок и сокращение кредитования подрывают экономический рост). При этом состояние бюджета будет ухудшаться из-за роста внешнего давления и увеличения государственной поддержки экономики.

Пока понизить российский рейтинг до спекулятивного уровня решилось только S&P. Напомним, что он был выше этого уровня в течение последних десяти (!) лет, с начала 2005 года (причем по шкале всех трех международных рейтинговых агентств, то есть S&P, Fitch и Moody's)⁸. 9 и 16 января текущего года Fitch и Moody's снизили рейтинг России до нижней ступени инвестиционной шкалы, причем с негативным прогнозом. Это значит, что в любой момент рейтинг может быть пересмотрен в сторону понижения. Похоже, для России ее десятилетняя инвестиционная история закончилась (рис. 6.1) – если не навсегда, то надолго.

⁸ Первым – еще в октябре 2003 г. – повысило рейтинг России до инвестиционного уровня агентство Moody's.

Рис. 6.1. Изменение долгосрочного кредитного рейтинга России в иностранной валюте



Источник: S&P, Fitch и Moody's, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Долговые рынки еще раньше отреагировали на изменение ситуации распродажей российских активов и ростом доходности.

По данным российского платежного баланса, иностранные портфельные инвесторы в прошлом году вывели со вторичного рынка госбумаг более 7 млрд. долл. (в два раза больше, чем в кризис 2008 г.). Впрочем, еще больший отток средств наблюдался в частном секторе – иностранные инвестиции в российские компании непрерывно, причем по нарастающей, сокращаются с 2010 г.; в совокупности за пять лет они уменьшились на 45 млрд. долл.

Средняя эффективная доходность российских суверенных еврооблигаций, рассчитываемая ИА Cbonds, еще в декабре прошлого года превысила мартовский всплеск доходности, вызванной ситуацией с Крымом. В конце января текущего года она достигала 7,5% годовых, что в два с половиной раза выше, чем два года назад (рис. 6.2). Среднесрочная доходность на рынке ОФЗ, по данным Банка России, в декабре прошлого года превысила 10% против 6% в начале года, а в конце января 2015 г. оказалась выше 15% годовых (рис. 6.3). Средневзвешенная эффективная доходность корпоративных рублевых облигаций (по расчетам ИА Cbonds) уже с августа прошлого года стала двузначной, а в настоящее время колеблется вблизи 17%, что почти в два раза больше прошлогодних уровней.

Таким образом, рост доходности суверенных и корпоративных облигаций, являясь следствием распродажи российских бумаг, включает в себя оценку рисков как текущего, так и ожидаемого снижения суверенных рейтингов, а также в значительной степени осложняет рефинансирование долговых обязательств.

На фоне западных санкций и ограничений доступа к мировому рынку капитала, затрудняющих рефинансирование, внешняя задолженность российских компаний и банков сократилась – на 45 млрд. долл. в третьем квартале прошлого года и на 67 млрд. долл. в четвертом квартале. По нашим оценкам, в третьем квартале банки смогли рефинансировать 40% своих внешних обязательств согласно графику погашения (за вычетом валютной переоценки рублевой части долга), а компании – более 70%, однако уже в четвертом квартале рефинансирование снизилось до 4%

Рис. 6.2. Эффективная доходность, % годовых



Источник: ИА Cbonds.

Рис. 6.3. Доходность ОФЗ



Источник: Банк России.

и 50%, соответственно. Нынешнее сокращение долга сопоставимо с тем, что происходило в предыдущий кризис (рис. 6.5), однако проблема с его рефинансированием приведет, в отличие от ситуации 2009 г., к дальнейшему сокращению внешних обязательств. Это лишает частный сектор ресурсов для инвестиций внутри страны и развития бизнеса, повышает риски дефолта по оставшейся части долга, который не так уж и мал. По состоянию на начало текущего года внешний частный долг составил 548 млрд. долл.

Следующая публикация рейтингов S&P по России планируется 17 апреля 2015 года. Вряд ли они станут лучше. Так что при принятии инвестиционных решений нерезиденты (не только из Америки и Европы, но также из Азии) теперь будут исходить из спекулятивного рейтинга и высокой доходности. Это еще больше ограничит объем иностранных инвестиций в страну и рефинансирование внешнего долга. Если рефинансирование сохранится на среднем за второе полугодие 2014 г. уровне, то внешний долг частного сектора может сократиться почти на 60 млрд. долл. в 2015 г. и еще на 40 млрд. долл. в 2016 г. (при графике погашения 108 и 73 млрд. долл., соответственно). К этому необходимо добавить отток из страны в виде прямых и портфельных инвестиций (около 2,5% ВВП), «серого» оттока капитала (более 2% ВВП), покупки населением наличной валюты, вложения банков в зарубежные активы и прочее. В этих условиях чистый отток капитала частного сектора вряд ли опустится ниже 110 млрд. долл. в 2015 г. и 80 млрд. долл. в 2016 г.

Есть риски еще более негативного развития событий и увеличения оттока капитала в текущем году до 135 млрд. долл. Так, для некоторых фондов необходимым условием инвестиций является наличие инвестиционных рейтингов от двух агентств, одним из которых должно быть S&P. Наличие таких ковенант может привести к требованиям досрочного погашения российскими заемщиками взятых на себя внешних обязательств (по оценкам главы МЭРа, их объем может составлять 20–30 млрд. долл.).⁹ А снижение цен на долговые бумаги в совокупности с падением цен на акции российских компаний и банков

⁹ <http://itar-tass.com/ekonomika/1695687>

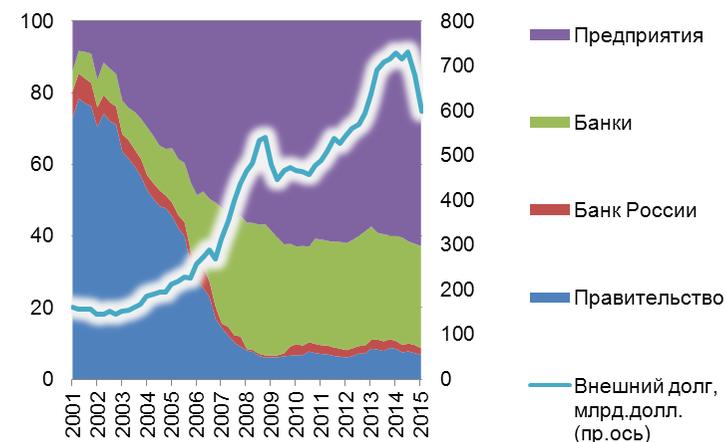
Рис. 6.4. Индикаторы кредитного риска (CDS), б.п.



Примечание: по облигациям сроком погашения 5 лет.

Источник: ИА Cbonds.

Рис. 6.5. Динамика внешнего долга, млрд. долл.



Источник: Банк России.

теоретически может привести к формированию Margin Call (требование дополнительного гарантийного взноса). В условиях дефицита денежных средств и острой потребности в кредитах практически все наиболее ликвидные активы использованы в качестве обеспечения по долговым обязательствам. Поэтому дополнительное обеспечение будет трудно найти. В случае приближения стоимости активов к уровню stop out (допустимый уровень просадки, превышение которого ведет к началу распродажи залога) может возникнуть «эффект домино».

Сергей Пухов

Реальный сектор

7. Рынок жилья: рекорды 2014 и антирекорды 2015

По данным на конец января 2015 года, банки – лидеры рынка жилищного кредитования (Сбербанк, ВТБ 24 и Газпромбанк) – установили минимальную процентную ставку по ипотеке в 14,5–19% годовых с минимальным первоначальным взносом в 20–50% от цены приобретаемого жилья, у других банков из первой десятки условия ещё жестче. Наблюдается массовый отказ от уже одобренных заявок на получение жилищного кредита со стороны как банков, так и заёмщиков или перенос решений на более отдалённые сроки – таковы сегодняшние антидостижения на российском рынке жилья. А ещё месяц-другой тому назад фиксировались сплошные рекорды.

Так, согласно данным Росстата, ввод жилья в 2014 году увеличился на 14,9% по сравнению с предыдущим годом (рекордные за посткризисный – теперь уже за межкризисный – период темпы роста) и составил 81 млн. кв. м, что является абсолютным рекордом, включая советский период (предыдущий максимум – 72,8 млн. кв. м – зафиксирован в 1987 году). Высокая динамика предложения нового жилья была обеспечена ростом задела, сосредоточенным в незавершённом строительстве, объём которого на начало 2014 года достиг 48% от ввода жилья

2013 года. А задел сформировала беспрецедентная динамика инвестиций в жилищное строительство: в 2013 году темп их прироста (в текущих ценах¹⁰) составил без малого 40%, а по итогам девяти месяцев 2014 года (годовых данных пока нет) превысил 100%. Поведение инвесторов вполне отвечало критерию разумности в нестабильной макроэкономической ситуации. Ведь в жилищном сегменте и затраты, и сроки строительства, и период окупаемости инвестиций существенно меньше, а соответственно, ниже риски. Расчёт инвесторов на высокий спрос оправдался, и здесь в прошедшем году также были зафиксированы рекордные показатели.

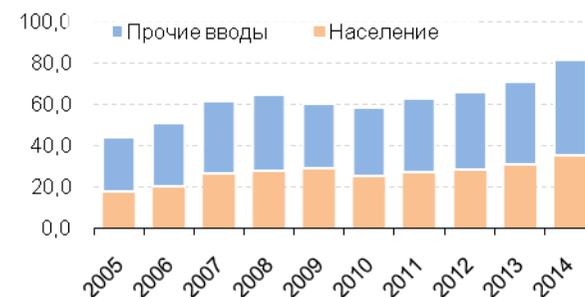
По данным Банка России, за одиннадцать месяцев 2014 года было выдано 878 тысяч рублёвых ипотечных кредитов на сумму, превысившую 1,5 трлн. руб. (соответственно, +22% и +31% к аналогичному периоду 2013 года). Что и неудивительно! Процентная ставка по выданным с начала 2014 года ипотечным кредитам, составившая 12,35% годовых, сложилась ниже уровня 2013 года (12,5% годовых). (Правда, данные Банка России приведены без учёта декабрьских результатов, которые, очевидно, скорректируют итоги прошедшего года в сторону роста как процентной ставки, так и спроса, носившего в декабре ярко выраженный ажиотажный характер.)

Существенным фактором, способствующим активизации потребительского спроса в 2014 году, стала минимальная с 2011 года динамика цен на рынке жилья. Так, за девять месяцев средняя цена на вторичном рынке подросла всего на 3,4%, на первичном – на 4,5% (сентябрь 2014 года к декабрю 2013 года), заметно отстав от темпа инфляции. Декабрьских данных Росстата пока нет, но судя по альтернативным источникам¹¹, средний по российскому рынку рост цены предложения 1 кв. м жилья в декабре по отношению к сентябрю находился в

¹⁰ Индексы инвестиций в основной капитал по видам основных фондов, в том числе по инвестициям в ЖИЛИЩА (так!) Росстат не рассчитывает.

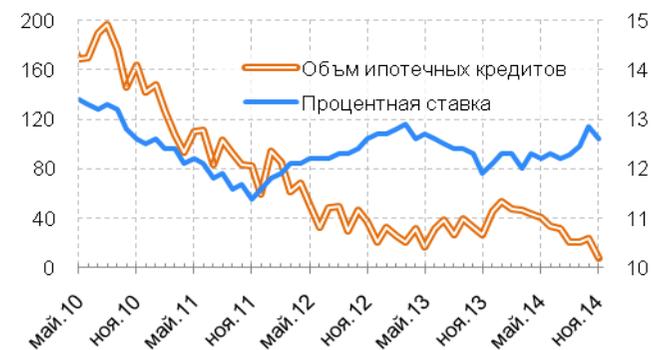
¹¹ Например, по данным Национальной ассоциации сметного ценообразования и стоимостного инжиниринга на основе выборки по 23 городам России в домах массовой застройки на вторичном рынке и новостройках, сданных государственной комиссии или находящихся в процессе сдачи.

Рис. 7.1. Ввод в действие жилых домов, млн. кв. м



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

Рис. 7.2. Объём рублёвых ипотечных кредитов: прирост к соответствующему месяцу предыдущего года и процентная ставка (правая ось), в %



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

пределах 1%, что не могло заметно ухудшить общие положительные итоги прошедшего года в целом.

Вместе с тем кардинально изменившаяся в четвёртом квартале макроэкономическая и внешнеполитическая ситуация обернулась паникой на жилищном рынке. В результате темпы ввода жилья в ноябре замедлились до 4%, а в декабре и вовсе снизились на 3% (соответственно к ноябрю и декабрю 2013 года). Рекордный объём выданных рублёвых ипотечных кредитов, зафиксированный в октябре, сменился в ноябре 14%-ным падением, а в декабре – вновь бурным ростом под влиянием ажиотажного спроса. Похожим образом изменялись и процентные ставки.

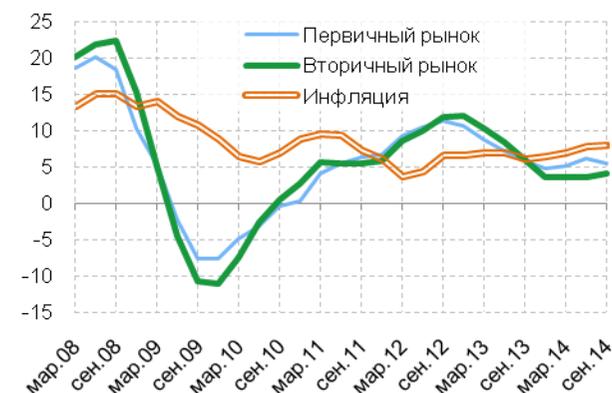
Вновь (как и в разгар предыдущего кризиса) обострилась проблема «валютных заёмщиков». Из-за обвала курса рубля в сложнейшей ситуации оказались те из них, которые имеют рублёвые доходы, для имеющих доходы в привязке к валюте¹² мало что изменилось. Да и количество выданных в валюте ипотечных кредитов с 2008 года сократилось почти в 20 раз, и за одиннадцать месяцев 2014 года их было выдано всего 708 единиц или 0,08% от общего количества.

Схождение на нет валютной ипотеки поможет и банкам. Дело в том, что жилищное кредитование банкам выгодно из-за минимальных по сравнению с другими видами кредитования физических лиц (автокредитами, прочими потребительскими кредитами) рисками просрочки платежей или невозврата долга. Так, по данным Банка России, в 2013–2014 годах по ипотечным жилищным кредитам просроченная задолженность была устойчиво ниже 5% от суммы общей задолженности. При этом по рублёвой ипотеке она не превышала 1%, а по валютной – составляла 13,5–14,5% от суммы общей задолженности. Разница есть!

Возможно, расчёт банков на высокую надёжность рублёвых заёмщиков на

¹² О категориях граждан, имеющих доходы в валюте или в привязке к валюте, см., например, статью в журнале «Коммерсантъ Деньги» от 24.11.2014 «Островки зелёной зарплаты. Кому в России платят в долларах и евро».

Рис. 7.3. Средняя рыночная цена квадратного метра жилья и потребительская инфляция (прирост к соответствующему периоду предыдущего года), в %



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

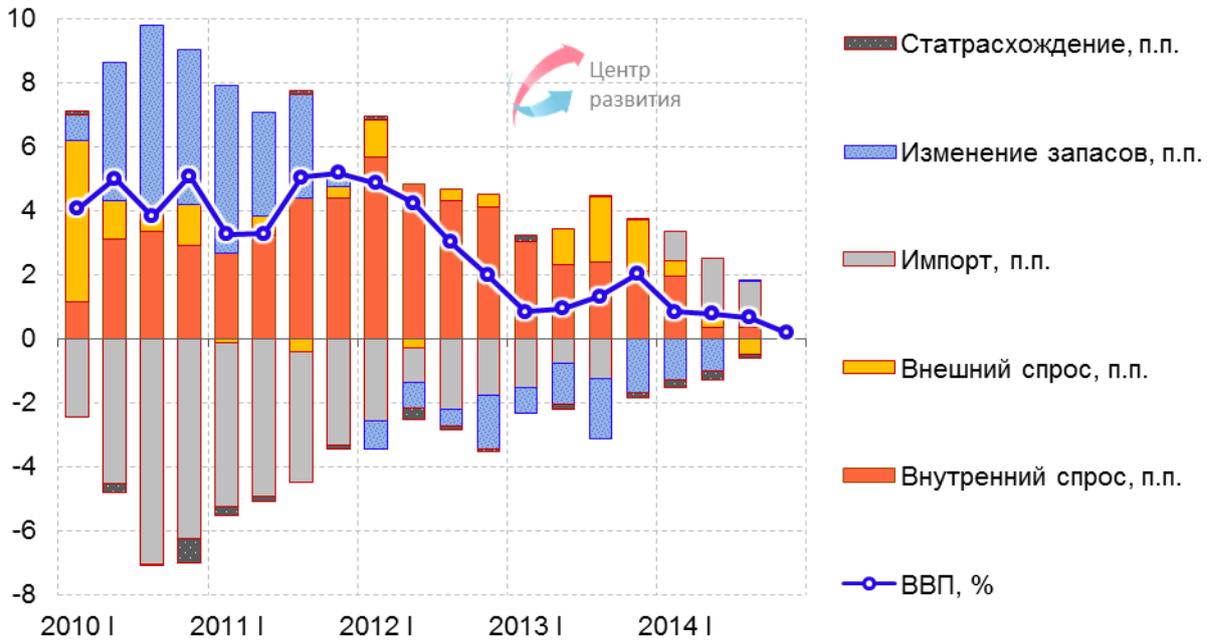
жилищном рынке позволит не умереть ипотеке окончательно даже в сегодняшних практически запретительных условиях ипотечного кредитования (за исключением, пожалуй, Сбербанка). Возможно, и докапитализация работающих с ипотекой ведущих российских банков сработает в её поддержку. (Однако заметим, что следствием такого рода «ручного» управления может стать критический рост концентрации рынка жилищного кредитования, и о реальном рынке пока придётся забыть.) Снижение ключевой ставки – это пока ни о чём, как и меры поддержки рынка жилья, представленные в антикризисном плане правительства. Пока это лишь самые общие слова о «расширении стимулирования кредитования строительства жилья эконом-класса...», «обеспечении бесперебойного функционирования и модернизации...», «осуществлении мероприятий, предполагающих выдачу социальных ипотечных кредитов отдельным категориям граждан на специальных условиях...». Впрочем, нормативные документы (Федеральный закон и Решения Правительства) должны быть разработаны и представлены до конца февраля. Подождём, почитаем!

Елена Балашова

Экономика в «картинках»

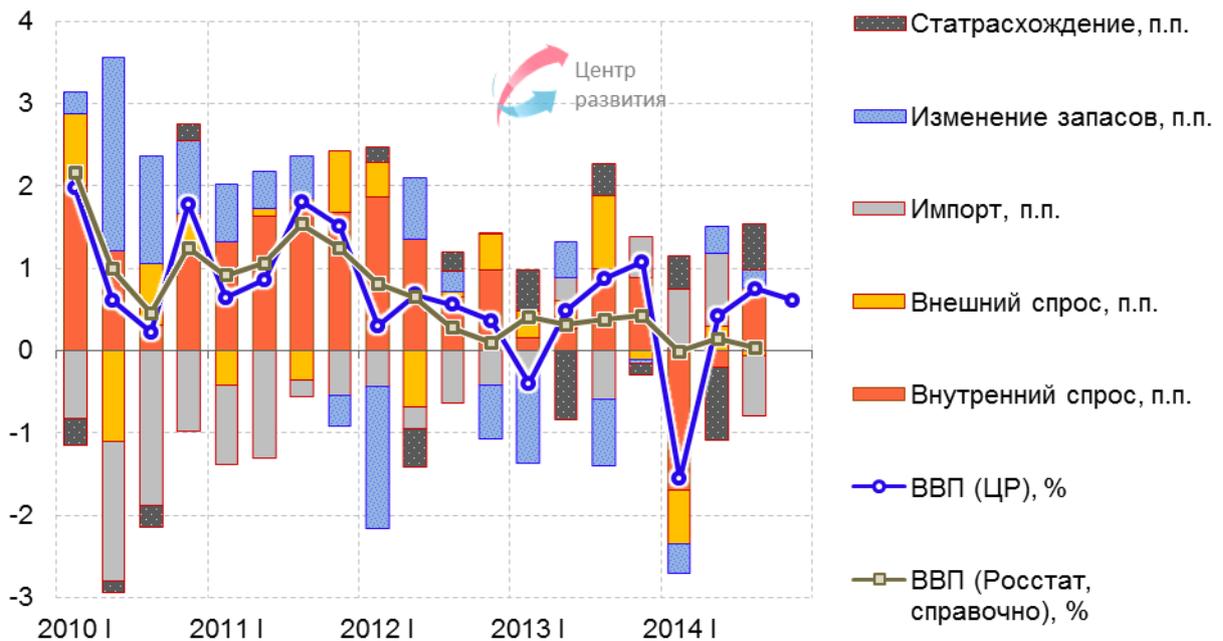
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)

NEW



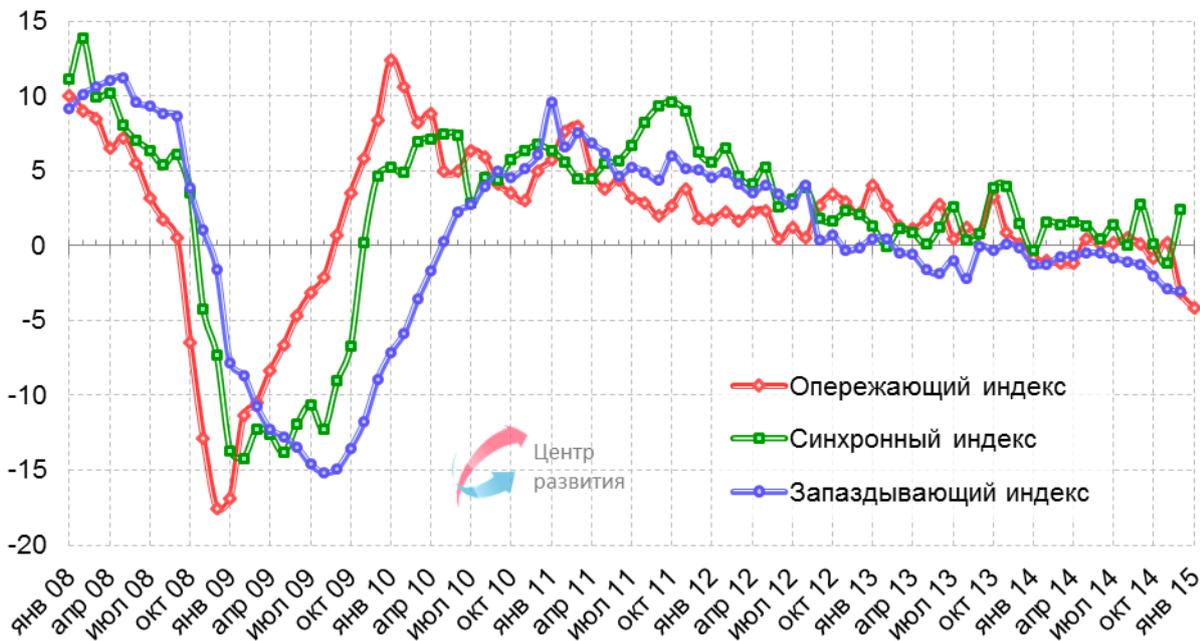
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)

NEW



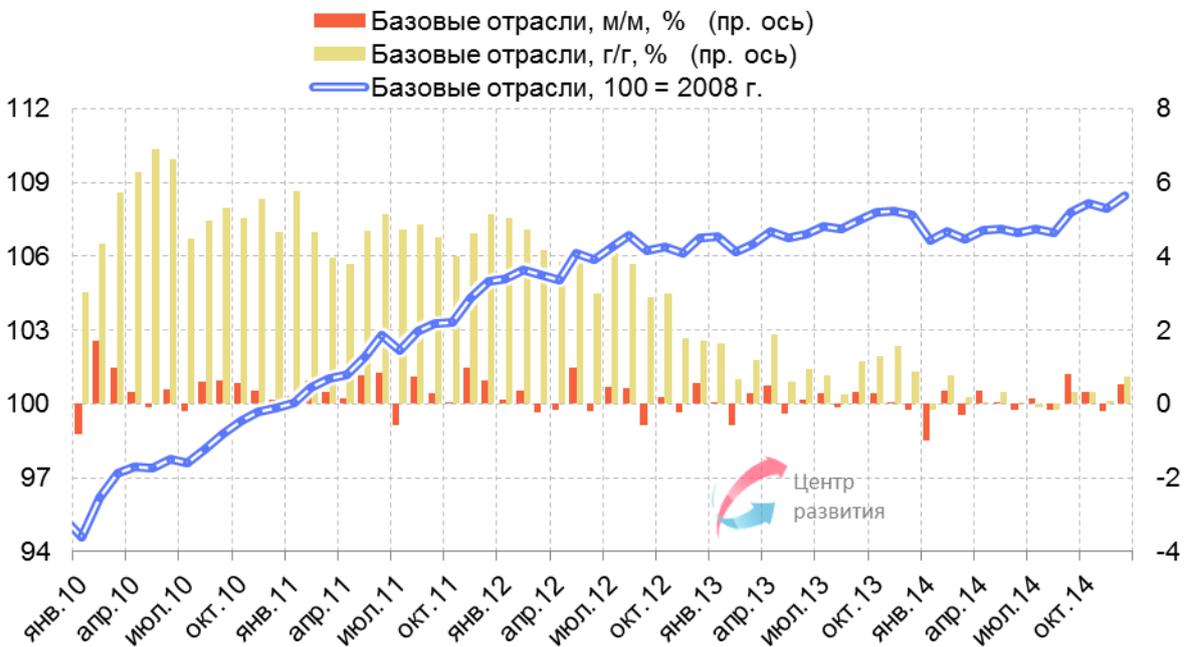
Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



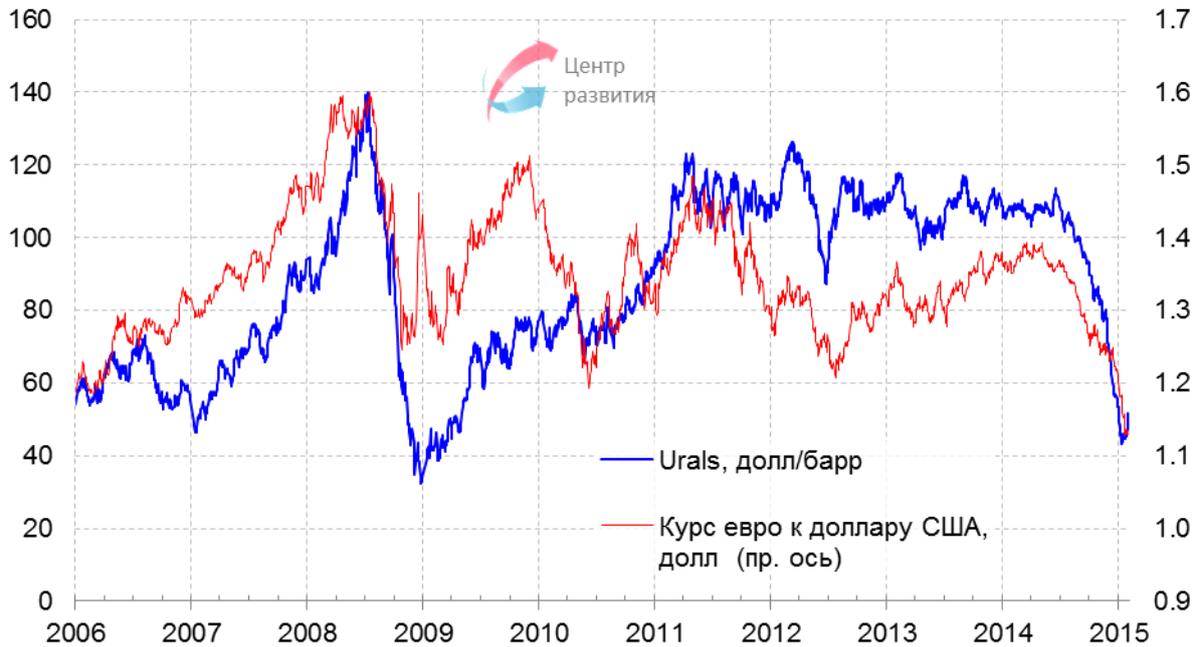
Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)

NEW



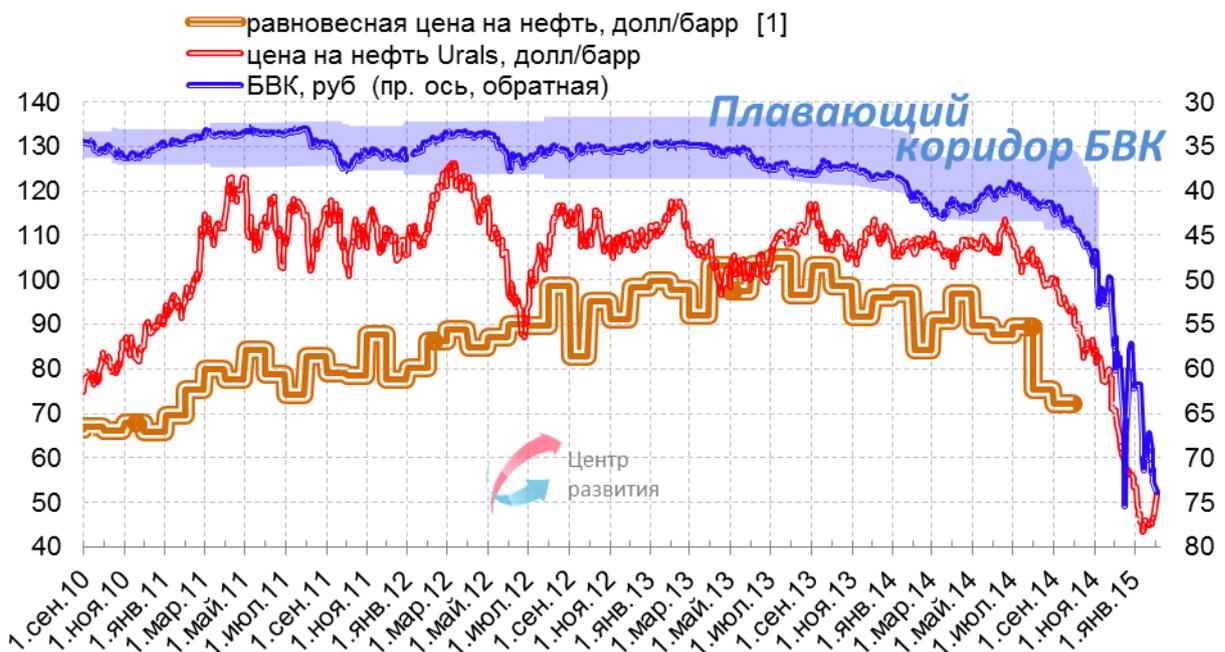
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW



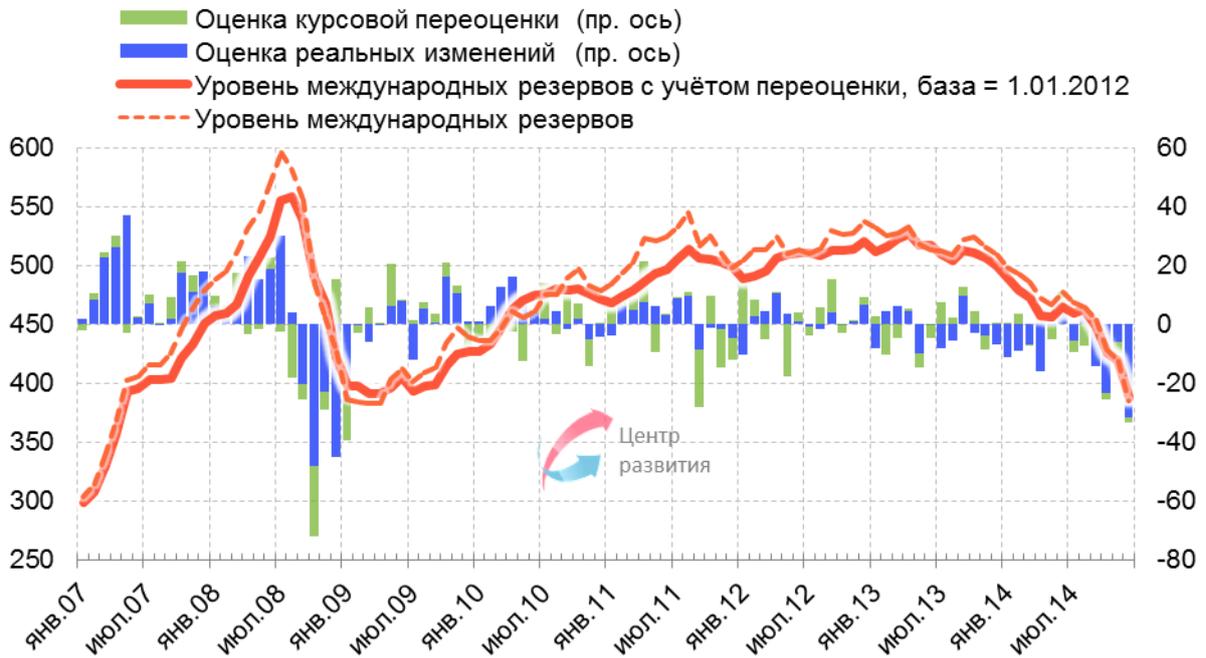
Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW

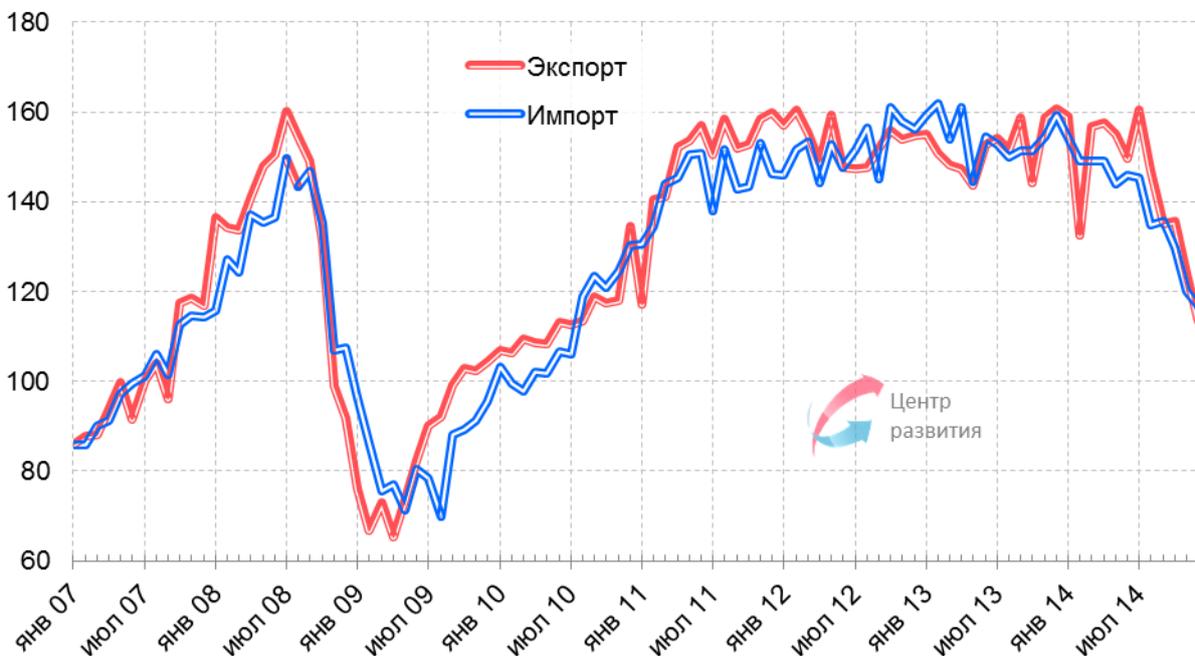


Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.

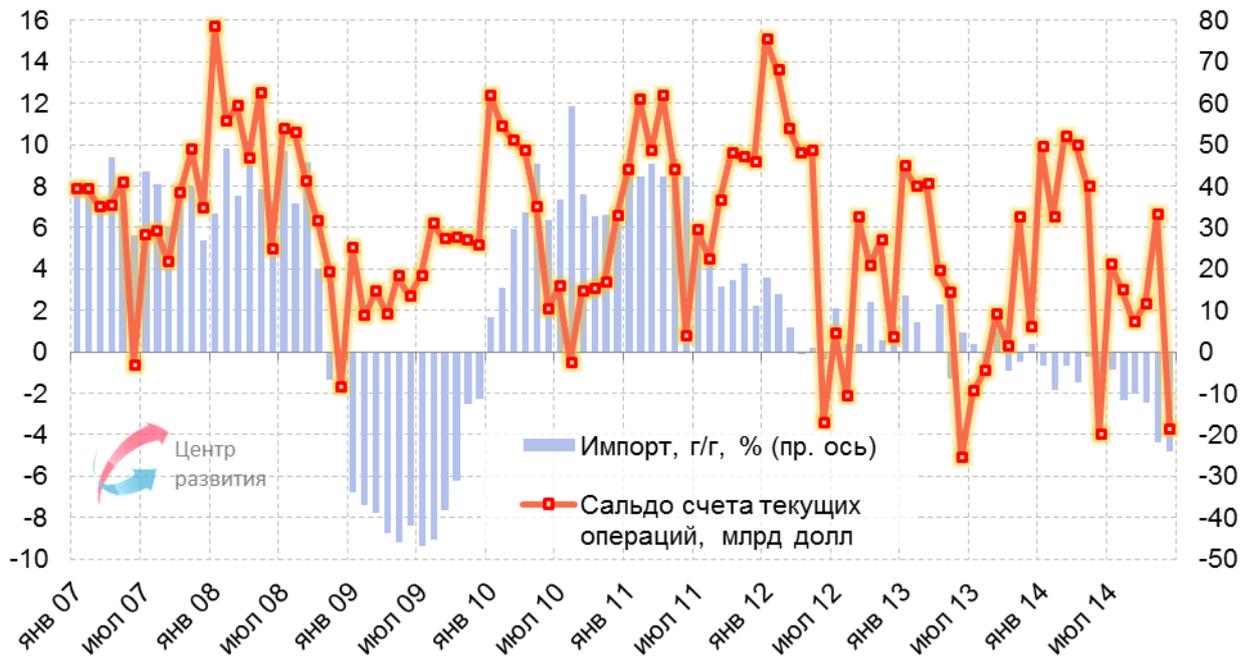
NEW



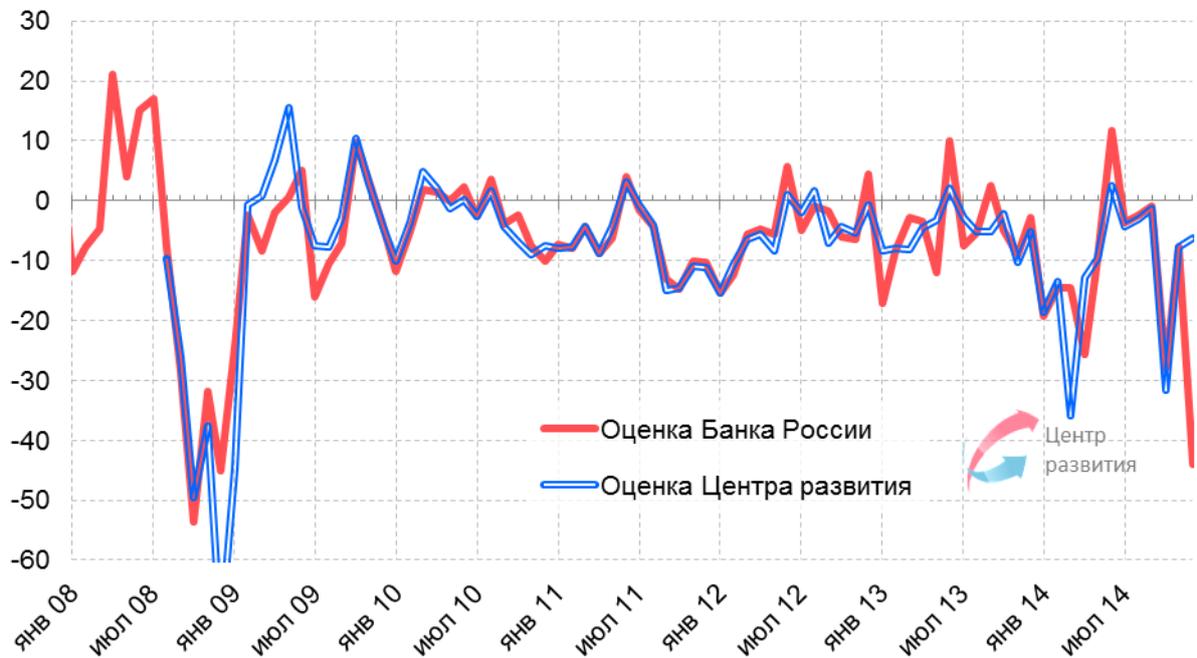
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=январь.2007), в % [2]



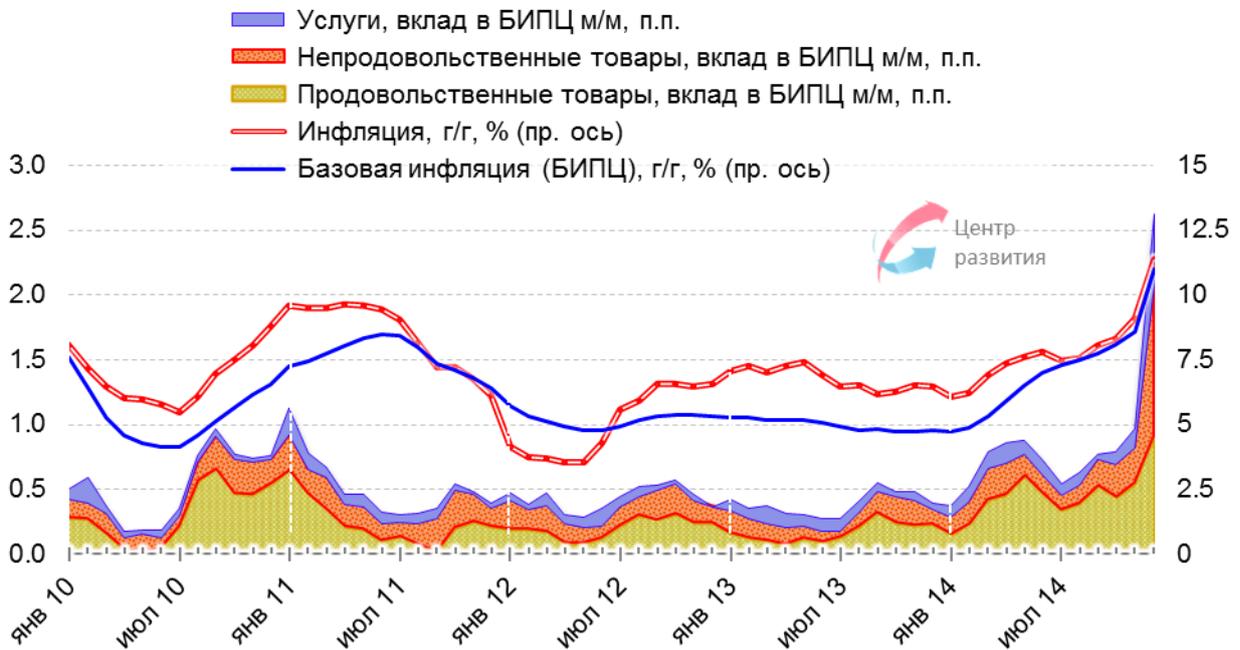
Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров^[2]



Чистый приток капитала, млрд. долл.



Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент^[3]



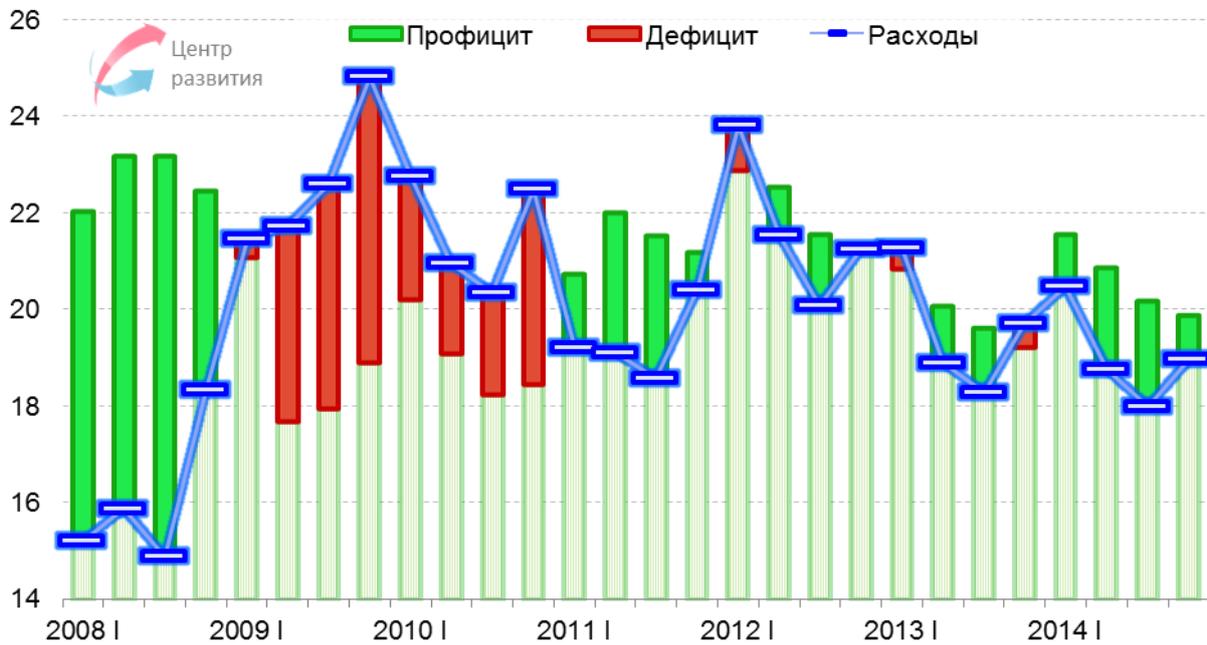
Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка МІАСР и базовой инфляции, в %

NEW



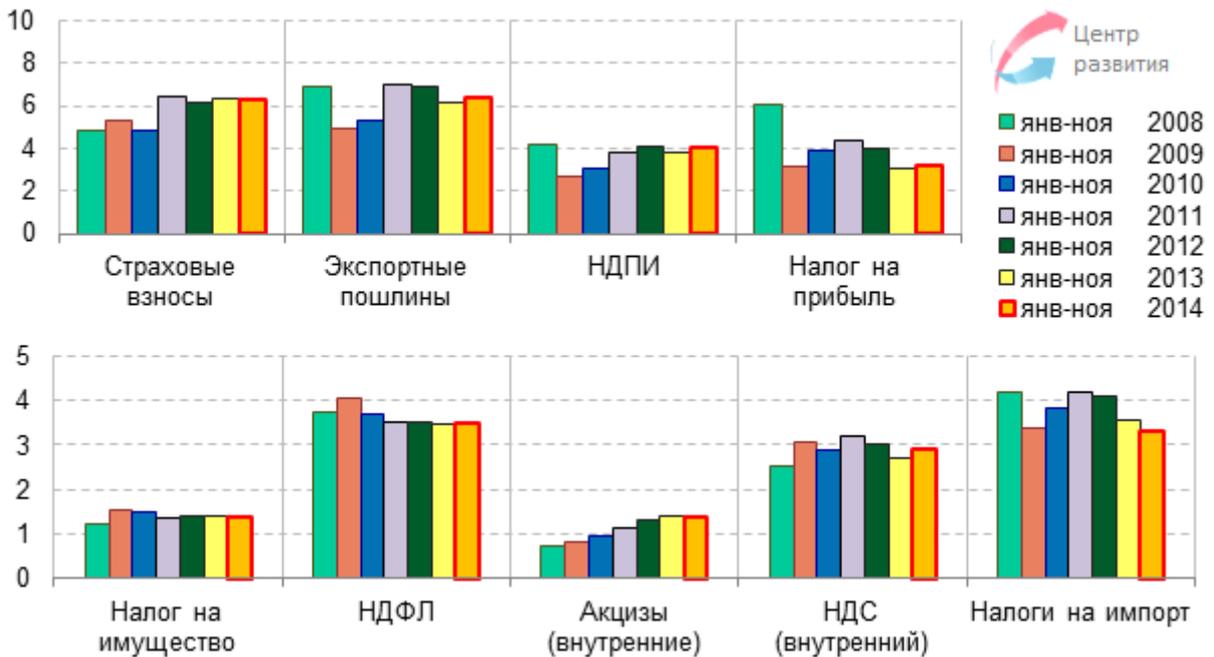
Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП

NEW



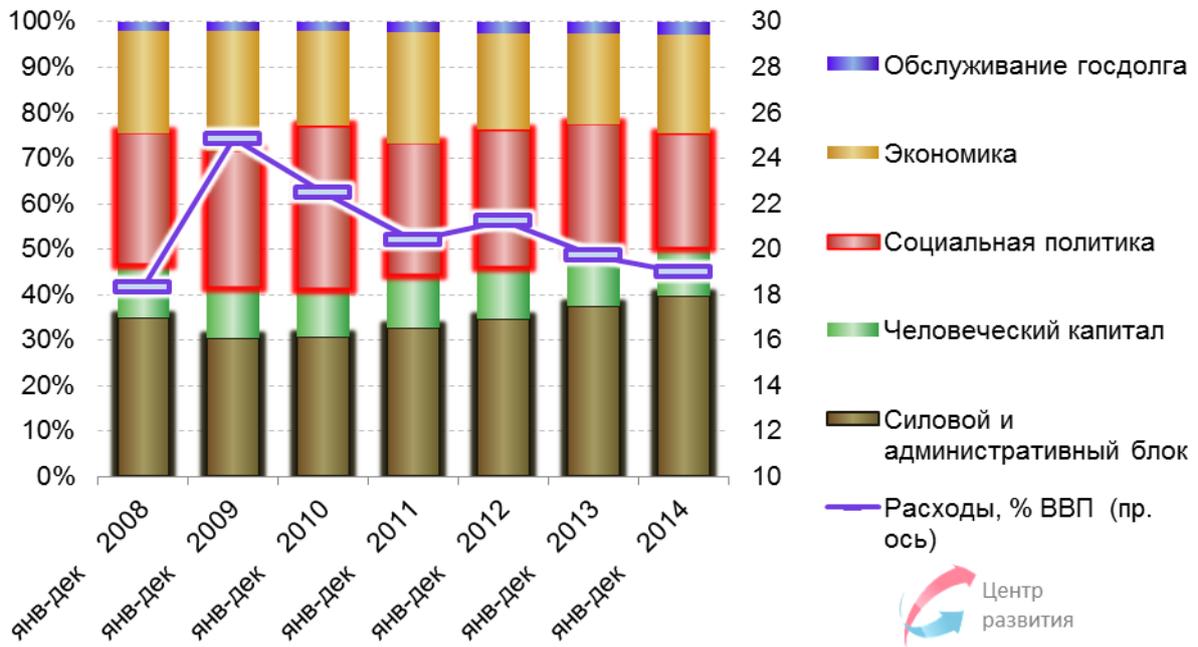
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП^[4]

NEW



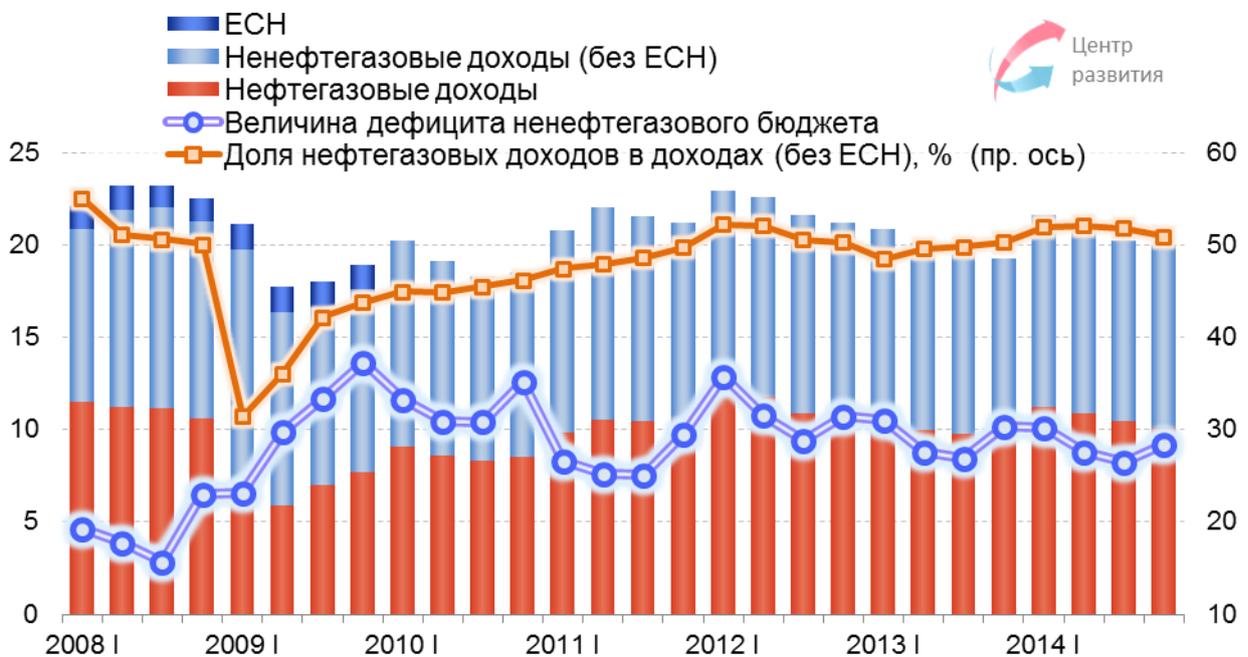
Структура расходов федерального бюджета, в %

NEW

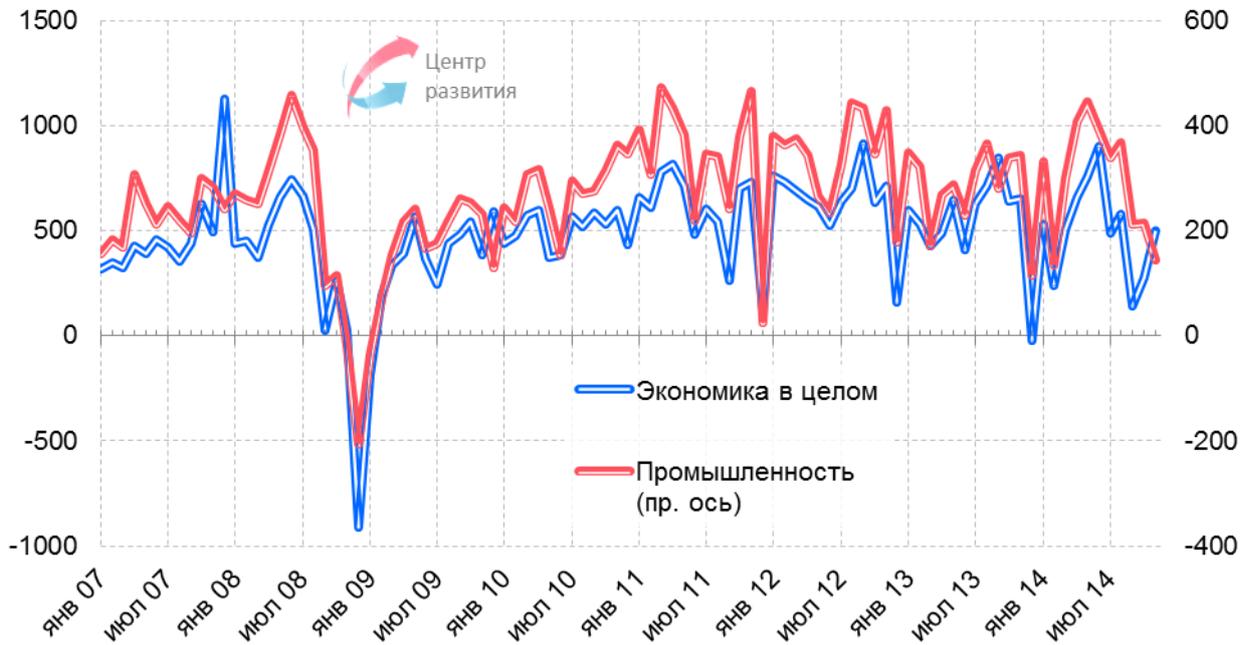


Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП^[5]

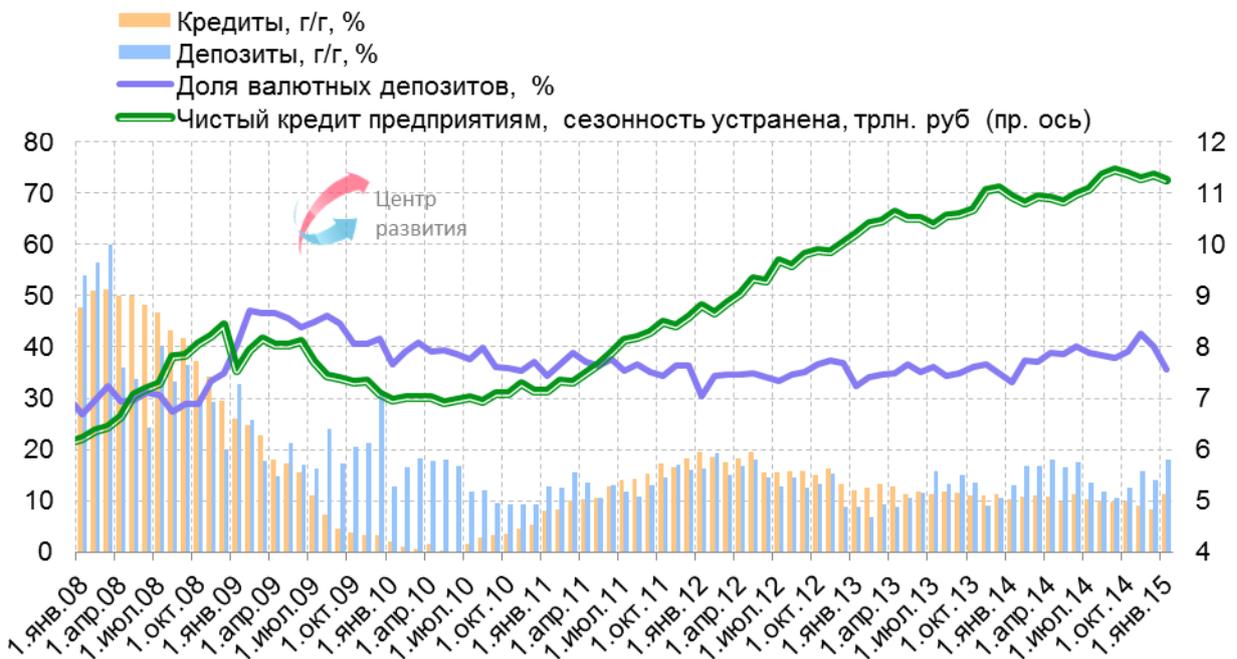
NEW



Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.

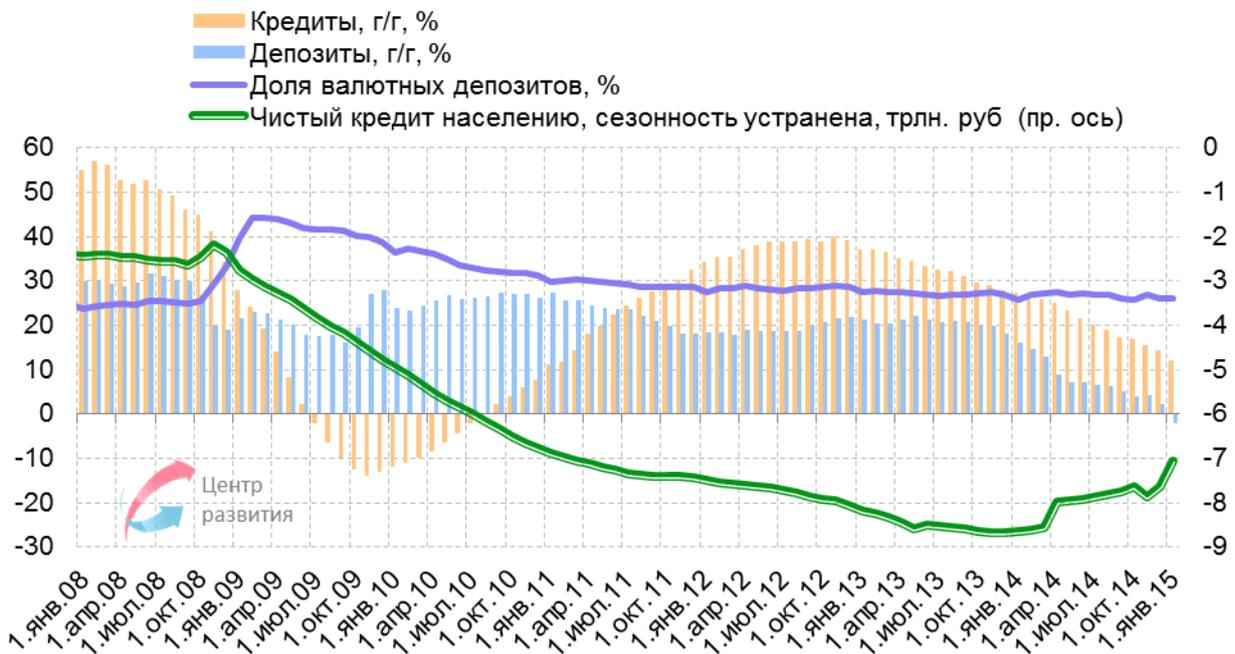


Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



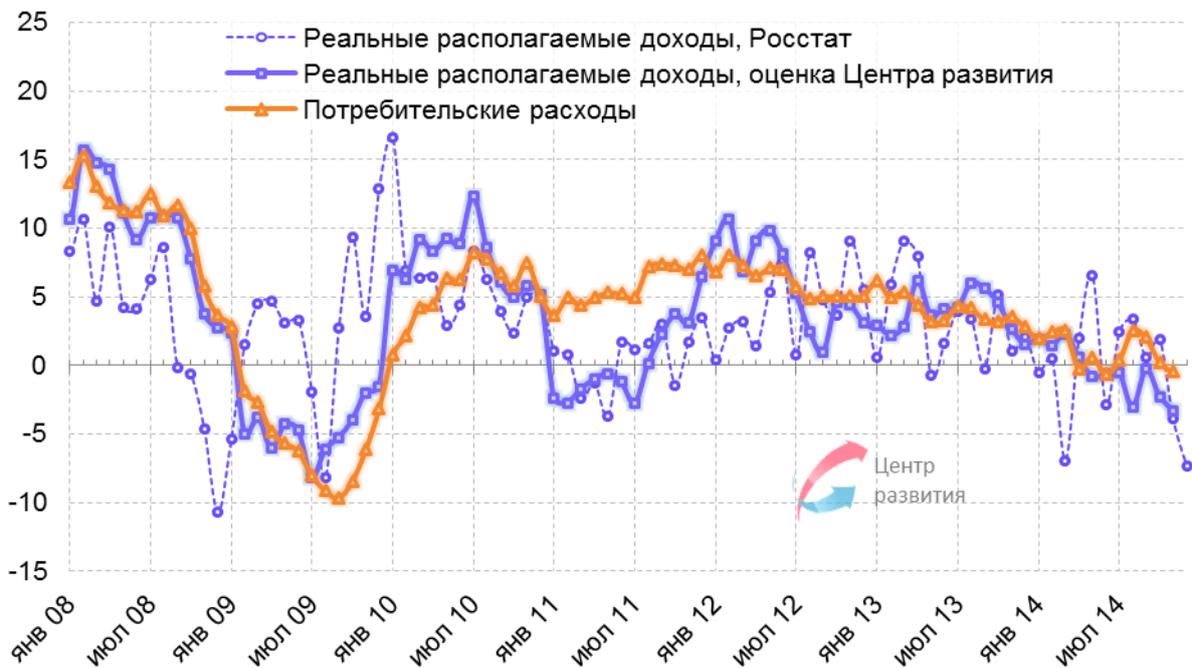
Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

NEW

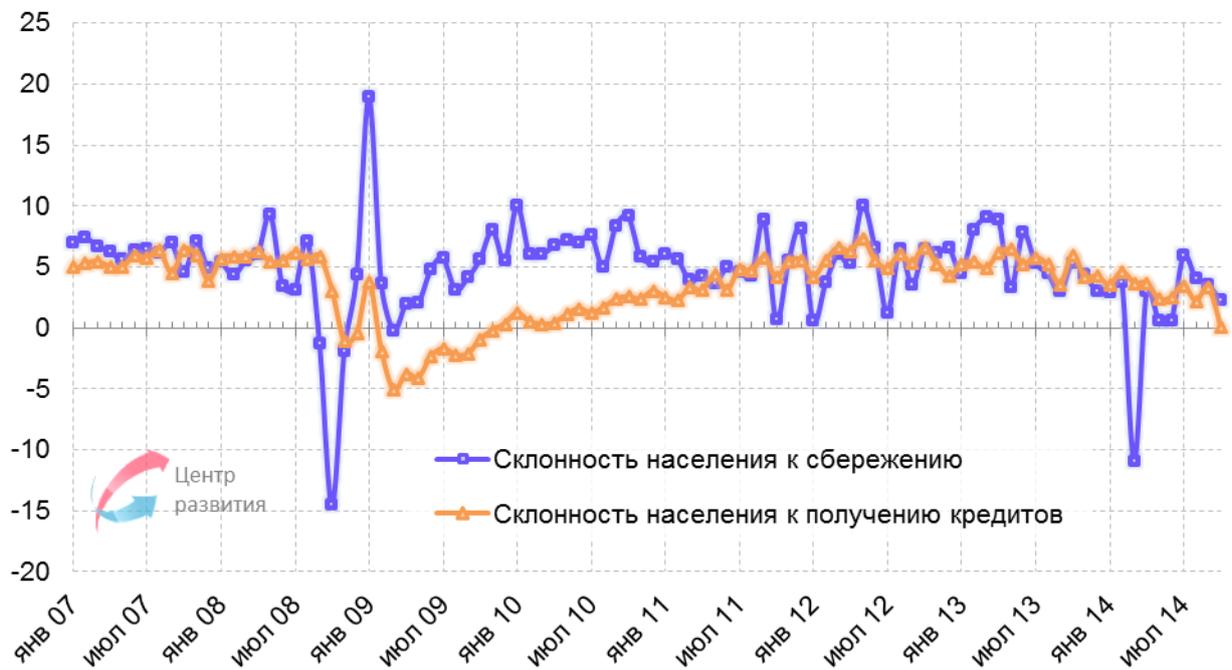


Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW

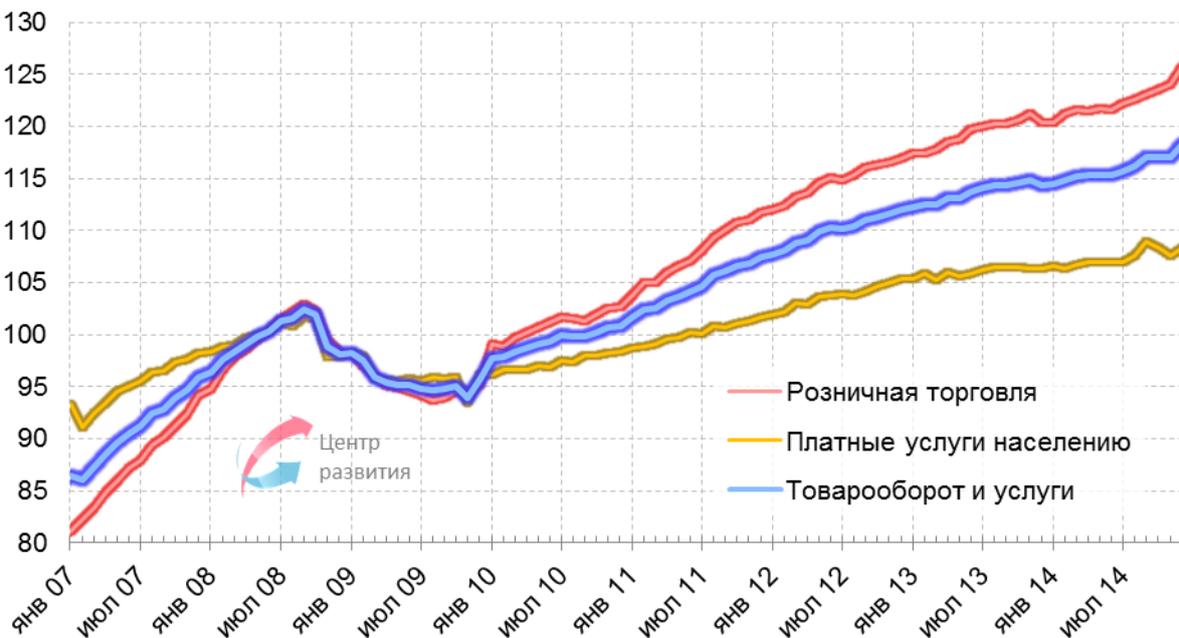


**Склонность населения к сбережению и к получению кредитов
(в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития**



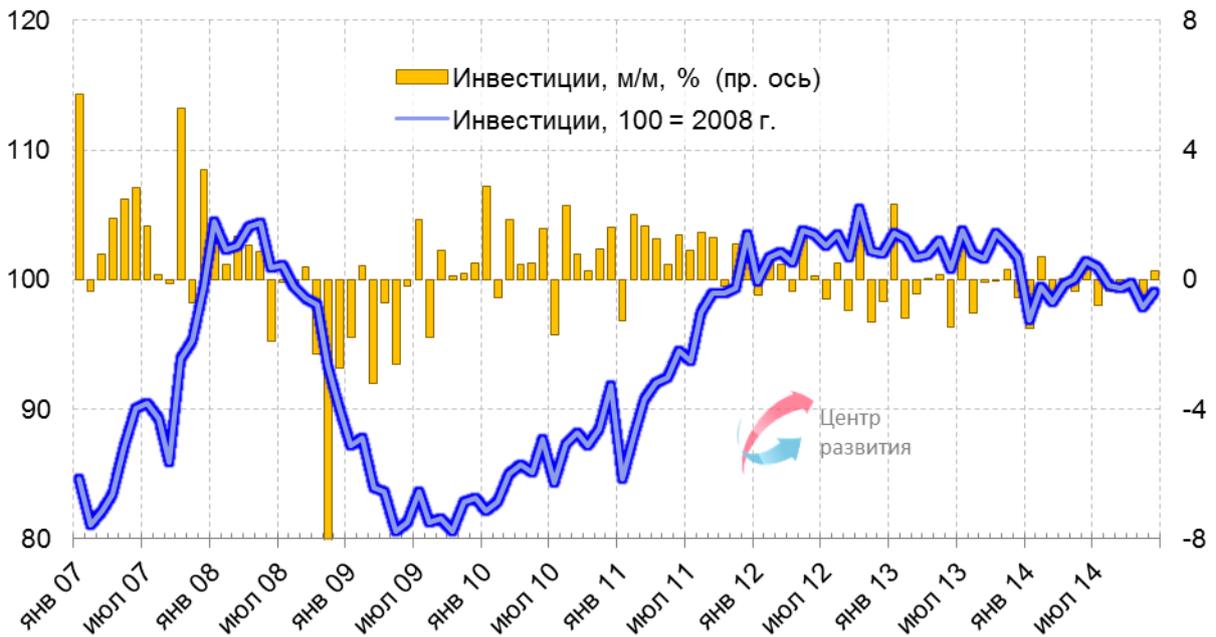
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)

NEW



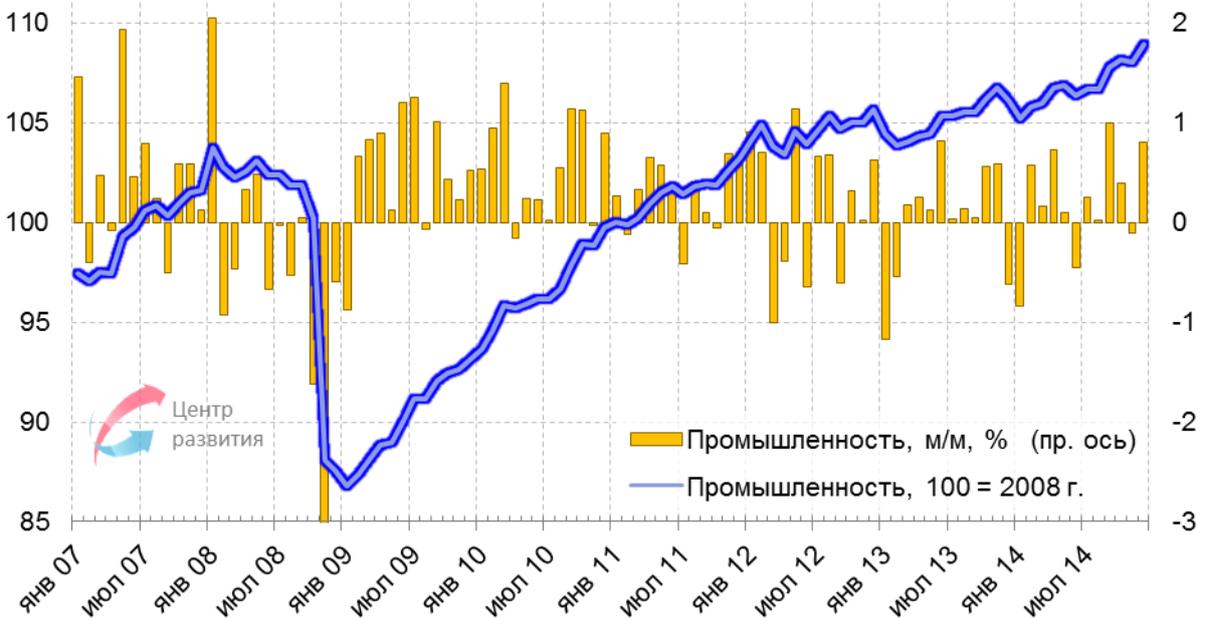
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)

NEW



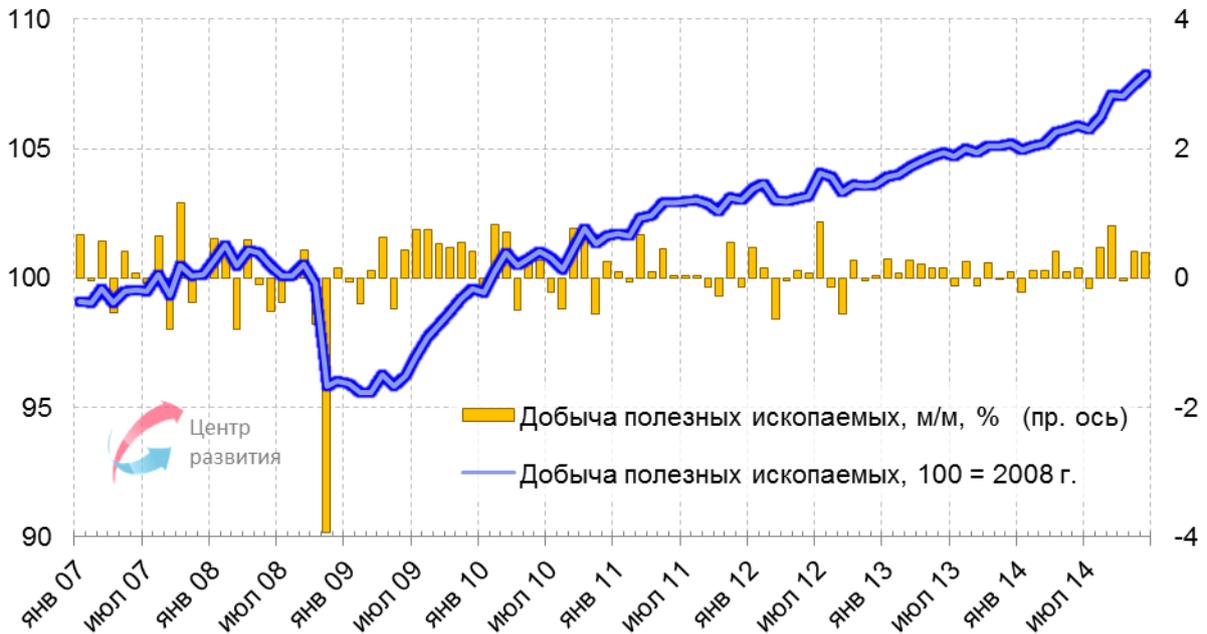
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)

NEW



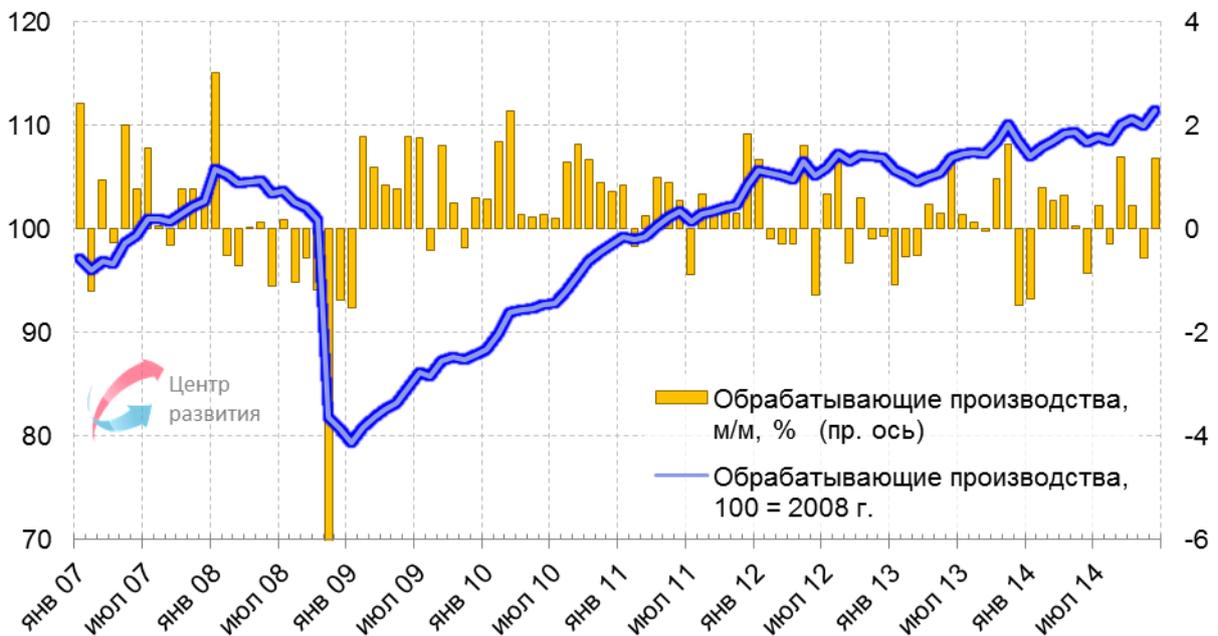
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW



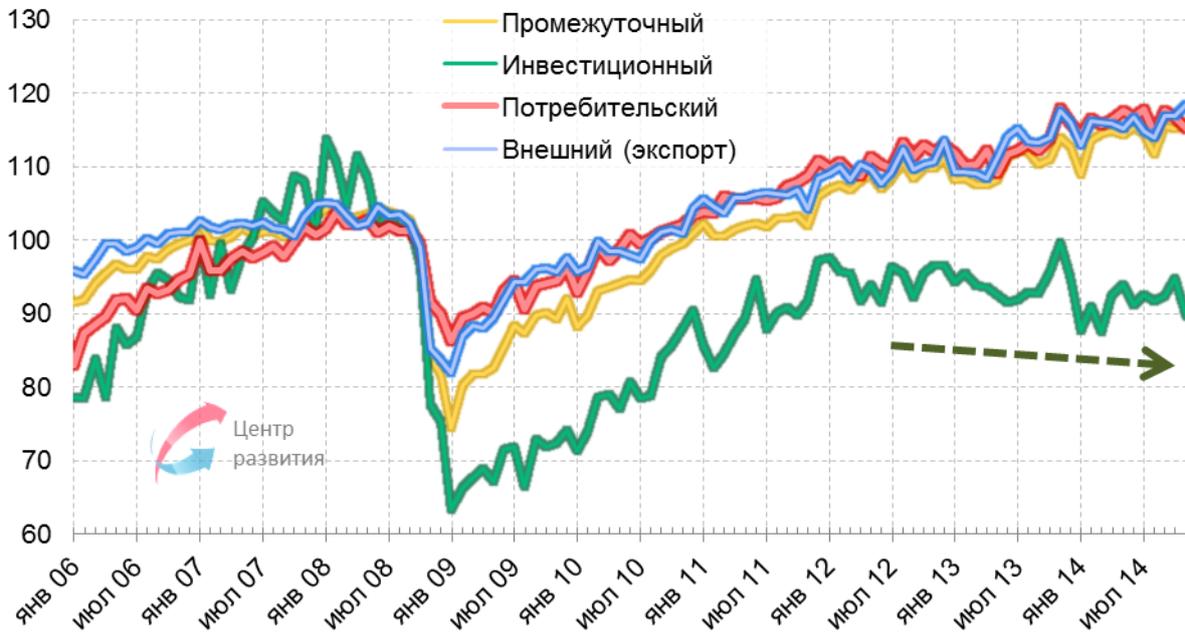
Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW



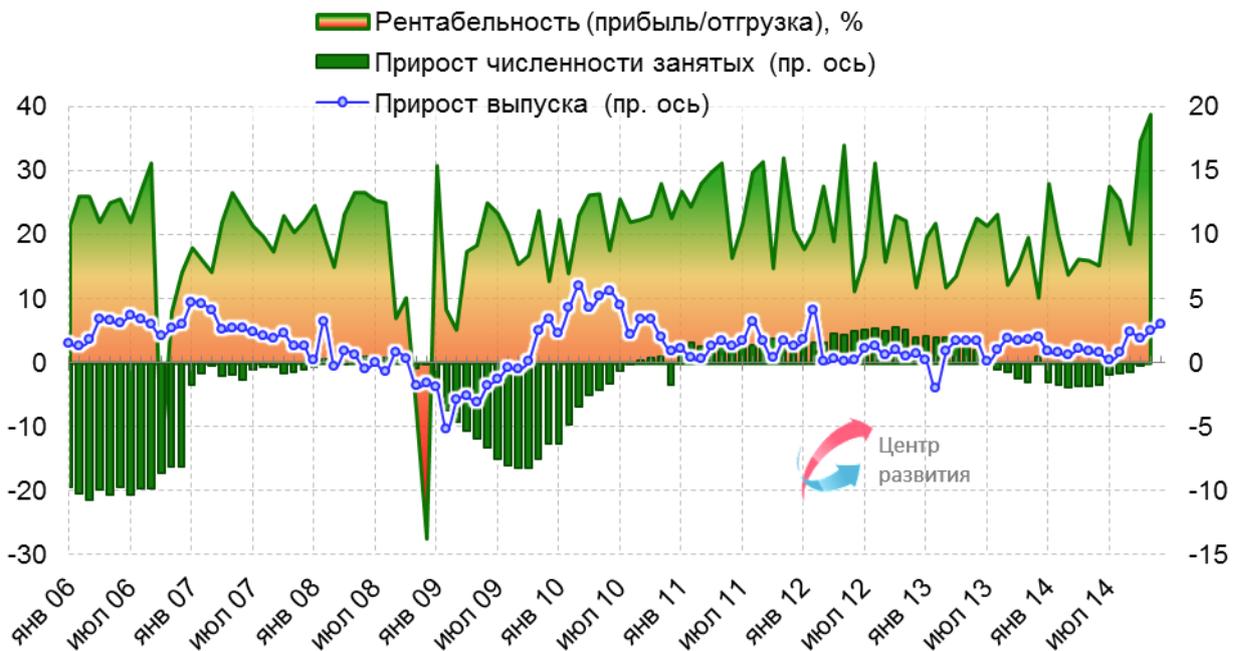
Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)

NEW



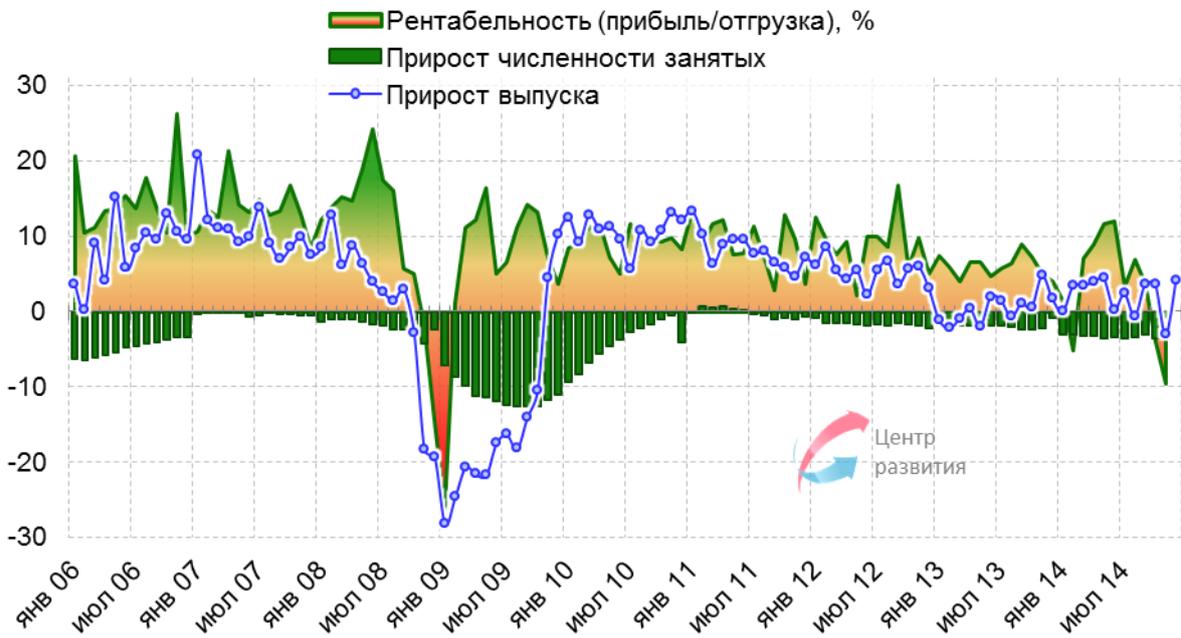
Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



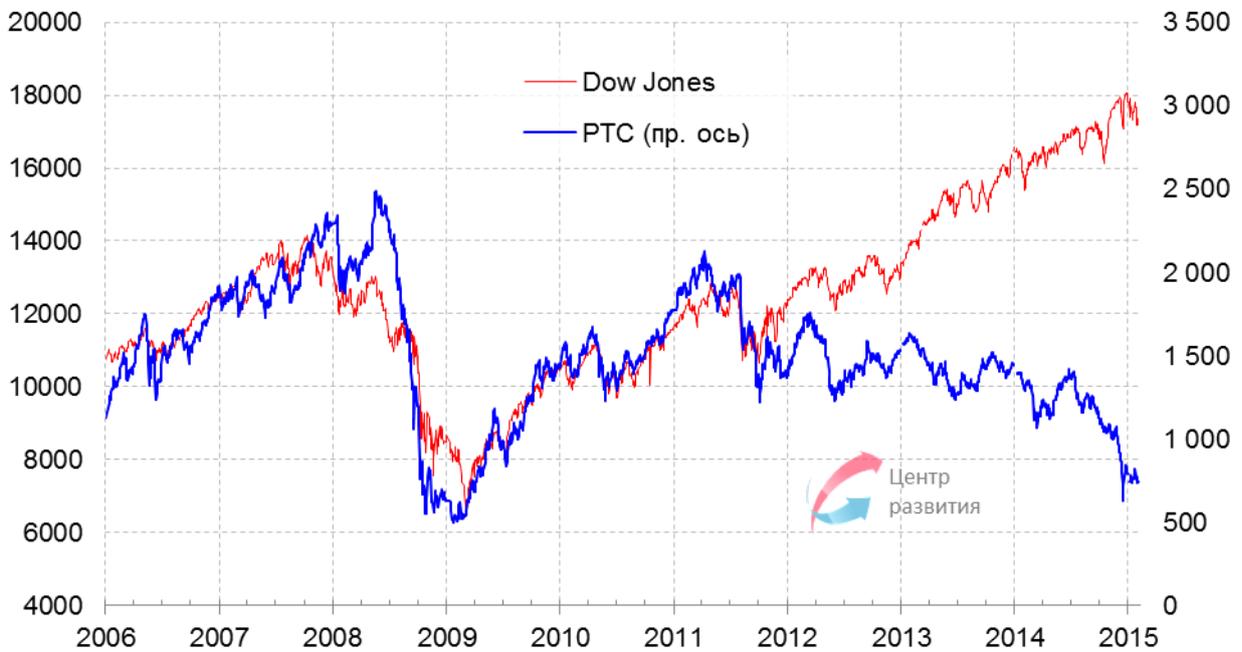
Показатели состояния обрабатывающих отраслей
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика фондовых индексов

NEW



КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

^[1] Равновесная цена на нефть – расчётная цена на нефть, при которой достигается нулевое значение сальдо счёта текущих операций (сезонно сглаженного).

^[2] Данные о сальдо счёта текущих операций за период с июля по декабрь 2014 г. и данные по импорту и экспорту товаров за декабрь 2014 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

^[3] В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания; все значения по правой оси (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

^[4] НДС внутренний – НДС, уплаченный с товаров, реализованных внутри страны, за исключением вычетов с ввозимых товаров; акцизы внутренние – акцизы, уплаченные с товаров, произведённых на территории России; налог на импорт – сумма внешних акцизов, внешнего НДС и ввозных пошлин.

^[5] Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Алексей Немчик

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

ЦЕНТР РАЗВИТИЯ: тел./факс +7 (495)625-94-74, e-mail: info@dcenter.ru, <http://www.dcenter.ru>.

НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»: тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: hse@hse.ru, <http://www.hse.ru>

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики». При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2015 году