



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

130

14 марта – 13 апреля  
2017 г.

## КОММЕНТАРИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	СОИ: рост, больше похожий на стагнацию
ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Индексы РЭА: шаг назад
МАКРОЭКОНОМИКА	ВВП стал ещё больше
ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЬГИ	Инфляция обновляет исторические минимумы. Что делать?
ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	Рост экспорта способствовал укреплению рубля
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Прибыль экономики 2016 г. в помощь ВВП
БЮДЖЕТ	Проблемы с региональным долгом не исчезли
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Инвестиции, институты и экономический рост

## ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

*Все мнения, высказанные в данном Обозрении, отражают точку зрения авторов и могут не совпадать с официальной позицией НИУ ВШЭ*

# Комментарии

## Циклические индикаторы

### 1. СОИ: рост, больше похожий на стагнацию

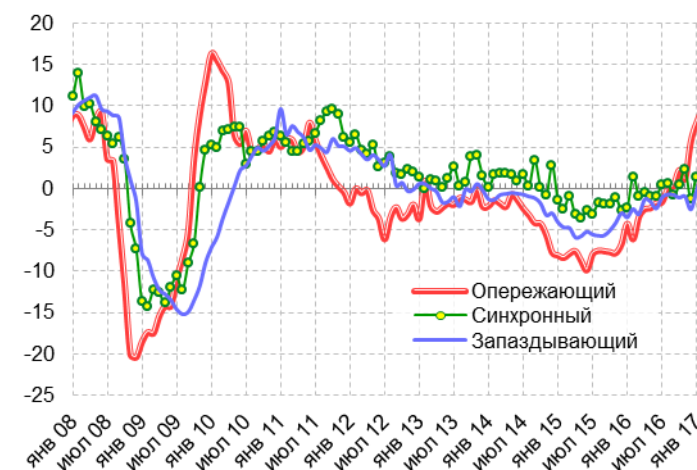
В марте 2017 г. Сводный опережающий индекс (СОИ) после резкого спурта в январе-феврале скорректировался с 8,9% до 4,2%. На данный момент завершение спада 2015-2016 гг. представляется практически бесспорным, однако ожидать начала бурного роста нельзя.

В марте 2017 г. наибольший позитивный импульс исходил со стороны нефтяных цен. Средняя цена нефти Urals составила 50 долл./барр., что на 37% больше, чем было в марте прошлого года (37 долл./барр.). Было бы очень странно, если бы при таком значительном росте нефтяных цен общая ситуация в экономике ухудшилась, и говорить об этом нет оснований. Тот факт, что индекс РТС заметно (на 27%) вырос по сравнению с мартом прошлого года, также подтверждает, что участники фондового рынка смотрят на ближайшие перспективы российской экономики более или менее оптимистично.

С другой стороны, внутренний спрос остается слабым, динамика новых заказов и уровень запасов готовой продукции дают разнонаправленные сигналы. Настораживает также прекращение роста нефтяных цен и фондовых индексов, из-за этого в рамках существующей экономической модели трудно надеяться на быстрый рост. По мере того как будет сходиться на нет «эффект базы», возникший из-за низкого (кризисного) уровня нефтяных цен и цен на российские акции в начале 2016 г., СОИ тоже будет снижаться, указывая на замедление и без того не слишком высоких темпов роста.

**Сергей Смирнов**

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



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Циклические индикаторы

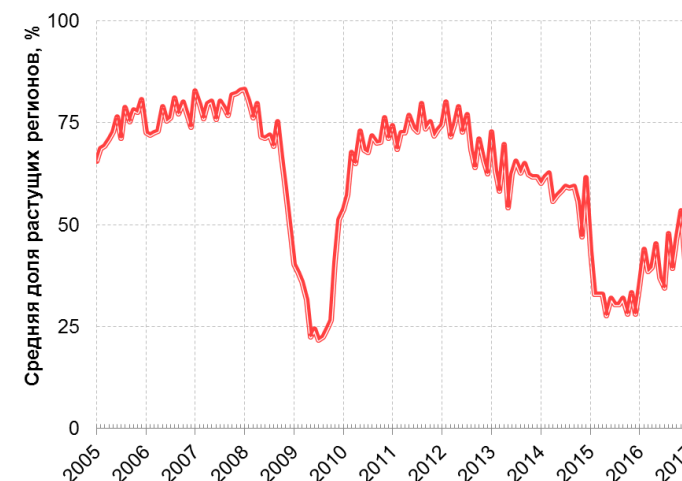
### 2. Индексы РЭА: шаг назад

*В феврале 2017 г. экономическая активность выросла по сравнению с январем только в 14 регионах, в 22 – осталась на прежнем уровне, снизилась – в 46. Таким образом, изменения оказались фактически «зеркальными» по отношению к тому, что наблюдалось месяц назад (в январе – по сравнению с декабрем – активность выросла в 48 регионах, не изменилась в 21 и снизилась в 13). Более того, в феврале Сводный индекс региональной экономической активности (РЭА) вновь оказался ниже критического 50% уровня, указывающего на выход российской экономики из депрессивного состояния. Хотя существование общего восходящего тренда по-прежнему выглядит наиболее вероятным, ожидать начала быстрого роста оснований нет. Скорее, речь может идти лишь о возвращении к докризисной стагнации, характерной для 2013-2014 гг.*

В феврале 2017 г. Сводный индекс региональной экономической активности (РЭА) по России снизился с 54,9 до 42,7% (рис. 2.1). Мы не считаем, что это указывает на значимое ухудшение экономической конъюнктуры, но, по крайней мере, свидетельствует о неустойчивости роста в масштабах всей страны. При этом 50%-ную отметку в феврале преодолели два из пяти важнейших секторов и только один из восьми федеральных округов (рис. 2.2). Об укреплении позитивных тенденций говорить явно рано.

Промышленный индекс РЭА в феврале составил 63%, что подтверждает устойчивое – по крайней мере, на протяжении последнего года – повышение экономической активности в этом секторе экономики. В оптовой торговле, тесно связанной с промышленностью, также наблюдался рост (индекс РЭА в феврале составил 56%). Однако в строительстве, розничной торговле и сфере платных услуг наблюдался спад, по-прежнему особенно сильный в розничной торговле (отраслевой индекс РЭА снизился до 28%, то есть спад имел место в 59 регионах из 82). «Пространственная» слабость внутреннего потребительского и инвестиционного

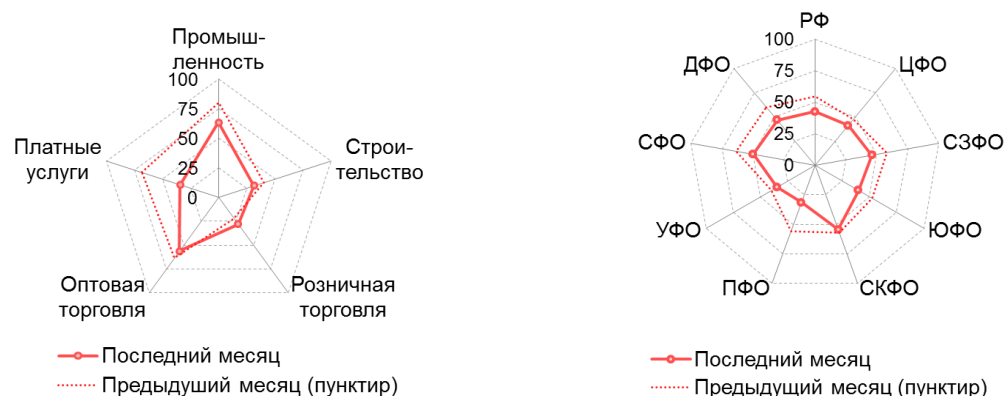
Рис. 2.1. Сводный индекс региональной экономической активности (РЭА) (янв. 2005 г. – фев. 2017 г.)



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

спроса остается очевидной, и является достаточно сильным препятствием для распространения промышленного роста на остальные сектора экономики.

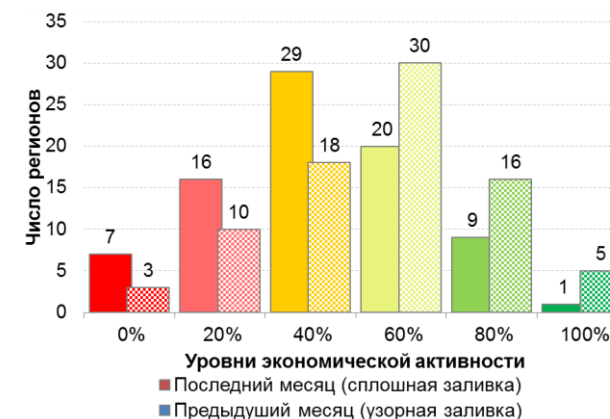
**Рис. 2.2. Сводный индекс региональной экономической активности (РЭА), по секторам экономики и федеральным округам (фев. 2017 г.)**



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В разрезе федеральных округов традиционно низкая экономическая активность наблюдалась в депрессивном Уральском ФО, где немного улучшилась ситуация в Тюменской области, но сводный индекс РЭА все равно составил только 34% (заметим, что индекс РЭА ни разу не превысил здесь 50% с конца 2014 г.). Еще хуже ситуация сложилась в Приволжском ФО, где февральский РЭА снизился до 31% (здесь – из 14 регионов – у пяти активность выросла только в одном из пяти базовых секторов, а еще в двух – вообще ни в одном). Несколько лучше – в том смысле, что падение было не столь резким, – была ситуация во всех остальных округах, исключая Северо-Кавказский ФО (54%) и Сибирский ФО (50%), где наблюдался рост (в Сибирском ФО – без учета Бурятии).

**Рис. 2.3. Распределение субъектов федерации по разным уровням экономической активности (фев. 2017 г.)**



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

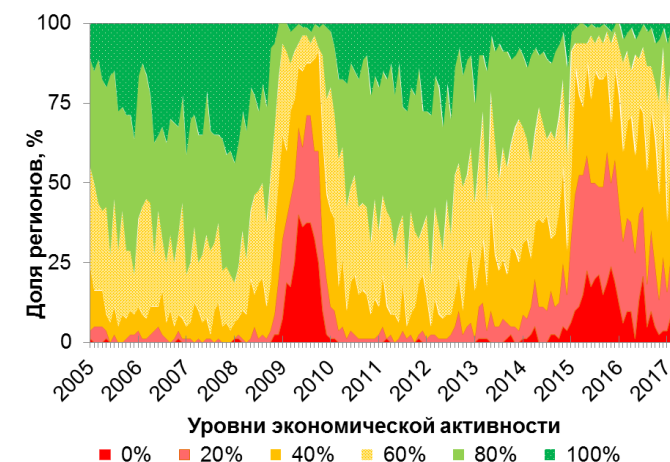
На уровне отдельных регионов (областей, краев и республик) февральский индекс РЭА превысил 50%, указывая на рост экономической активности лишь в 30 случаях, что тоже означает «отскок» от того, что было достигнуто в январе (50 регионов). При этом число регионов, в которых *сокращаются* все пять секторов экономики или растет только один из пяти, в феврале выросло с 13 до 23 (рис. 2.3). Напротив, число регионов с преобладанием роста (рост в четырех или во всех пяти секторах) снизилось с 21 до 10. Нечего и говорить, что доля регионов, в которых растут четыре или пять секторов экономики, хотя и заметно повысилась в сравнении с периодом наиболее интенсивного спада (в 2015 г.), по-прежнему остается существенно ниже, чем это характерно для фазы уверенного экономического роста (рис. 2.4, области, закрашенные оттенками зеленого цвета).

К числу самых проблемных, по итогам февраля, относятся семь регионов (рис. 2.5), где сократились все пять секторов (индекс РЭА = 0, ему соответствует темно-красный цвет). В эту группу входят: Владимирская область, г. Москва, Волгоградская область, Республика Сев. Осетия – Алания, Самарская область, Саратовская область, Республика Бурятия. Еще в 16 регионах сокращаются четыре из пяти секторов (индекс РЭА = 20%, закрашено розовым). На долю этих двух групп в совокупности пришлось 40% от ВРП России, что указывает на продолжение серьезной рецессии в ряде крупных регионов.

К числу наиболее успешных регионов, по итогам февраля, относятся: Республика Ингушетия, где (если верить данным официальной статистики) выросли все пять секторов (индекс РЭА = 100%, темно-зеленый цвет), и еще девять регионов, где росли четыре из пяти секторов (индекс РЭА = 80%, светло-зеленый цвет). На долю всех этих регионов пришлось всего 6% от ВРП России.

Число регионов, в которых экономическая активность выросла «в среднем» за *три последних месяца* (декабрь 2016 г. – февраль 2017 г.), составило 36, это несколько меньше половины (44%) от общего числа. Соответственно, больше, чем в половине (56%) регионов, экономическая активность продолжила сокращение. В целом, глубина и территориальная «распространенность» спада остается

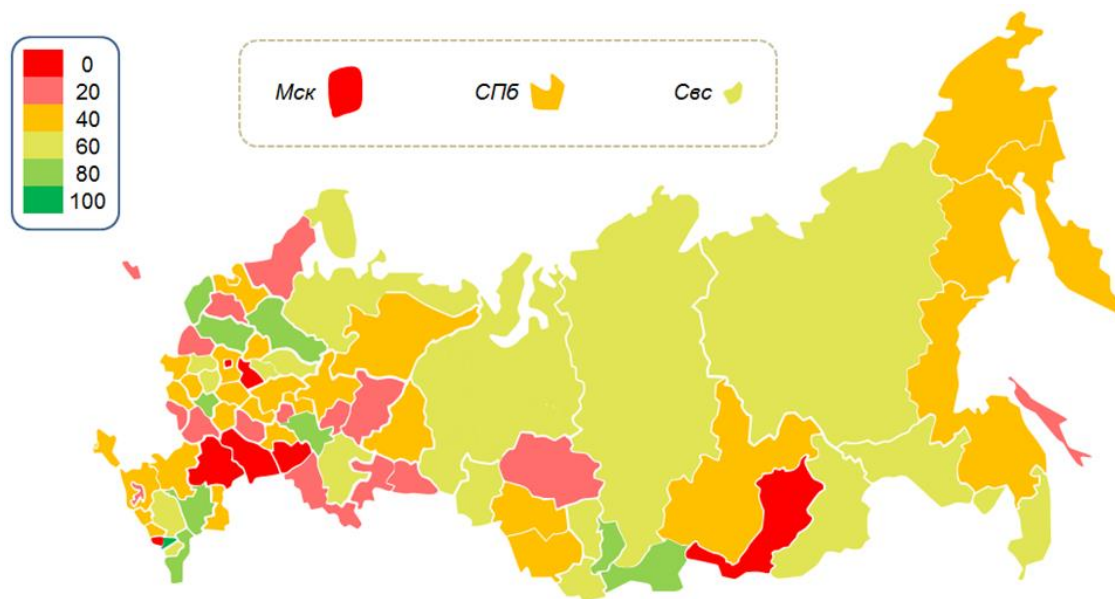
**Рис. 2.4. «Теплограмма»: доли регионов с разным уровнем экономической активности (янв. 2005 г. – фев. 2017 г.)**



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

значительной, подходя «снизу» к 50% уровню. Втягивание российской экономики в стагнацию – что необычно для послекризисного периода – сейчас представляется наиболее вероятным сценарием.

Рис. 2.5. Индексы экономической активности в субъектах федерации РФ (фев. 2017 г.)



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

*Сергей Смирнов*

## Макроэкономика

### 3. ВВП стал ещё больше

Росстат осуществил пересмотр годовых данных по ВВП за 2014-2016 гг., а также дал квартальную разбивку за 2016 г.

#### Пересмотр данных

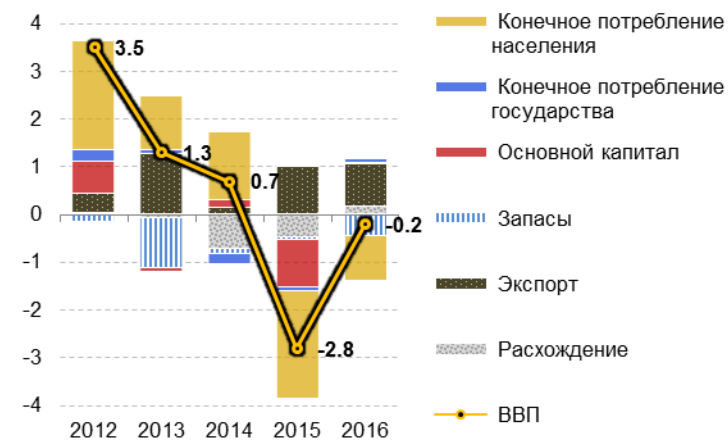
Пересмотр номинальных данных по ВВП привёл к тому, что ВВП за 2016 г. повысился на 163 млрд рублей и теперь составляет 86 044 млрд рублей. Номинальные значения ВВП за 2014-2015 г. остались прежними, хотя разбивка ВВП на компоненты несколько изменилась за все три года.

Похожим образом изменились и соответствующие показатели в реальном выражении, хотя оценки роста ВВП в реальном выражении пересмотрены не были. Из интересного, в данных по счёту ВВП по использованию за 2016 г. на 0,5 п.п. улучшилась динамика конечного потребления населения (до -4,5%), на 1,8 п.п. ухудшился рост валового накопления (до +1,5%), причём преимущественно за счёт динамики запасов, прямой негативный вклад которых в прирост ВВП в 2016 г. теперь оценивается в +0,7 п.п. Далее, на 0,8 п.п. была повышена оценка темпа роста экспорта товаров и услуг: теперь он замедляет рост с 3,7% в 2015 г. до 3,1% в 2016 г., а не до 2,3%, как считалось ранее. Изменения в счёте ВВП методом производства минимальны.

#### ВВП со стороны спроса

Уточнение данных Росстатом не сильно изменило наше представление о факторах улучшения динамики ВВП с -2,8% в 2015 г. до -0,2% в 2016 г.: улучшилась динамика внутреннего спроса (рис. 3.1 и табл. 3.1). Осуществленная нами корректировка на импорт позволяет исключить из динамики всех компонент спроса вклады тех составляющих, которые влияют на ВВП других стран, и выделить вклады спроса на товары и услуги отечественных производителей. С учетом этой корректировки

Рис. 3.1. Вклад компонент спроса в темп прироста ВВП, после исключения импорта из всех компонент, п.п.



Примечание. Расхождение содержится в самих данных Росстата и не связано с осуществлёнными нами преобразованиями.

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



отрицательный вклад потребления населения в прирост российского ВВП сократился -2,3 п.п. в 2015 г. до -0,9 п.п. в 2016 г. При этом более чем половина падения спроса пришлась на импортные товары и услуги и потому не повлияла на динамику российского ВВП. Тем не менее, в 2016 г. потребительский спрос ещё не переставал сдерживать экономическую динамику.

**Таблица 3.1. Вклад компонент спроса в темп прироста ВВП, п.п.**

	Вклад в прирост ВВП, по прямым данным Росстата						Вклад в прирост ВВП, после исключения вклада импорта в компоненты спроса					
	2012	2013	2014	2015	2016	2016 против 2015	2012	2013	2014	2015	2016	2016 против 2015
<b>ВВП</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,6</b>
Конечное потребление	4,2	2,5	0,7	-5,7	-2,4	3,3	2,5	1,2	1,2	-2,3	-0,9	1,4
Населения	3,7	2,3	1,1	-5,2	-2,3	2,9	2,3	1,1	1,4	-2,3	-0,9	1,3
Государства	0,5	0,3	-0,4	-0,6	-0,1	0,5	0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,2
НКО	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Валовое накопление	0,9	-1,7	-0,9	-3,0	0,3	3,3	0,5	-1,1	0,0	-1,0	-0,4	0,6
Основной капитал	1,2	0,2	-0,1	-2,1	-0,4	1,7	0,7	-0,1	0,2	-1,0	0,0	1,0
Запасы	-0,3	-1,9	-0,8	-0,9	0,7	1,6	-0,2	-1,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,4
Экспорт	0,4	1,3	0,1	1,0	0,9	-0,1	0,4	1,3	0,1	1,0	0,9	-0,1
Импорт	-2,0	-0,7	1,5	5,3	0,8	-4,5	-	-	-	-	-	-
Расхождение *	0,0	-0,1	-0,7	-0,4	0,2	0,7	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	0,2	0,7

\* Расхождение содержится в самих данных Росстата и не связано с осуществлёнными нами преобразованиями.

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

Динамика инвестиций и конечного потребления в 2016 г., после исключения импортных составляющих, была в целом нейтральной. Запасы после нулевого влияния в 2014 и 2015 гг. обеспечили вклад -0,4 п.п. в 2016 г. – в кризис был сравнительно хороший спрос на товары отечественных производителей. А вот экспорт после пересмотра вносит в 2016 г. +0,9 п.п., почти как в 2015 г. (+1,0 п.п.). Таким образом, в кризис 2015-2016 гг. именно динамика экспорта стала главной поддержкой для экономики.



### Квартальная динамика ВВП

Росстат опубликовал квартальные данные по ВВП за IV квартал и пересмотрел данные с 2014 г. Сильные изменения темпов роста ВВП лишь в 2015 г. – в среднем на 0,9 п.п. в сторону увеличения. А в 2016 г. была лишь повышена оценка за 1 квартал 2016 г. – с -1,2% до -0,4%. Таким образом, не только общий уровень ВВП был повышен, но и изменилась траектория. Если до пересмотра в 1 квартале 2016 г. был спад (это согласовалось со снижением цен на нефть, пришедшимся на этот период), то теперь там ровная динамика, вслед за которой начинается плавное восстановление уровня ВВП (рис. 3.2).

Так, согласно последним данным, во 2-4 кварталах 2016 г. ВВП рос по 0,1% за квартал (к предыдущему кварталу, сезонность устранена). Источником роста по большому счёту являлся лишь рост экспорта.

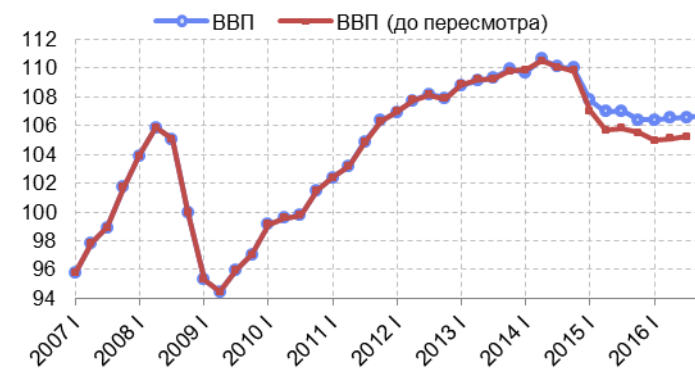
### Текущие тенденции и прогноз

Оперативные данные по базовым отраслям пока не указывают на переход экономики к росту: выпуск базовых отраслей в январе-феврале несколько ниже уровней IV квартала прошлого года. Впрочем, негативная динамика обусловлена оптовой торговлей и промышленностью, вызывающей большие сомнения. Первая систематически страдает крайне высокой волатильностью и нетрактующей динамикой (к примеру, она росла в кризисный 2009 г.). Вторая же стала демонстрировать странную динамику после перехода с ОКЭВД на ОКВЭД2 в конце прошлого года. Более того, текущая динамика базовых отраслей часто разнится с динамикой ВВП. Поэтому пока что трудно сказать что-то определённое о начале года. Из позитивных сигналов мы видим рост розничной торговли на 1,4% в январе и 1,0% в феврале (к предыдущему месяцу), хотя он в значительной степени был связан с январской разовой выплатой пенсионерам.

Мы ожидаем, что на фоне роста цен на нефть до 50 долл./барр. в среднем в 2017 г. и продолжении роста экспорта экономика вырастет за год на 1,4%.

**Николай Кондрашов**

**Рис. 3.2. Квартальная динамика ВВП до и после пересмотра Росстатом (100 = 2010 г., сезонность устранена)**



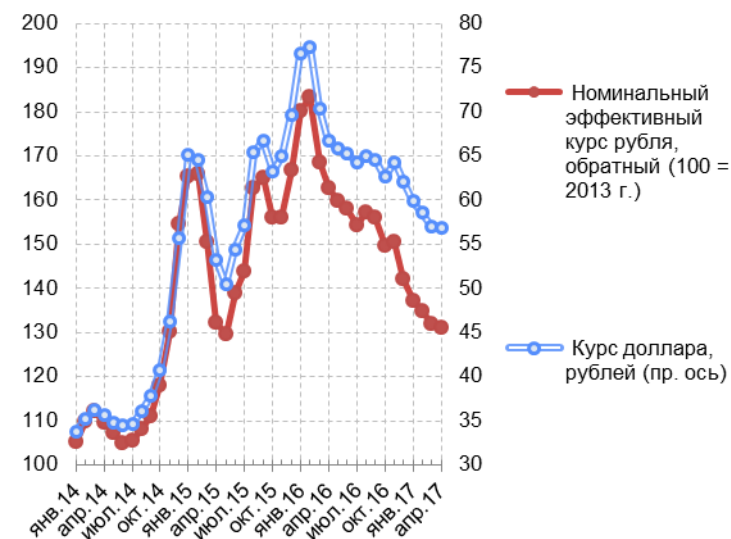
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Инфляция и деньги****4. Инфляция обновляет исторические минимумы.  
Что делать?**

*Под воздействием сильно подорожавшего за полгода рубля рост цен в марте практически остановился, а темп годовой инфляции опустился до 4,3%, вплотную приблизившись к таргету ЦБ. В ближайшие месяцы цены должны адаптироваться к крепкому рублю и возобновить рост. Слишком быстрое снижение ключевой ставки может помешать достижению инфляции 4,0% к концу года.*

**Рекордно низкая текущая инфляция**

Рост потребительских цен в марте составил 0,1% против 0,2% в феврале и 0,6% в январе (табл. 4.1). Столь низкие показатели текущей инфляции, и даже более низкие, в России наблюдались и ранее, но лишь в связи с сезонным удешевлением продовольствия (в июле-сентябре), особенно если урожайному году предшествовал неурожайный, как это было, к примеру, в 2009 и 2011 гг. Наблюдавшееся же в марте едва ли не обнуление текущей инфляции произошло при отсутствии влияния сезонного фактора: оно было обусловлено сильно укрепившимся рублем в условиях слабого потребительского спроса (рис. 4.1 и 4.2). Рубль по номинальному эффективному курсу подорожал за декабрь-март на 12% (с лета прошлого года – на 16%), соответствующий краткосрочный дезинфлирующий эффект должен составить не менее 0,5 п.п., значительная часть которого уже реализовалась.

**Рис. 4.1. Среднемесячная динамика курса рубля**

*Примечание.* Данные за март и апрель – наши оценки.

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

Таблица 4.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

	2016											2017	
	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар
<i>В приростах за месяц</i>													
Инфляция	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,2	0,1
продовольственные товары, с.у,	0,1	0,4	0,4	0,6	0,7	0,5	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
непродовольственные товары, с.у,	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2	0,1
базовые платные услуги, с.у,	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,0	0,2
Базовая инфляция (Росстат)	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,2	0,2
Базовая инфляция (ЦР)	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1
Базовая инфляция (Росстат), с.у.	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2
Базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,2	0,1
<i>В приростах за год</i>													
Инфляция	7,3	7,3	7,3	7,5	7,2	6,9	6,4	6,1	5,8	5,4	5,0	4,6	4,3
Базовая инфляция (Росстат)	8,0	7,6	7,5	7,5	7,4	7,0	6,7	6,4	6,2	6,0	5,5	5,0	4,5
Базовая инфляция (ЦР)	7,6	7,4	7,3	7,4	7,4	6,9	6,6	6,3	6,1	5,9	5,4	4,9	4,4

Примечание. С.у. – сезонность устранена.

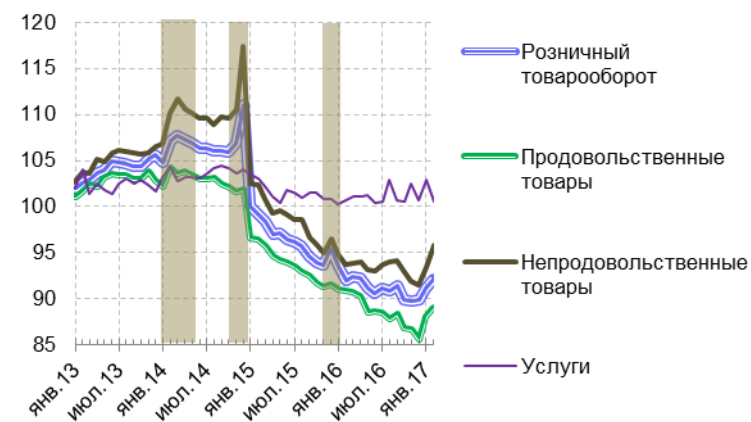
В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания.

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

О том, что замедление инфляции связано с макроэкономическими процессами, а не с сезонным или административным факторами, говорит сильное снижение сезонно сглаженной текущей базовой инфляции: с 5,3% годовых<sup>1</sup> в декабре до 2,6% в феврале и 1,3% в марте (рис. 4.3), в результате чего был побит исторический минимум октября 2009 г., составлявший 2,3% годовых (рис. 4.4). Ещё более примечательным прецедентом стало снижение цен темпом 1,0% годовых в сегменте непродовольственных товаров, ценовая динамика которых является

<sup>1</sup> Прирост цен за месяц в годовом выражении.

Рис. 4.2. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)



Примечание. Коричневые области – периоды ажиотажа.

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

важнейшим индикатором инфляционных тенденций – ввиду низкой волатильности и отсутствия эффекта урожая.

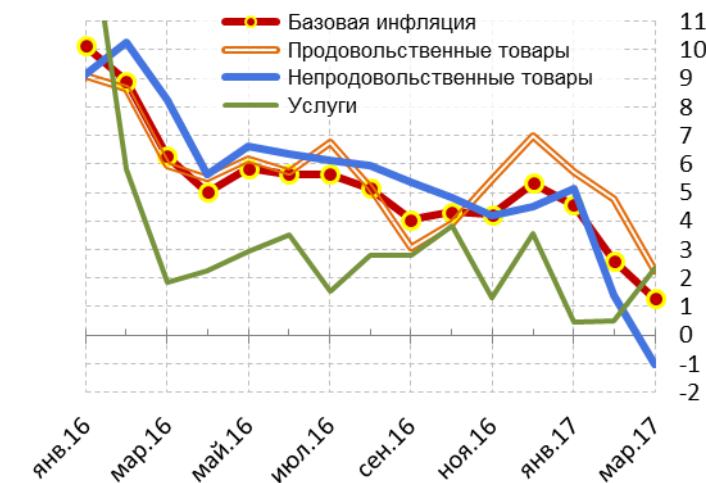
**Рис. 4.4. Динамика текущей базовой инфляции, в т.ч. в части непродовольственных товаров, с 2006 г. (сезонность устранена, прирост цен за месяц, в годовом выражении), в %**



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

Остановка роста цен в феврале-марте отразилась в снижении темпа накопленной за 12 месяцев инфляции с 5,0% в январе до 4,6% в феврале и 4,3% в марте (табл. 4.1). Если не брать в расчёт I полугодие 2012 г., когда инфляция временно достигала 3,6% за счёт коррекции продовольственных цен после сильной засухи, то инфляция в марте 2017 г. – новый исторический минимум.

**Рис. 4.3. Динамика текущей базовой инфляции (сезонность устранена, прирост цен за месяц, в годовом выражении), в %**



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

**Как будет реагировать Банк России?**

Опустившись до 4,3%, темп годовой инфляции вплотную приблизился к таргету Банка России на этот год – 4,0%. Чтобы таргет был достигнут, средний рост цен в апреле-декабре должен составить 0,33% в месяц. Задача может показаться простой, если учесть, что в среднем в феврале и марте цены росли вдвое медленнее. Но поскольку экстремально медленный рост цен в последние два месяца был связан с кратковременным влиянием укрепившегося рубля, и в апреле-мае рост цен вновь должен разогнаться, вопрос о том, выполнит ли ЦБ стоящую перед ним задачу, по-прежнему актуален. Хотя вероятность выполнения и даже «перевыполнения» плана возросла, вероятность превышения инфляции по итогам года уровня в 4,0% высока.

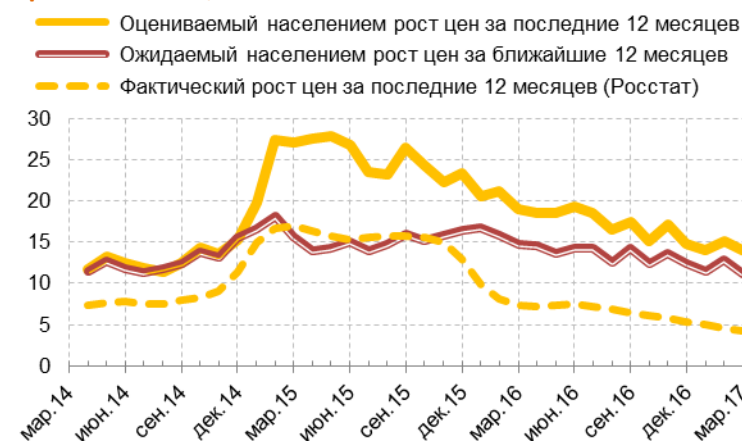
Снижать ставку надо, но с какой скоростью? Банк России находится в непрестом положении.

Во-первых, нынешняя высокая ключевая ставка на фоне низкой инфляции привела к переукреплению рубля за счёт меньшего оттока капитала. Снижение ставки будет приводить к росту оттока капитала и ослаблению рубля, с соответствующим влиянием на ценовую динамику.

Во-вторых, высокая ключевая ставка в борьбе за достижение ценовой стабильности продолжает оказывать несколько сдерживающее воздействие на экономическую активность, что по-прежнему является источником давления на регулятор.

В-третьих, несмотря на снижение фактической инфляции, инфляционные ожидания населения всё ещё высоки и снижаются медленно. Ожидаемый населением рост цен за ближайшие 12 месяцев в феврале-марте составлял в среднем 12,0%, что ниже максимальных за кризис 18%, но до таргета ЦБ такими темпами ещё далеко (рис. 4.5). При этом превышение наблюдаемого населением роста цен за прошедшие 12 месяцев над фактическим ростом цен по-прежнему вдвое выше докризисной нормы (10 п.п. против 5 п.п. в середине 2014 г.).

**Рис. 4.5. Инфляционные ожидания населения согласно опросам инфОМ, в %**



Источник: Банк России (инФОМ), CEIC Data (Росстат).

В-четвёртых, инфляционные ожидания бизнеса как рыночного агента, непосредственно устанавливающего цены, могут оказаться неустойчивы ввиду недостаточной убежденности в способности ЦБ удерживать инфляцию вблизи таргета: ЦБ важно заякорить инфляционные ожидания не только населения, но и предприятий.

В-пятых, и самое главное, сохраняется риск разгона инфляции к концу года. Если, воодушевившись успехами в деле снижения инфляции, ЦБ будет слишком быстро опускать ключевую ставку, то может возникнуть ситуация с ускорением инфляции, при невозможности со стороны ЦБ оперативно повлиять на это: эффект от изменения монетарной политики в основном реализуется с лагом.

В течение 2017 г. может возникнуть целый ряд препятствий для достижения таргета ЦБ. Первое, будет подталкивать цены к росту ожидаемое повышение расходов населения на фоне роста ВВП (около 1,5% в 2017 г.), и как сильно это может повысить инфляцию, неясно. Второе, в течение года может сильно ослабнуть рубль – под влиянием ослабления политики Банка России и, возможно, ужесточения политики ФРС США. Третье, могут опуститься цены на нефть, что также скажется на курсе и инфляции. Четвёртое, может сложиться неблагоприятная ситуация на продовольственном рынке.

Если то или иное сочетание этих факторов начнёт реализовываться, высокая ставка ЦБ окажется очень кстати. А вот если ставка к тому моменту будет понижена сильно, скажем, до 7-8% к осени, то Банку России придётся повышать ставку «обратно», что будет тактическим проигрышем: общество гарантированно расценит такое решение как «издевательство» над экономикой. А «упустить» долгожданное достижение таргета в самый последний момент недопустимо.

Таким образом, более надёжным выглядит осторожное снижение ставки – скажем, до 8,5% к концу года. Правда, в этом случае возрастает вероятность того, что инфляция по итогам года составит 3,0-3,5%, особенно если этому будут способствовать хороший урожай и рост цен на нефть. Однако мы не считаем, что «перевыполнение плана» повредит. ЦБ только ещё больше убедит экономических



агентов в способности влиять на инфляцию (особенно при активном освещении в СМИ), что ускорит адаптацию инфляционных ожиданий населения и бизнеса к желаемым со стороны ЦБ уровням.

При этом какие-либо страхи возможной дефляции в России лишены основания. Дефляция опасна тогда, когда она возникает на фоне мягкой и ультрамягкой монетарной политики, как в США и Евросоюзе, где ставки центральных банков близки к нулю. В России же ключевая ставка ЦБ высокая, поэтому в случае угрозы дефляции у ЦБ будет огромный простор для ослабления политики.

*Николай Кондрашов*

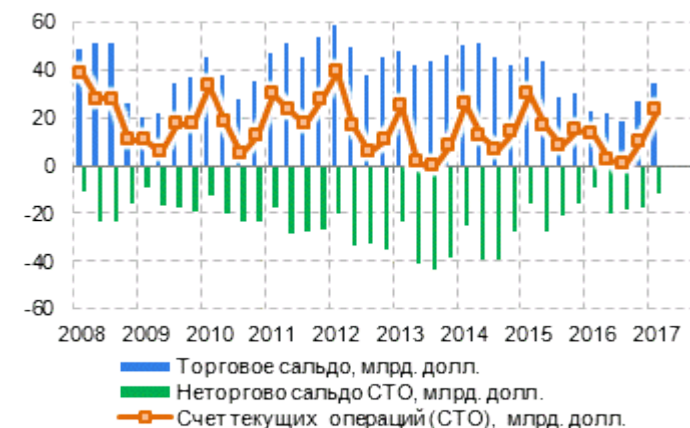
## Платёжный баланс

### 5. Рост экспорта способствовал укреплению рубля

*Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) в первом квартале текущего года достиг 22,8 млрд долл. (рис. 5.1), максимального уровня за последние два года, главным образом, за счёт роста экспорта. Одновременно с этим вырос до 15,4 млрд долл. чистый отток капитала частного сектора, несмотря на положительный эффект от приватизации Роснефти.*

Высокий профицит СТО в первом квартале текущего года стал возможным благодаря **росту стоимости российского экспорта** до 82 млрд долл. Если в январе и феврале стоимость экспорта «замерла» на уровне чуть более 25 млрд долл., то в марте, по нашим расчётам, экспорт подскочил до 31 млрд долл. (рис. 5.2). При снижении (к предыдущему месяцу) мировых цен на нефть и газ, а также цен на нетопливные товары, рост экспорта, по всей видимости, произошёл за счёт сезонного и календарного факторов в динамике физических объёмов. Тенденции роста стоимости импорта и дефицита по прочим операциям СТО (о которых мы писали в нашем КГБ №126) не смогли перевесить прирост экспорта в марте. Как

**Рис. 5.1. Счёт текущих операций, млрд долл.**



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



следствие, в этом месяце существенно выросло положительное сальдо торгового баланса (12,9 млрд долл.) и СТО (до 8,7 млрд долл.).

Другой особенностью платёжного баланса за первый квартал стало **усиление чистого оттока капитала частного сектора (рис. 5.3)**. Положительное влияние на финансовый счёт оказал завершающий этап приватизации 19,5% акций «Роснефти». Российские банки, вероятнее всего, прокредитовали банк Intesa (Италия) на 5,2 млрд евро, что нашло отражение в резком росте зарубежных активов российской банковской системы в платёжном балансе. В свою очередь, итальянский банк на ту же сумму выдал кредит сингапурской компании QHG Shares, которая погасила кредит перед «Роснефтегазом», перечислив 10,2 млрд евро<sup>2</sup>. Это нашло отражение в прочих операциях с активами нефинансового сектора. Без этих операций чистый отток капитала частного сектора был бы ещё большим. Однако всё это касается лишь показателей за январь, когда чистый отток капитала, согласно ежемесячным оценкам Банка России, составил всего 2,2 млрд долл. С учётом данных за февраль и в целом за первый квартал, в марте чистый отток, согласно нашим расчётам, превысил 10 млрд долл. – максимум с третьего квартала 2015 года. Поскольку в марте текущего года наблюдался рост экспортной валютной выручки, значительную часть оттока капитала можно объяснить поведением предприятий. При том, что в целом за квартал российские компании выступили нетто-импортёрами капитала, нарастив внешние обязательства, в феврале-марте (т.е. после исключения январского погашения кредита сингапурской компанией «Роснефтегазу») капитал вывозился.

Похоже, значительный **профицит СТО стал основным драйвером роста рубля** в первом квартале. В январе среднемесячный курс рубля вырос на 3,7% к доллару, в феврале – на 2,7% и ещё на 0,5% в марте. Положительное сальдо операций госсектора (Минфина и Банка России) по финансовому счёту без учёта международных резервов за три месяца составило 3,7 млрд долл., из которых всего 1,3 млрд долл. – прирост обязательств Минфина перед нерезидентами. Если

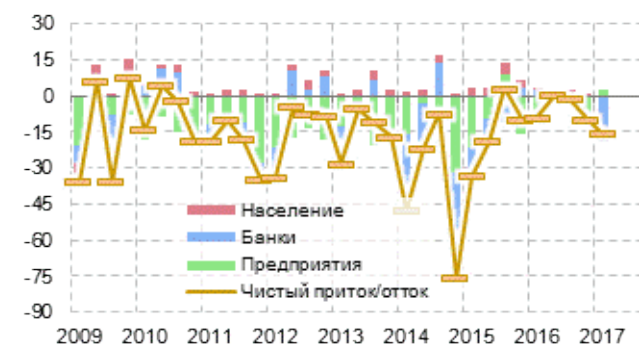
<sup>2</sup> <http://www.rbc.ru/economics/16/01/2017/587d01469a7947eff3e09eaa>

**Рис. 5.2. Динамика стоимости экспорта, млрд долл.**



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

**Рис. 5.3. Чистый приток/отток капитала частного сектора, млрд долл.**



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

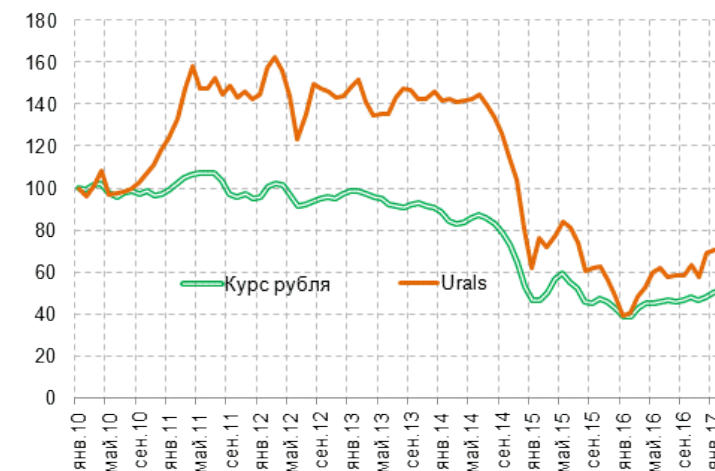
к этому добавить сокращение портфельных инвестиций нерезидентов в нефинансовом секторе за три месяца, краткосрочные инвесторы в целом снизили свою активность на внутреннем валютном рынке. Таким образом, расхождение в динамике нефтяных цен и обменного курса, наблюдаемое в марте (рис. 5.4) в значительной степени объяснялось, скорее, ростом экспортной валютной выручки от возросших физических объёмов, нежели спекулятивными операциями.

Если с текущей ситуацией мы разобрались, то **перспектива чистого оттока капитала частного сектора** остаётся по-прежнему туманной. Согласно консенсус-прогнозу Института «Центр развития» НИУ ВШЭ (см. КГБ №127), при среднегодовых ценах на нефть 52 долл./барр. профит СТО оценивается опрошенными экспертами в среднем на уровне 40 млрд долл. Это близко к прогнозу Банка Росси (см. мартовский Доклад о денежно-кредитной политике). Это означает, что в оставшееся время до конца года приток валюты по текущим операциям должен составить 17,2 млрд долл. Вычитаем из этой суммы рост резервов за счёт погашения банками валютного РЕПО (4,6 млрд долл.) и покупку валюты Минфином (по разным оценкам, от 11 до 14 млрд долл.). В итоге чистый отток капитала частного сектора с 15 млрд долл. в первом квартале может резко сократиться до конца текущего года и составить ещё максимум 2 млрд долл. При повышенном спросе на валюту со стороны Минфина место для оттока частному сектору вообще не остаётся.

Кроме того, существует **высокий риск ухода из госбумаг части краткосрочных инвесторов**. Этому могут способствовать сближение снижающихся рублёвых процентных ставок с растущими ставками в развитых странах, снижение склонности к рискам в связи с возможным ужесточением западных санкций к России из-за химической атаки в Сирии, а также политика денежных властей, препятствующая укреплению рубля (покупка валюты Минфином и словесные интервенции министров финансового блока).

Если по каким-то причинам до конца года будет иметь место чистый отток капитала частного сектора, спрос на валюту превысит предложение, **рубль начнёт**

**Рис. 5.4. Динамика курса рубля и нефти, 01.2010=100**



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

**интенсивно снижаться**, сокращая спрос на импорт, тем самым, приводя к большему росту предложения валюты по текущим операциям.

*Сергей Пухов*

## Реальный сектор

### ***6. Прибыль экономики<sup>3</sup> 2016 г. в помощь ВВП***

*По данным Росстата, в 2016 г. сумма валовой прибыли и валовых смешанных доходов экономики осталась на уровне предыдущего года и составила 36,4 трлн руб., а её вклад в формирование ВВП по источникам доходов снизился относительно 2015 г. на 1,4 процентных пункта. В то же время, сальдированный финансовый результат<sup>3</sup> в 2016 г. вырос на 3,2 трлн руб. и достиг рекордных 11,6 трлн руб., а его удельный вес в ВВП увеличился до 13,5% против 10,1% в 2015 г. Как была заработана небывалая прибыль? И причём тут курс рубля?*

По данным Росстата, в 2016 г. выручка от продаж<sup>3</sup> составила 144,6 трлн руб., увеличившись к предыдущему году на 13,7%. Себестоимость, включая коммерческие и управленческие расходы<sup>3</sup>, росла опережающим темпом (на 15%). Несмотря на это, **сальдированный финансовый результат экономики<sup>3</sup>** (с учётом незначительного пересчёта Росстатом данных за 2015 г. в сторону уменьшения) **вырос на 37,9% до 11,6 трлн руб.** Чтобы понять, как и почему сложился такой итоговый финансовый результат, рассмотрим основные его составляющие: сальдированную прибыль от продаж и сальдо по «внеоперационным»<sup>4</sup> операциям, а также их динамику.

<sup>3</sup> Без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых компаний и бюджетных учреждений.

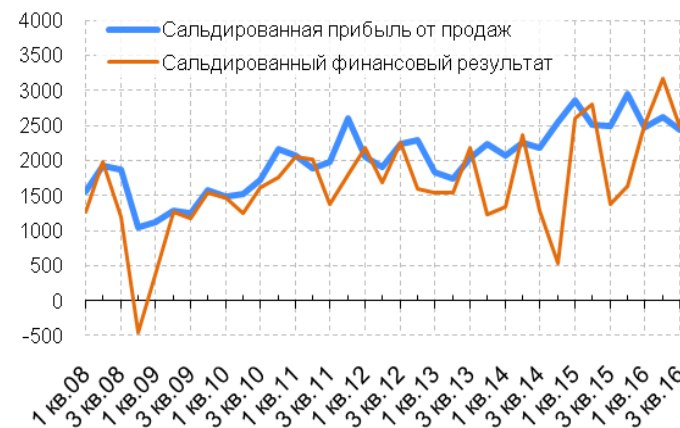
<sup>4</sup> В данном случае финансовый результат экономики от «внеоперационных» операций представляет собой разницу между сальдированной прибылью до налогообложения и сальдированной прибылью от продаж и включает доходы от участия в других организациях, сальдо по процентам к получению и уплате,

**Сальдированная прибыль экономики от продаж в 2016 г. осталась практически на уровне предыдущего года** (имел место символический рост на 0,3%) и составила 10,9 трлн руб. (рис. 6.1). При этом сфера услуг показала рост к 2015 г. в среднем на 1,8%, но разброс в динамике сложился огромный: от почти двукратного падения в оптовой торговле топливом до роста в 2,4 раза в финансовой деятельности. В сфере производства наблюдалось незначительное снижение к 2015 г. (на 0,5%), в том числе в промышленности – на 0,2%. **Определяющим итоговую динамику прибыли промышленности от продаж стал опережающий рост издержек производства и реализации (+6%)** на фоне незначительного роста выпуска (+1,3%) и трёхкратного замедления средних цен производителей (до 4% против 12% годом ранее).

Специфическая комбинация указанных выше факторов (индексов выпуска и цен производителей, а также производственных издержек) сформировала разнонаправленную **динамику прибыли от продаж в ведущих отраслях промышленности**. Так, в добыче топливно-энергетических ресурсов (ТЭР) на фоне незначительного снижения цен производителей (как внутренних, так и экспортных) рост издержек производства был скомпенсирован ростом выпуска. В результате – сохранение прибыли от продаж на достигнутом в 2015 г. уровне. В нефтепереработке снижение цен производителей, особенно значительное при поставках на экспорт (-12%), при падении выпуска (на 2,4%) обусловило сокращение прибыли от продаж на 40%. В химической промышленности даже более чем 5%-ный рост выпуска не смог скомпенсировать почти 15%-ное падение экспортных цен, что имело следствием снижение прибыли от продаж на 21%. В добыче прочих полезных ископаемых ценовой фактор также был определяющим, но со знаком «плюс». В итоге прибыль от продаж здесь выросла на 28%. В производстве транспортных средств и оборудования определяющим фактором

сальдо прочих доходов и расходов, в том числе сальдо по курсовым разницам. Обобщённое название для такого рода доходов и расходов в новой форме «Отчёта о финансовых результатах» не предусмотрено, поэтому в аналитических целях будем использовать прежнее наименование - «внерезультационные» (доходы, расходы, операции).

**Рис. 6.1. Сальдированная прибыль от продаж и сальдированный финансовый результат экономики, млрд руб.**



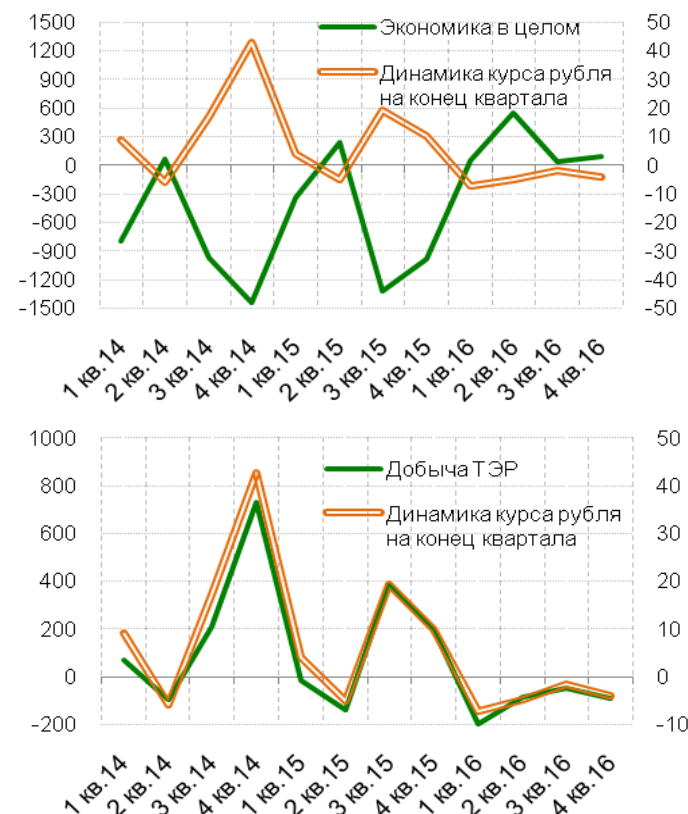
Источники: Росстат, ЕМИСС, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

стал опережающий рост издержек производства и реализации (+14%), в результате прибыль от продаж упала на 18%. В металлургии рост средних цен производителей был сопоставим с динамикой издержек, но снижение выпуска привело к недополучению прибыли от продаж почти на 7%. В пищевой промышленности все положительные и отрицательные факторы уравнивали друг друга, и прибыль от продаж осталась на уровне 2015 г. В энергетическом секторе рост выпуска на фоне роста цен производителей обеспечил более чем 1,5-кратное наращивание прибыли от продаж.

В итоге можно констатировать, что в 2016 г. при всём разнообразии рецептов выживания отдельных отраслей в кризис роста прибыли от продаж в промышленности в целом добиться не удалось.

В 2014-2015 гг. усилилось негативное влияние внереализационных факторов на формирование итогового финансового результата экономики, в том числе более ярко проявилась **зависимость сальдированной величины внереализационных операций от динамики курса рубля**. Суммарные «потери» от внереализационных операций составили в 2014-2015 гг. соответственно 3,1 и 2,4 трлн руб. Аналогичная ситуация наблюдалась и в предыдущий кризис 2008-2009 гг. В 2016 г. вклад внереализационных операций был существенно меньшим (737 млрд руб.), но положительным (табл. 6.1). На рис. 6.2 знак «минус» в динамике курса означает укрепление рубля, «плюс» – падение. Коэффициент корреляции между рассматриваемыми показателями в 2014-2016 гг. составил для экономики в целом -0,9; для обрабатывающей промышленности – -0,96; для добычи ТЭР – +0,99. График и расчёты наглядно демонстрируют тот факт, что в периоды укрепления курса рубля прибавку к прибыли получает экономика в целом, в периоды падения курса в выигрыше оказывается, прежде всего, добыча ТЭР.

**Рис. 6.2. Сальдированный финансовый результат от внереализационных операций (млрд руб.); прирост (снижение) курса рубля (руб./долл. США) к предыдущему кварталу (в %) – правая шкала.**



Источники: Росстат, ЕМИСС, Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**Таблица 6.1. Финансовые результаты экономики (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых компаний и бюджетных учреждений) в 2014-2016 гг.**

	2014 г.	2015 г.	2016 г.
Выручка от продаж, млрд руб.	114 014,8	127 122,7	144 582,9
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	4,2	11,5	13,7
Себестоимость, коммерческие и управленческие расходы, млрд руб.	104 963,4	116 304,3	133 731,9
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	3,3	10,8	15,0
Сальдированная прибыль от продаж, млрд руб.	9 051,4	10 818,4	10 851,0
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	15,3	19,5	0,3
Сальдо внереализационных доходов и расходов, млрд руб.	-3 148,7	-2 396,7	736,7
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	140,7	-23,9	-
Сальдированный финансовый результат по оперативным данным (до пересчёта за предыдущий год), млрд руб.	5 902,7	8 421,7	11 587,7
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	-9,8	42,7	37,6
Сальдированный финансовый результат после пересчёта данных за предыдущий год, млрд руб.	5 489,0	8 403,7	11 587,7
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	-15,5	53,1	37,9
Прибыль прибыльных организаций после пересчёта данных за предыдущий год, млрд руб.	9 455,9	11 299,5	13 195,4
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	13,4	19,5	16,8
Убыток убыточных организаций после пересчёта данных за предыдущий год, млрд руб.	3 966,9	2 895,8	1 607,7
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	93,2	-27,0	-44,5
Налог на прибыль, млрд руб.	2 372,8	2 599,5	2 770,2
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	14,5	9,6	6,6
Удельный вес сальдированного финансового результата в ВВП, в %	6,9	10,1	13,5

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

Возвращаясь к обсуждению внереализационных факторов роста прибыли экономики в 2016 г., отметим, что **основной положительный эффект от**



**внереализационных операций пришёл на первое полугодие** (+600 млрд руб. при укреплении курса рубля, по данным Банка России, на 11,8% – июнь к декабрю 2015 г.). Во втором полугодии укрепление рубля замедлилось до 5,6%, а выигрыш экономики снизился до 137 млрд руб. Основными бенефициарами положительного сальдо от внереализационных операций в 2016 г. стали торговля (+432 млрд руб.); операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг, а также финансовая деятельность (в сумме +509 млрд руб.). Большая часть убытков, очевидно, пришлась на добычу ТЭР (-430 млрд руб.).

В переработке итоговый выигрыш от внереализационных операций сложился на минимальном уровне в 1,9 млрд руб. из-за высокой и растущей закредитованности сектора: сумма процентов по кредитам, относимых на расходы, в 2016 г. превысила 1 трлн руб. (треть от показателя по экономике в целом) и выросла на 10% относительно 2015 г., что нивелировало ожидаемый рост внереализационной прибыли в секторе от укрепления курса рубля.

В результате получается, что **не за счёт роста** заработанной экономикой **прибыли от продаж** (которого фактически не было), а, главным образом, **за счёт смены динамики курса рубля** с сильно отрицательной в 2015 г. на умеренно положительную в 2016 г. **получен рекордный финансовый результат**, достигнуты высокие темпы его роста и, как следствие, более чем 30%-ное увеличение его вклада в ВВП.

Подводя итоги, отметим, что даже эти финансовые результаты **не привели к сколько-нибудь заметному росту рентабельности продукции** (товаров, работ, услуг)<sup>5</sup>. Её величина, составившая по экономике в целом 8%, хотя и подросла на 1,4 процентных пункта относительно уровня 2015 г., так и не преодолела двузначный рубеж.

*Елена Балашова*

---

<sup>5</sup> Рассчитанной как отношение сальдированного финансового результата к выручке от продаж в процентах.



## Бюджет

### 7. Проблемы с региональным долгом не исчезли

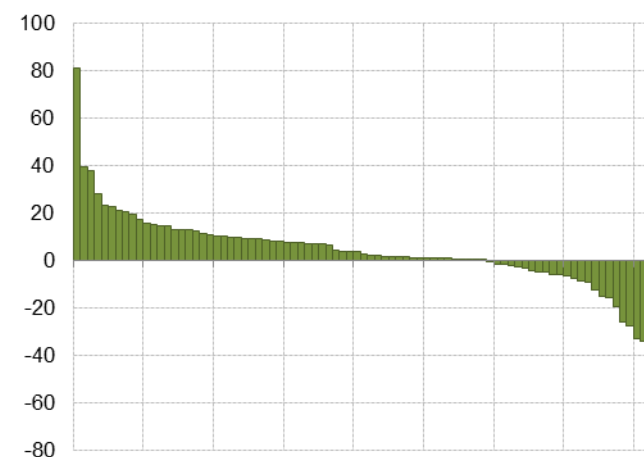
*В КГБ 128 мы рассмотрели ситуацию со сбалансированностью региональных бюджетов в 2016 г. и привели общие данные о динамике государственного и муниципального долга регионов. Совокупный государственный и муниципальный долг в регионах в 2016 г. вырос всего на 2%. Однако это не означает, что динамика долга взята под контроль во всех регионах, ситуация здесь сильно дифференцирована.*

По итогам 2016 г. 24 региона сократили государственный и муниципальный долг, лидером по сокращению долга стал г. Москва, сокративший государственный долг (муниципального долга в данном регионе нет) на 56% (более, чем наполовину).

Лидером по наращиванию долга стала Республика Крым, кредитная история которой только начинается. В 2016 г. регион получил 5 млрд бюджетных кредитов, в результате, темп роста регионального государственного долга составил 1307%. На рис. 7.1 представлены темпы прироста государственного и муниципального долга по всем регионам России (без республики Крым и Ненецкого автономного округа, в котором темп роста долга составил 355%). Стандартное отклонение темпов прироста долга (по всем регионам, исключая Крым и НАО) в четыре раза превышает среднее значение, что подтверждает тезис о сильной дифференциации этого показателя. На рис. 7.2 показаны регионы с наибольшими темпами прироста долга в 2016 г. (опять-таки без учета двух регионов, упомянутых выше).

Заметим, впрочем, что долговая нагрузка характеризуется не общей величиной долга, а его соотношением с доходами бюджета. Соотнесясь с требованиями Бюджетного кодекса, рассмотрим показатели долговой нагрузки применительно к региональному долгу и региональным доходам (без учета муниципальных показателей). По состоянию на конец 2016 г. отношение долга к доходам регионов

**Рис. 7.1. Темпы прироста долга в российских регионах в 2016 г., в %**



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

(без учета безвозмездных перечислений) в среднем по России составляло 34% (предельно допустимым является отношение 100%). Как и в случае с абсолютной величиной долга, этот показатель сильно дифференцирован по регионам. Кроме того, в соответствии с Бюджетным кодексом, при расчете предельного объема государственного долга регионов в 2016 г. можно было не учитывать бюджетные кредиты (эта норма продлена на 2017 г.). Поэтому по регионам дополнительно были рассчитаны отношения долга за вычетом бюджетных кредитов и собственных доходов. В среднем по России этот показатель на конец 2016 г. составил 19%.

Регионы с наиболее высоким соотношением долга и собственных доходов показаны на рис. 7.3. В соответствии с бюджетной отчетностью, к концу 2016 г. шесть регионов имели государственный долг, превышающий доходы за вычетом безвозмездных перечислений. В их число входили: республики Мордовия, Хакассия и Карелия, а также Костромская, Астраханская и Смоленская области. При этом, с учетом временных положений Бюджетного Кодекса, единственным нарушителем бюджетного законодательства в долговой сфере является Республика Хакассия, долг которой (без учета бюджетных кредитов) по отношению к собственным доходам составляет 128%. Если предположить, что с 2018 г. бюджетные кредиты придется учитывать в составе регионального долга, в сложном положении окажутся шесть перечисленных регионов, а также регионы с соотношением долга и собственных доходов близким к ста процентам. В их число войдут Республика Марий Эл, Псковская область, Удмуртская Республика, Республика Калмыкия, Орловская область, список может быть продолжен. Этим регионам придется одновременно и наращивать собственные доходы, и сдерживать рост расходов, желательно вообще иметь профицитный бюджет, чтобы не допускать разрастания долга.

Между тем, пока движения в этом направлении не наблюдается. В 2016 г. наличие большого долга и высокого соотношения долга и собственных доходов вовсе не являлось для многих регионов основанием сводить бюджет с профицитом.

Рис. 7.2. Регионы с наибольшими темпами прироста долга в 2016 г.



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

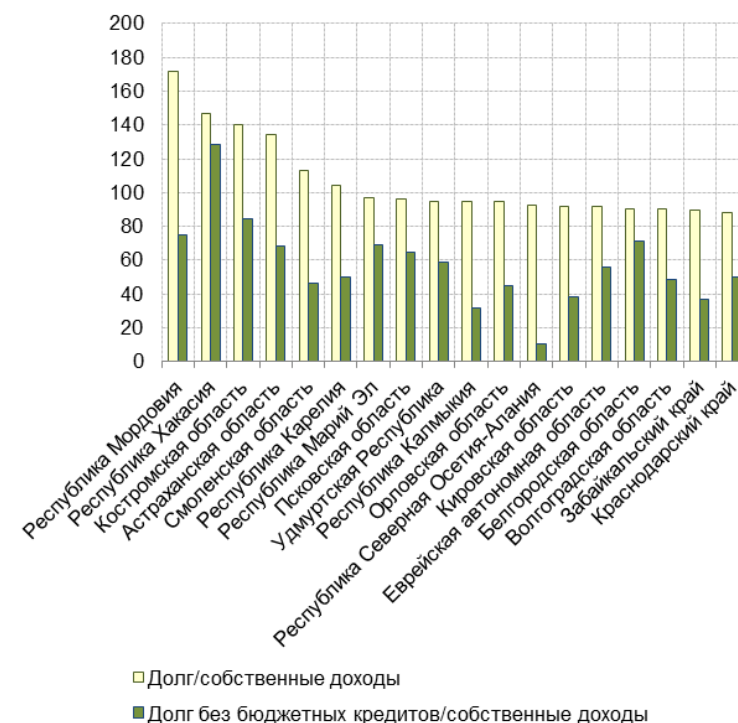
Напротив, между соотношением долга (за вычетом бюджетных кредитов) к бюджетным балансам (и то, и другое по отношению к собственным доходам), существует статистически значимая корреляция (коэффициент корреляции составляет -0,42). Другими словами, многие регионы с высокими показателями долга одновременно имели и значительный бюджетный дефицит, что говорит о хроническом характере их несбалансированности. Это иллюстрируется данными таблицы 7.1.

**Таблица 7.1. Регионы с наибольшим соотношением долга и собственных доходов в 2016 г. (в %, отсортировано по первому столбцу по убыванию)**

	Долг/собственные доходы	Долг без бюджетных кредитов/собственные доходы	Дефицит/собственные доходы
Республика Мордовия	171,5	75,0	-14,0
Республика Хакасия	146,9	128,5	-43,4
Костромская область	140,0	84,5	-22,2
Астраханская область	134,6	68,0	-7,0
Смоленская область	113,3	46,6	-6,3
Республика Карелия	104,1	50,3	-9,0
Республика Марий Эл	96,9	68,8	-2,3
Псковская область	96,4	64,8	-10,1
Удмуртская Республика	94,8	58,6	-13,8
Республика Калмыкия	94,7	31,6	-6,7
Орловская область	94,6	44,7	-17,6
Республика Северная Осетия-Алания	92,6	10,7	-0,4
Кировская область	91,8	38,1	-8,7
Еврейская автономная область	91,5	55,7	-11,8
Белгородская область	90,5	70,9	-6,0

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

**Рис. 7.3. Регионы с наибольшим соотношением долга и собственных доходов в 2016 г.: отношение долга к собственным доходам, %**



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

В заключение отметим, что в 2016 г., несмотря на резкое замедление прироста совокупного регионального долга по сравнению с тремя предыдущими годами, ряд регионов долг существенно увеличил. Относительная величина долга в регионах в 2016 г. коррелировала с образованием нового долга, многие регионы, вероятно, рассчитывают на помощь федерального центра по снижению долговой задолженности. В следующем 2018 г., при отмене нормы о не включении бюджетных кредитов в величину долга, ряд регионов будет вынужден работать в условиях жестких финансовых ограничений. Таким образом, при относительно небольшом соотношении регионального долга и ВВП (2,7% на конец 2016 г.), для отдельных регионов долг по-прежнему представляет серьезную проблему.

*Андрей Чернявский*

## Реальный сектор

### ***8. Инвестиции, институты и экономический рост***

*Несмотря на оптимизм части российских чиновников высокого ранга, ситуацию в российской экономике следует характеризовать как стагнацию, а не оживление. Об этом говорят и опросы, и динамика инвестиций, и поведение фондового рынка. В такой ситуации меры средне- и долгосрочного плана, направленные на поддержание экономического роста за счет совершенствования институтов и повышения их инклюзивности, должны предваряться мерами по его первичному оживлению. Эти меры должны быть направлены на подавление факторов, наиболее сильно ограничивающих текущие темпы роста. Необходимо радикальное и быстрое снижение неопределенности, а также снятие всех барьеров для межотраслевого перелива факторов производства. Иначе просто нечего будет поддерживать.*

В последнее время правительственные чиновники весьма оптимистичны в оценке экономической ситуации и часто говорят о возобновлении экономического роста в России как о свершившемся факте. В соответствии с этим, **меры поддержки**

российской экономики, которые должны обеспечить в среднесрочной перспективе опережение ею темпов роста мировой, видимо, будут нацелены на поддержание уже сложившегося ускорения, а не на выход из рецессии или стагнации. Это видно из общей характеристики мер, которые, судя по цитированию в прессе руководителей Минэкономразвития, готовятся к маю – привлечение и подготовка рабочей силы, стимулирование инвестиционной активности, поддержка несырьевого экспорта. Несколько выбивается из этого списка мер рост производительности труда, увеличение которой, по идее, должно являться итогом всех принятых мер, но, видимо, имеется в виду целевая программа правительства по ее повышению.

**Нам представляется, что дела обстоят иначе, чем видится правительственным оптимистам: что устойчивого оживления экономики пока нет и что прежде, чем говорить о мерах по поддержанию экономического роста, необходимо придать импульс его оживлению и выходу экономики из стагнации.** При отсутствии специально принимаемых мер стагнация может затянуться очень надолго. Это делает трудно реализуемыми обсуждаемые меры долгосрочного характера, включающие, помимо описанных выше, судебную реформу и другие шаги по совершенствованию институтов, с целью придания им должной инклюзивности, антикоррупционной направленности и обеспечения открытого (не дискриминационного) доступа к факторам производства и результатам экономического развития. Говоря это, мы имеем ввиду описываемую в экономической литературе необходимость различать, с одной стороны, факторы экономической политики, стимулирующие рост, а с другой стороны, факторы его поддерживающие, или, как их еще называют, факторы первичной и окончательной каузальности<sup>6</sup>. Например, повышение качества институтов в сторону усиления их инклюзивности (снижение коррупции и улучшение бизнес-климата и т.д.) – это фактор скорее поддержания экономического роста, так как

---

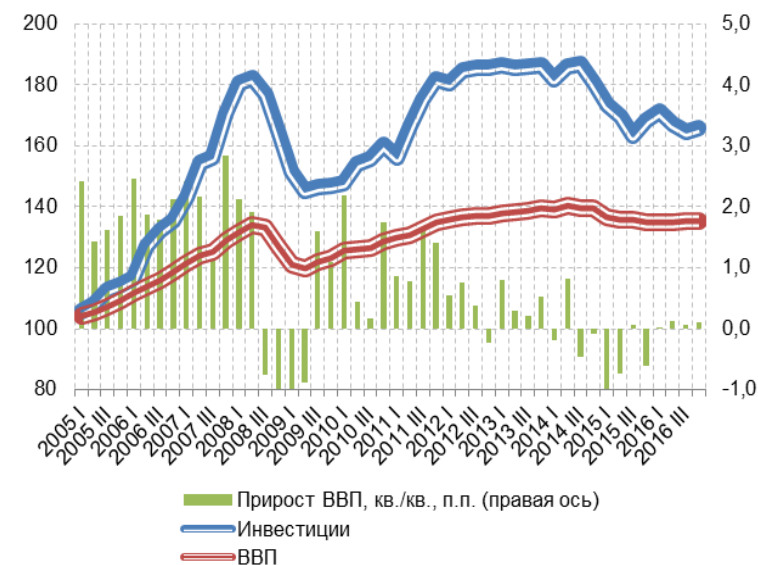
<sup>6</sup> См., например: Maddison, A. 1991. «Dynamic Forces in Capitalist Development». Oxford, UK: Oxford University Press; Rodrik, D. 2003. «Growth Strategies.». Cambridge, MA: Kennedy School of Government, Harvard University.

эмпирически наблюдалось много случаев, когда при более-менее стабильных институтах рост в странах то ускорялся, то замедлялся (при этом также вне зависимости от бизнес-цикла).

Рассмотрим текущую ситуацию с точки зрения различия факторов первичного инициирования и поддержки роста подробнее. По нашим оценкам, **ВВП во 2-4 кварталах 2016 г. действительно рос, но настолько незначительно (около 0,1% прироста в каждом из кварталов – рис. 8.1), что такую ситуацию нельзя считать оживлением, а лучше считать стагнацией.** Это становится особенно очевидным, если учесть, что в январе-феврале 2017 года темпы роста базовых секторов экономики, по нашей предварительной оценке, снова ушли в минус, составив на конец февраля около минус 0,7% со снятой сезонностью к декабрю 2016 г. Не говорит о выходе экономики из стагнации, угрожающей второй волной рецессии, и динамика российских фондовых индексов. По состоянию на 9 апреля 2017 г. долларовой индекс РТС был ниже уровня конца 2016 г. на 3,4%, а рублевый индекс ММВБ – на 9,5% (рис. 8.2). При этом схожим образом вели себя и большинство отраслевых индексов (за исключением увеличивающих свою капитализацию предприятий химической промышленности и, в меньшей степени, предприятий машиностроения и телекоммуникаций).

**Не поддерживают версию о возобновлении экономического роста данные Росстата о снижении товарно-материальных запасов в экономике в 4-ом квартале 2016 г., что может говорить о снижении оптимизма, а также динамика инвестиций в основной капитал.** Хотя в целом по итогам 2016 г. темпы их падения замедлились примерно в 10 раз по сравнению с 2015 г., составив минус 0,9% по полному кругу компаний и 1,2% по крупным и средним компаниям (табл. 8.1), однако анализ внутригодовой поквартальной динамики показывает, что признаки возобновления роста инвестиционной активности в третьем квартале 2016 г., когда рост инвестиций относительно того же периода прошлого года по крупным и средним компаниям превысил 3%, оказались миражом – в четвертом квартале 2016 г. падение возобновилось, составив минус 0,6% год к году (табл. 8.1). Среди

**Рис. 8.1. Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2005-2016 гг., 2004 г. в среднем = 100%, сезонность устранена**



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

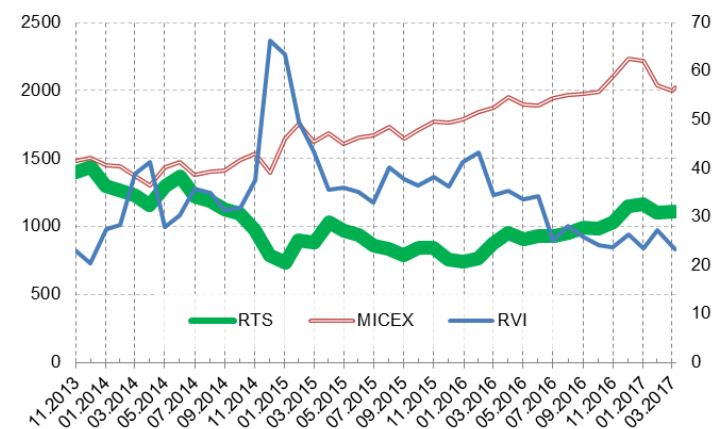


секторов-аутсайдеров по динамике инвестиций в 2016 г. были, в числе прочих, почти все отрасли, ориентированные на производство инвестиционных товаров и услуг – производители машиностроительной продукции и стройматериалов, где темпы падения составили от минус 15% – в автопроме, до минус 35% – у производителей машин и оборудования (табл. 8.1). То же можно сказать об инвестициях в сектора, обеспечивающие аккумуляцию человеческого капитала – инвестиции в переоснащение здравоохранения и образования упали в 2016 г. на 9% и 23% соответственно (табл. 8.1). При этом образование было одним из немногих секторов, где в 2016 г. падение инвестиций было сильнее, чем в 2015 г., приобретая характер инвестиционной катастрофы (наряду с производством стройматериалов, кокса и нефтепродуктов, кожаных изделий и обуви). Хотя отчетных данных о динамике инвестиций в начале 2017 г. Росстатом пока не опубликовано, однако за исключением роста инвестиционного импорта, который происходит на фоне укрепления рубля, других косвенных признаков их оживления пока нет. При этом само по себе укрепление рубля, в конечном счете, не сможет эффективно простимулировать спрос на инвестиции, так как подрывает ценовую конкурентоспособность российских товаров.

**Таблица 8.1. Динамика инвестиций в основной капитал в 2005-2016 гг., прирост год к году, в % (если не указано иное), ранжировано по убыванию прироста в секторах экономики в 2016 г. (первый столбец)**

	2016 в це- лом	2016 -1 кв.	2016 -2 кв.	2016-3 кв.	2016 – 2015 в 4 кв. целом	2005-2014 гг. в среднем за год	Доля в сово- купном объеме инвес- тиций в 2016г.,%
Экономика в целом, по полному кругу компаний	-0,9	-1,2	-1,5	0,5	-1,3	-10,1	6,6
Экономика в целом, без учета МСБ и неформальной деятельности	-1,2	-1,5	1,6	3,2	-0,6	-10,2	2,3

**Рис. 8.2. Динамика российских фондовых индексов и индекса волатильности RVI (на конец периода, правая ось): январь 1999 – 9 апреля 2017 г.**



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



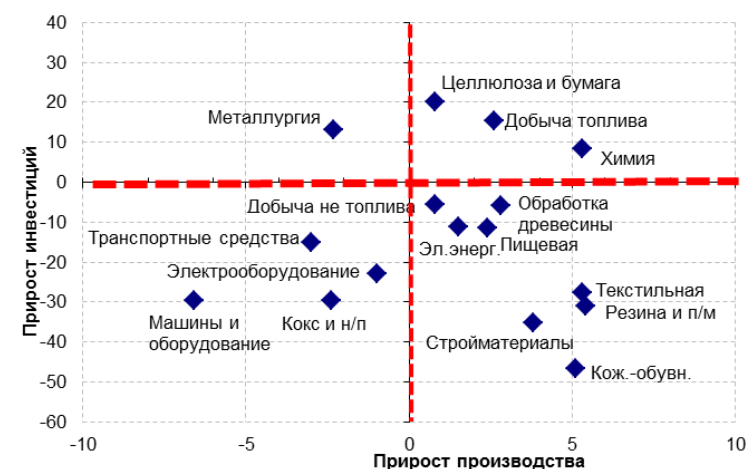
оптовая торговля	27,8	-8,7	-16,0	-15,9	-15,4	-2	1,3	1,0
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	20,1	34,2	95,6	4,9	23,4	-9	-0,8	0,5
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	15,5	7,9	1,6	14,8	-3,0	2,1	6,3	22,7
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	13,1	52,5	2,7	15,4	26,8	-3,3	0,7	2,7
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	10,6	4,2	8,8	12,7	32,1	-11,9	8,6	3,6
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	10	-10,9	30,5	38,9	10,9	-12,3	6,2	2,3
химическое производство	8,3	3,4	7,1	4,6	27,2	15	10,4	3,4
финансовая деятельность	7,4	-20,1	22,8	5,2	53,2	1,1	6,8	1,7
строительство	3,5	-6,8	-5,6	0,1	-0,7	-22,3	6,2	1,5
гостиницы и рестораны	0,9	18,1	-2,1	59,8	31,1	-22	13,5	0,5
рыболовство. рыбоводство	0	16,5	113,4	139,2	-10,5	-21,2	8,6	0,1
транспорт и связь	-0,3	-3,9	-3,6	5,9	10,8	-24,6	7,4	21,7
<i>в т.ч. связь</i>	-1,9	-0,6	4,8	-4,0	10,5	-13,1	2,0	3,4
розничная торговля	-2,4	7,4	46,7	-2,0	-16,1	-16,5	15,4	1,7
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	-5,6	-4,8	-3,5	-24,8	4,0	0,9	6,4	1,8
обработка древесины и производство изделий из дерева	-6	18,4	40,0	34,8	-6,2	2,7	3,2	0,5
здравоохранение	-8,9	0,9	16,7	9,3	-16,4	-21	3,7	1,5
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	-9,2	2	12,1	12,4	-5,9	-12,8	6,1	2,3
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-11,2	-15,2	-1,2	-10,4	-1,5	-26,1	9,5	8,1
операции с недвижимым имуществом. аренда и предоставление услуг	-11,3	0,1	23,0	-10,6	-8,6	6,5	7,4	10,4
производство пищевых продуктов	-11,4	-7,5	5,5	3,5	-25,0	-15,4	1,7	1,9

<b>обрабатывающие производства в целом</b>	<b>-11,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-8,6</b>	<b>2,1</b>	<b>-13,5</b>	<b>-9,4</b>	<b>6,5</b>	<b>16,8</b>
производство транспортных средств и оборудования	-15,1	-11,8	-26,3	19,4	-11,6	-19,2	11,3	1,7
образование	-22,6	-31,9	-14,9	-18,1	-11,7	-13	7,8	1,8
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-22,9	-41,6	-7,0	-21,8	-1,1	12,5	6,4	0,6
текстильное и швейное производство	-27,8	-46,7	-17,3	-11,2	-28,5	-50,2	7,7	0,1
производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	-29,6	-29,5	-24,8	2,3	-51,5	-13,7	17,0	3,2
производство строительных материалов	-29,7	-30,2	-35,0	-27,6	-18,5	-33,8	5,6	0,6
производство резиновых и пластмассовых изделий	-31,1	-10,3	-9,7	-40,7	-32,8	4,5	1,6	0,3
производство машин и оборудования	-35,2	-37	-24,1	-14,0	-34,6	-5,2	5,0	0,6
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	-46,8	-76,1	-53,5	-6,0	-52,3	-32,7	12,4	0,0

\*Данные о динамике инвестиций во 2 и-4 кв. 2016 г. без учета МСБ и неформальной деятельности являются нашей оценкой.  
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

В условиях особой важности, на фоне обвального снижения притока валюты в экономику, модернизации производства для экспансии на внешние рынки, к очагам роста можно, по большому счету, отнести лишь сектора экономики, где растёт и выпуск, и инвестиции. Последние позволяют повышать пока низкое в целом качество продукции, что необходимо для выхода на новые рынки. Но к таким в 2016 г. в составе промышленности можно было отнести лишь целлюлозно-бумажную промышленность и полиграфию, добытчиков топлива и предприятия химической промышленности, которые суммарно производят лишь около 35% добавленной стоимости промышленности. Отсюда следует, что **почти две трети секторов демонстрируют неудовлетворительную динамику, а три машиностроительных сектора и производители нефтепродуктов сокращали в 2016 г. и выпуск, и инвестиции в основной капитал** (рис. 8.3).

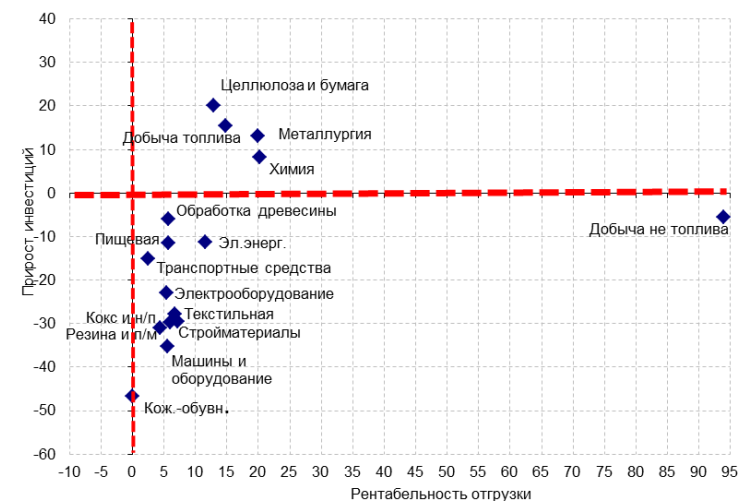
**Рис. 8.3. Прирост инвестиций в основной капитал и выпуска в секторах промышленности в январе-декабре 2016 г., к тому же периоду предыдущего года, %**



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

На данном этапе рост инвестиций происходит лишь в секторах, где рентабельность отгрузки на уровне или выше 10%. К ним в 2016 г. относились лишь пять чрезвычайно прибыльных сырьевых секторов: предприятия химико-лесного комплекса, металлургия и добыча полезных ископаемых (рис. 8.4). Это говорит о чрезвычайно сильной степени самофинансирования инвестиций, что является вынужденной реакцией предприятий в условиях, с одной стороны, ограничений на приток капитала из-за рубежа, а с другой стороны, вынужденно жесткой денежно-кредитной политики Банка России. Анализ объемов инвестиций, внутренних источников их финансирования и склонности предприятий вкладывать в модернизацию (а не сберегать) имеющиеся финансовые ресурсы, показывает, что **основной причиной замедления инвестиционной динамики является не снижение психологической склонности к инвестированию, а фактор сжатия финансового баланса предприятий.** Хотя балансовая прибыль экономики в 2016 г. увеличилась на 3 184 млрд рублей, а объем инвестиций в основной капитал в экономике в целом в 2016 г. вырос лишь на 743 млрд рублей, однако при этом совокупный приток денег в экономику за счет полученной прибыли и изменения объема аккумулированных кредитов (своего рода кэш-флоу) сократился на 3 185 млрд рублей. Это связано со снижением совокупного объема выданных кредитов в экономике в 2016 г. на 3 148 млрд рублей (табл. 8.2). Правда, такое снижение связано в основном с сокращением в рублевом выражении объема валютных кредитов (а объем выданных рублевых кредитов в 2016 г. даже несколько вырос – на 526 млрд рублей), однако снижение рублевой массы выданных кредитов означает уменьшение «покупательной способности» предприятий на рынке инвестиционных товаров. Снижение объема кредитной массы может быть следствием и снижения потребности в кредитах (из-за ухудшения перспектив экономики), и их удорожания (из-за роста нормы ссудного процента) – выяснение этого является темой отдельного разговора, однако в любом случае можно сказать, что соотношение объема инвестиций и совокупного притока денег в нефинансовый сектор экономики в рублевом выражении выросло со 120% в 2015 г.

**Рис. 8.4. Прирост инвестиций в основной капитал год к году и уровень рентабельности отгрузки в промышленных секторах в январе-декабре 2016 г, в %**



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

до 179% – в 2016 г., что означает, что **склонность бизнеса к инвестированию из кэш-флоу в российской экономике в 2016 г. заметно выросла несмотря на кризис. А это говорит о том, что бизнес еще не потерял надежд на улучшение экономической ситуации в обозримой перспективе, и власти не должны обмануть этих его ожиданий.**

**Табл. 8.2. Объемы инвестиций в основной капитал по экономике в целом и некоторые внутренние источники их финансирования, в текущих ценах, млрд руб. (если не указано иное)**

Год/показатель	2012	2013	2014	2015	2016
<b>1</b> Сумма прироста объема выданных кредитов небанковскому сектору и балансовой прибыли экономики за год ("кэш-флоу") (стр.4+стр.5)	12330	11529	14128	11625	8440
<b>2</b> То же, изменение к предыдущему году	85	-801	2599	-2503	-3185
<b>3</b> Кредиты реальному сектору (рублевые и валютные) на конец года (к.г.)	28239	33272	41899	45121	41973
<b>4</b> Прирост объема выданных кредитов (рублевых и валютных) реальному сектору на к. г., за год	4605	5034	8627	3221	-3148
<b>5</b> Балансовая прибыль экономики за год	7725	6495	5501	8404	11588
<b>6</b> То же, изменение к предыдущему году	704	-1230	-994	2903	3184
<b>7</b> Инвестиции в основной капитал за год	12586	13450	13903	13897	14640
<b>8</b> То же, изменение к предыдущему году	1550	864	452	-5	743
<b>9</b> Склонность к инвестированию из "кэш-флоу" (в широком смысле слова) (стр. 7/ стр.1*100)	102%	117%	98%	120%	173%
<b>10</b> Склонность к инвестированию из балансовой прибыли ( в узком смысле слова)(стр.7/стр. 5*100)	163%	207%	253%	165%	126%

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

Что же все-таки может придать первичный импульс экономическому росту в нынешних условиях, если на время абстрагироваться от необходимости

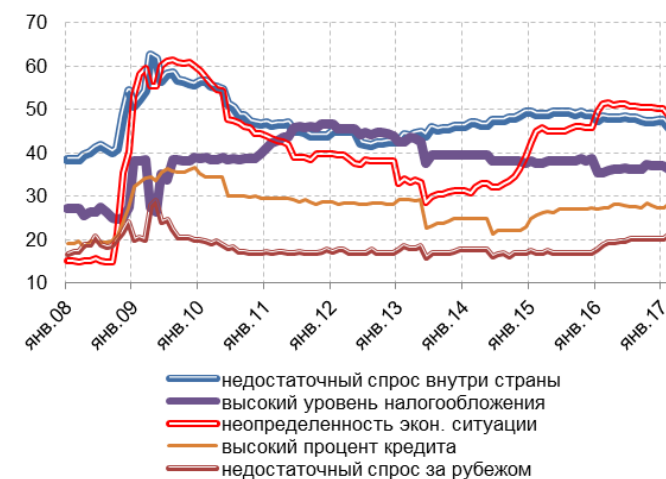
выработки мер по его дальнейшему поддержанию? Для ответа стоит, в частности, обратиться к анализу опросов Росстата о факторах, ограничивающих, по мнению предпринимателей, экономический рост.

Нам видится, что наблюдающееся с января 2017 г. резкое сокращение значимости основных факторов, ограничивающих экономический рост (о чем мы писали в предыдущем выпуске данного обозрения), может быть связано с недавним изменением Росстатом панели опрашиваемых предприятий. Для снятия возникающих при этом сдвигов, на наш взгляд, имеет смысл скорректировать динамику показателей за счет учета февральских изменений относительно декабря 2016 г. (при исключении январских данных). Результат такого рода корректировки, представленный на рис. 8.5., говорит о том, что сильного снижения ограничений роста пока не произошло, а на первом месте по-прежнему находится фактор неопределенности экономической ситуации при немного уступающем ему факторе недостаточного спроса внутри страны. Поэтому **снижение воздействия на производителей шокового роста неопределенности за счет поиска мер обратного (позитивного) шока для стимулирования производственной, инвестиционной и потребительской активности остается крайне актуальной задачей.** Уровень доверия к экономической политике и оптимизма во взгляде на будущее должен быть тем или иным образом повышен.

Кроме того, говоря о придании первичного импульса к росту, важно иметь в виду, что, учитывая мировой опыт, такого рода **рост – это рывок, а не стабильный процесс перехода от стадии к стадии, это процесс исчезновения одних секторов и видов экономической активности и возникновения других. Это процесс созидательного разрушения.** Используя образное сравнение одного известного экономиста, такого рода рост – это не длительное ожидание прироста поголовья скота в животноводстве, а скорее появление грибов после дождя<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Арнольд Харбергер в одной из работ проводит различия между «“yeast” and “mushrooms” views of economic growth» (Harberger, A. C. 1998. A Vision of the Growth Process. American Economic Review 88 (1): 1–31.).

**Рис. 8.5. Динамика основных факторов, ограничивающих экономический рост, скорректированная на изменение панели (доля опрошенных промышленников, указавших на фактор, в %)**



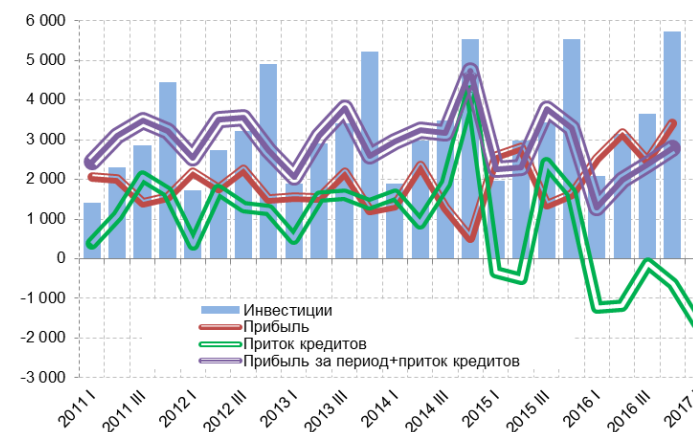
Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Стимулирование процессов созидательного разрушения за счет быстрого устранения бюрократических барьеров к росту, наряду со снижением неопределенности за счет улучшения судебной системы и резкого уменьшения, таким образом, неоправданного давления на успешный бизнес, также позволит инициировать первичный импульс к росту.

При этом важно создание условия для модернизации производства за счет устойчивого оживления инвестиций, снижение которых, как известно, началось еще до нынешнего кризиса. Как было показано выше, психологически предприятия все еще готовы инвестировать, склонность к инвестированию в широком смысле слова растет, однако банки свою поддержку инвестиционного процесса снижают. Российские банки делают это в силу сокращения спроса компаний на кредит на фоне высокой ключевой ставки и относительно низкой рентабельности большинства секторов экономики на внутреннем рынке (рис. 8.4), а зарубежные – в силу финансовых санкций. При этом, как видно на рис. 8.6, в начале 2017 г. процесс снижения притока кредитов в экономику продолжился – их накопленный объем снизился у реального сектора экономики в первые два месяца года, по нашей оценке, еще примерно на 1 600 млрд руб.

Одной из причин нахождения ключевой ставки на высоком уровне в размере плюс 2-3% к инфляционным ожиданиям Банк России в последних Основных направлениях денежно-кредитной политики называл высокую закредитованность ряда секторов реального сектора экономики относительно других развивающихся рынков. Снижение объемов кредитной задолженности реального сектора российской экономики, по всей видимости, уже привело к уменьшению долговой нагрузки реального сектора ниже опасного бенч-марка, что позволяет вернуться к вопросу смягчения денежно-кредитной политики. При этом в своих прошлогодних прогнозах российские регуляторы надеялись на то, что в этом году начнется приток длинных денег с международных рынков, не затронутых санкциями. Мы ждем конкретных результатов работы российских правительственных структур в этом направлении, что также должно позволить снизить напряженность

**Рис. 8.6. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли и прироста кредитов небанковскому сектору в российской экономике, за текущий квартал, в номинальном выражении, млрд руб.**



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

финансовых балансов компаний и банков и придать реальный позитивный импульс экономическому росту. В связи с этим имеет смысл продолжить уже начатое недавно Банком России снижение ключевой ставки и смягчение денежной политики при сохранении ее антиинфляционной направленности за счет мер, альтернативных поддержанию высокой ключевой ставки.

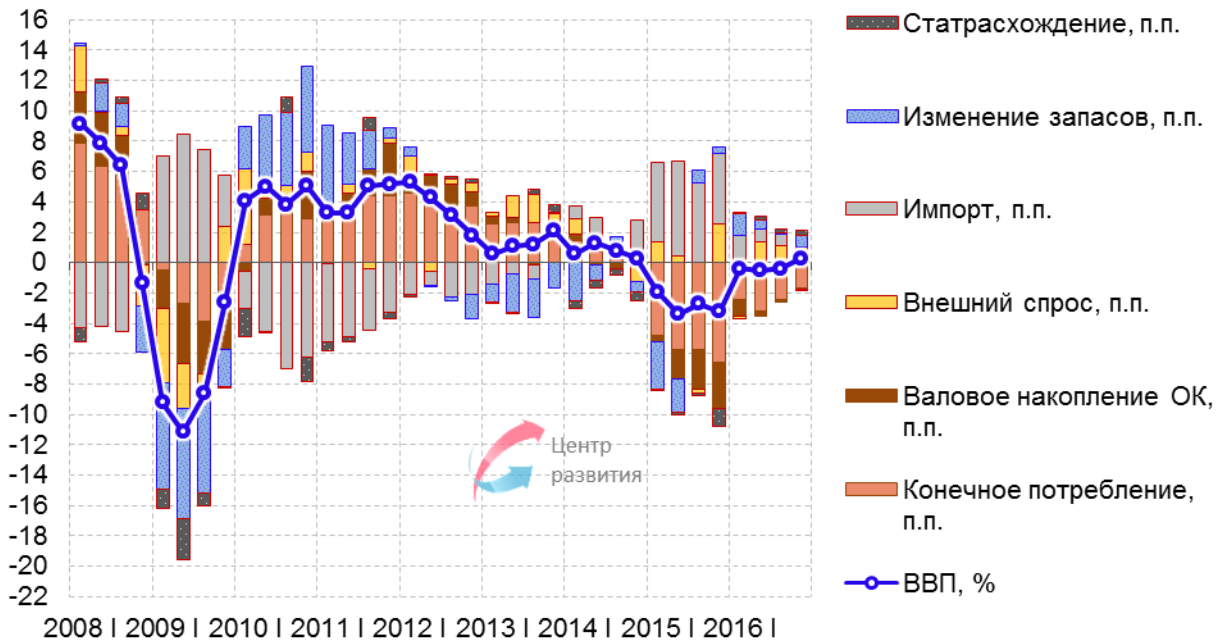
*Валерий Миронов, Людмила Коновалова*



# Экономика в «картинках»

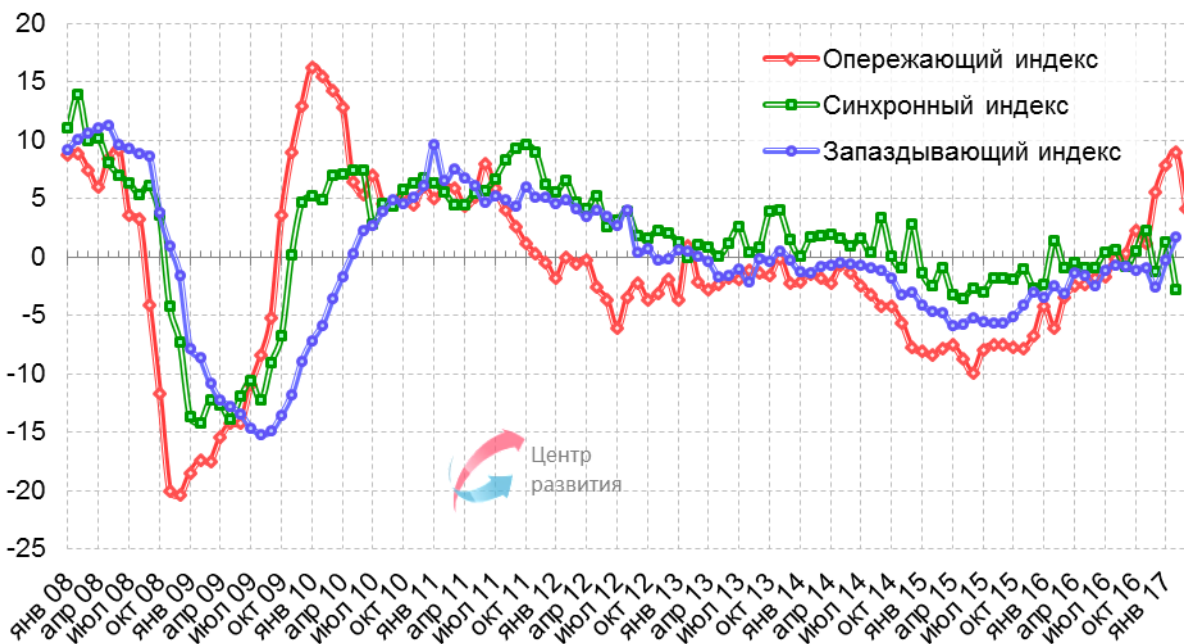
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)

NEW



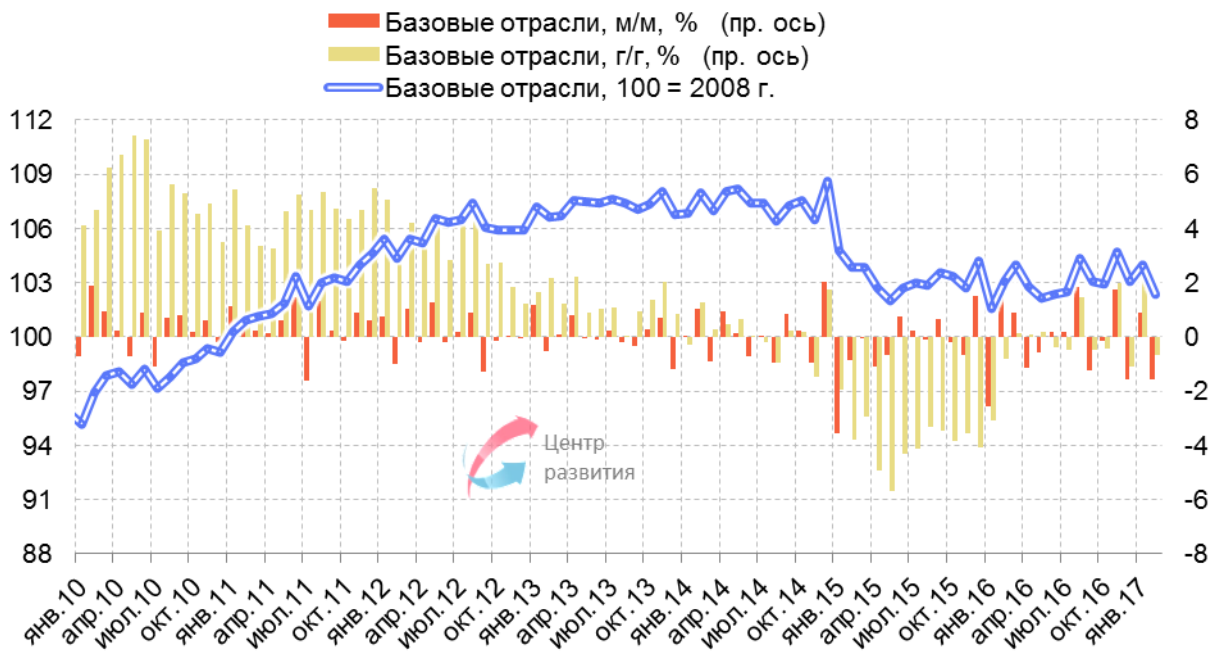
Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



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

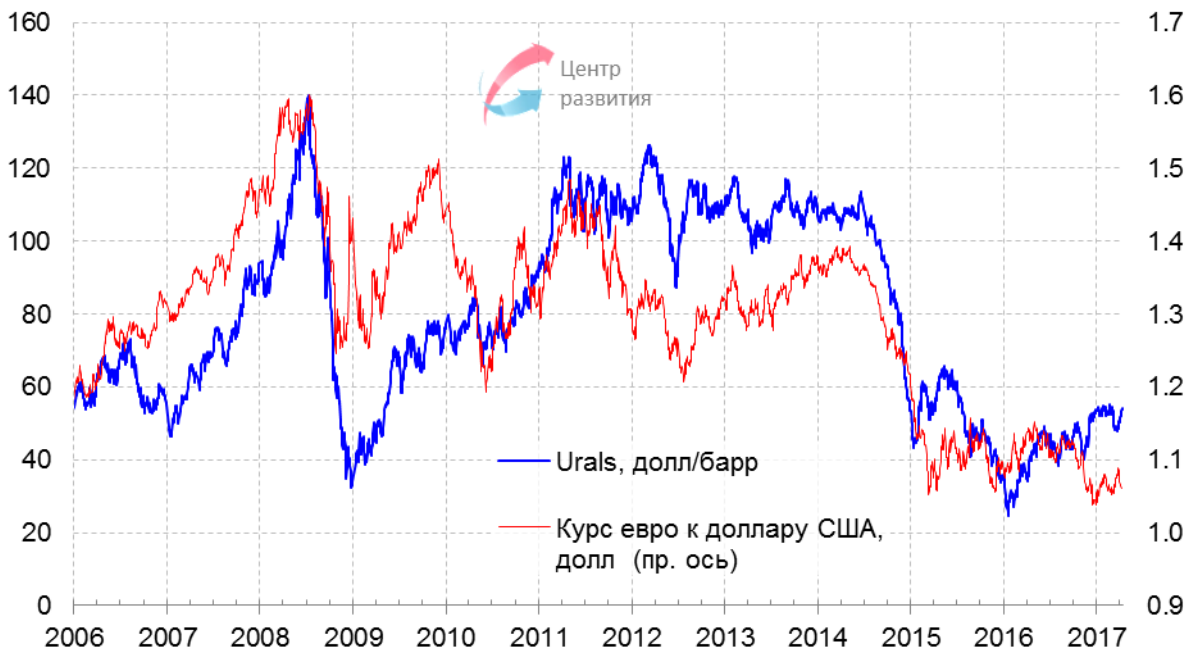
**NEW**



*С учётом уточнения данных по промышленности и перехода на ОКВЭД2*

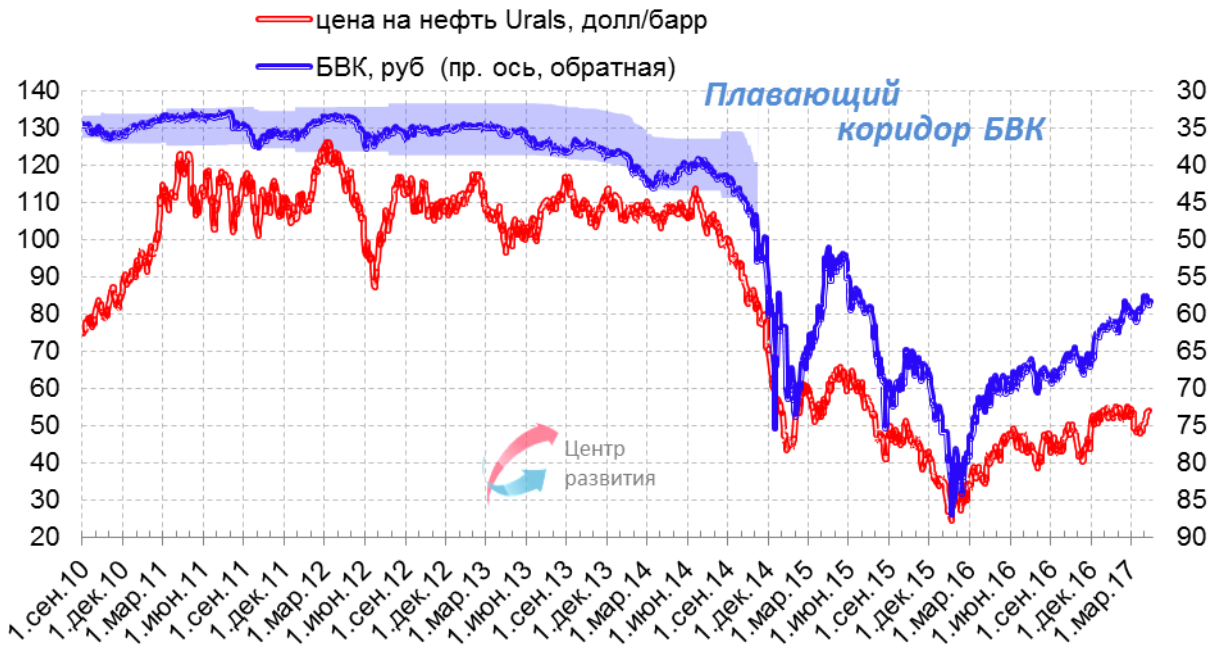
**Динамика цен на нефть и курса евро к доллару**

**NEW**



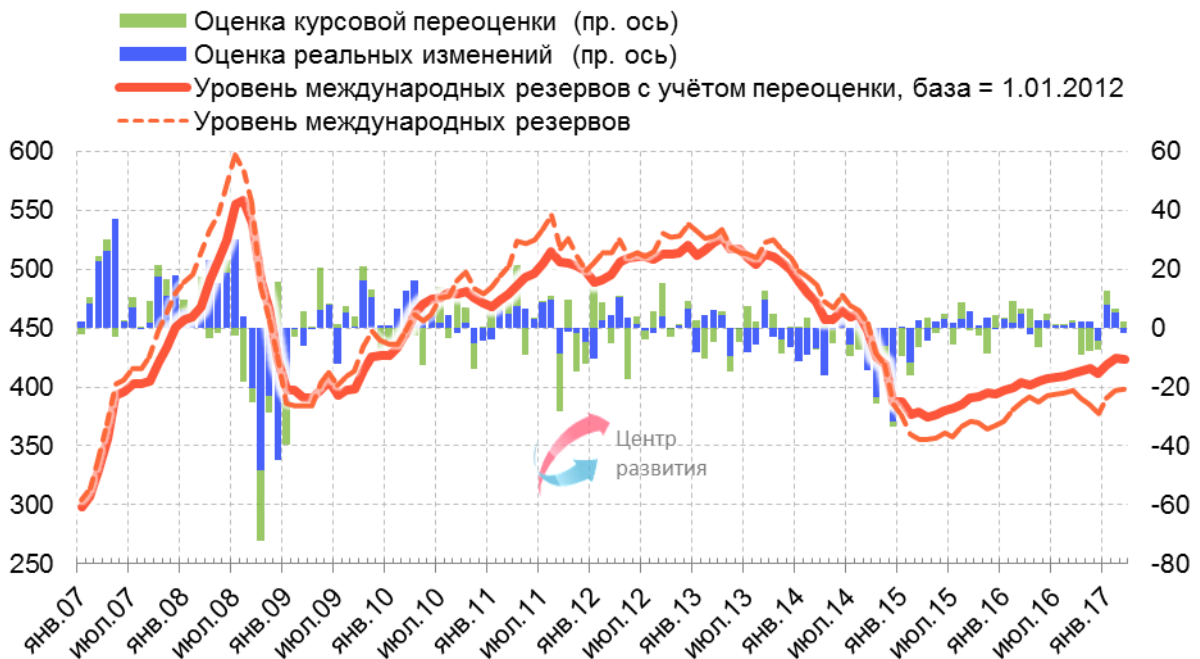
### Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW



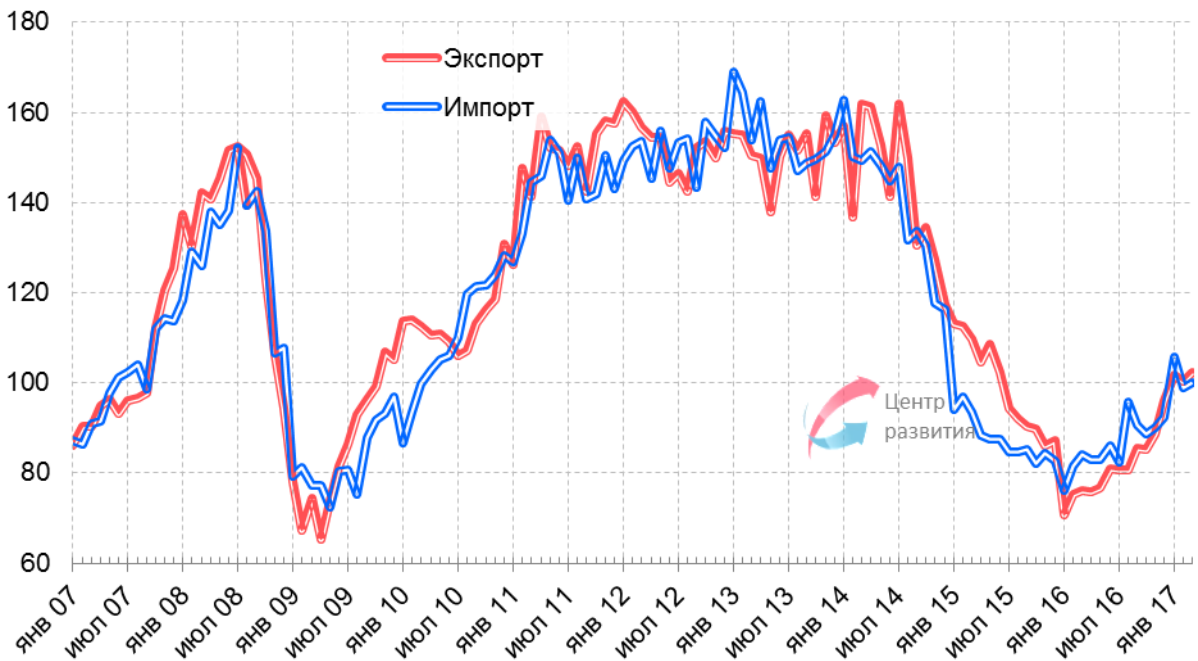
### Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд долл.

NEW



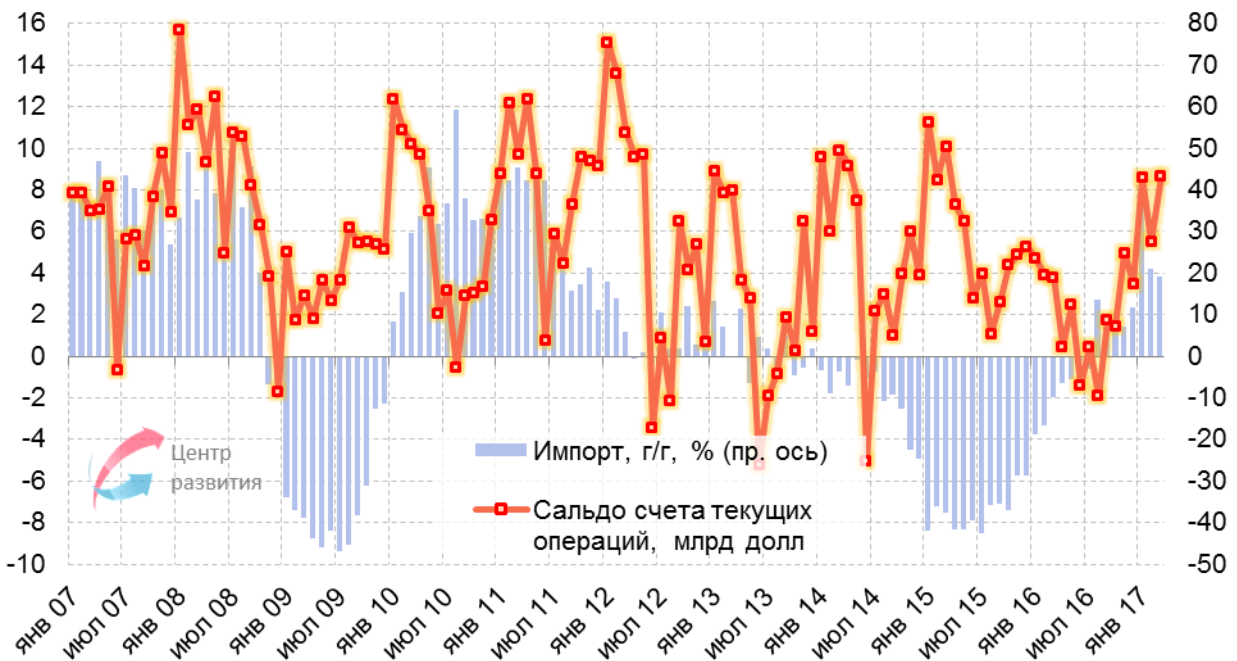
**Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100 = 2007 г.), в % [1]**

**NEW**



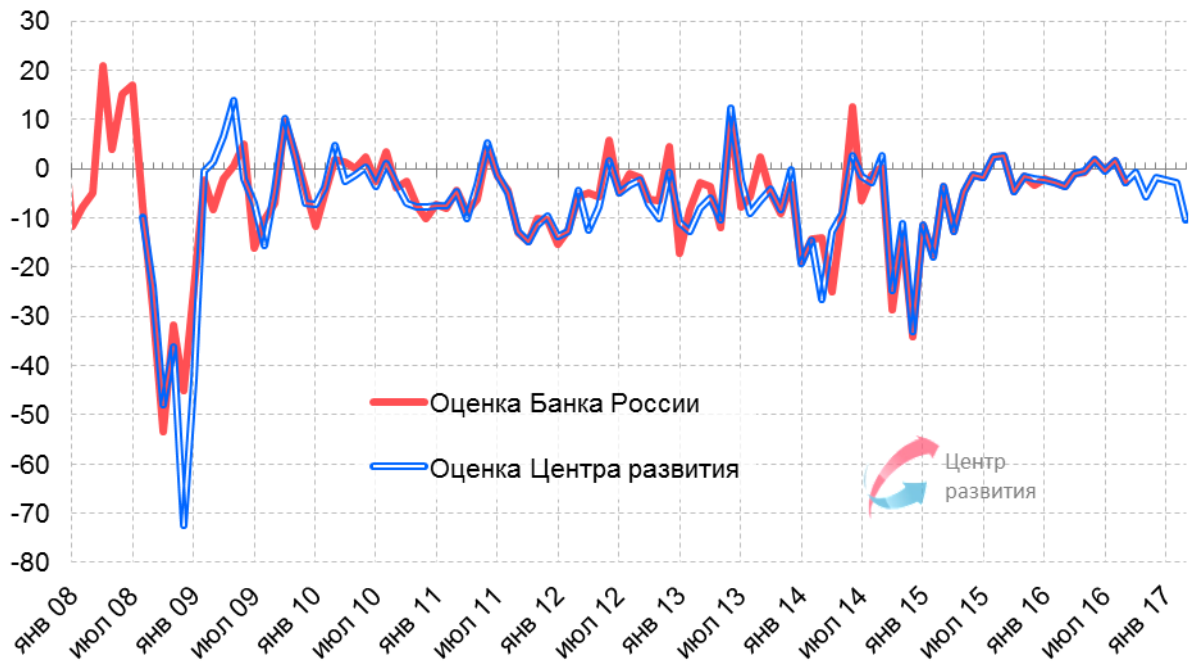
**Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров [1]**

**NEW**



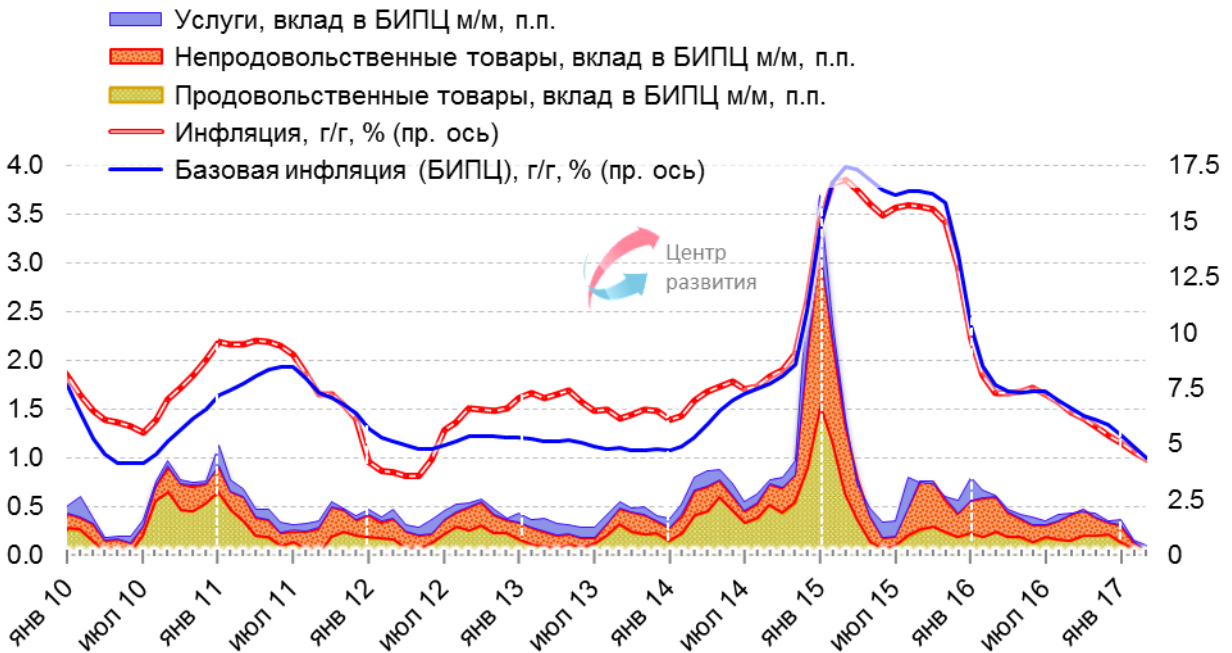
Чистый приток капитала, млрд долл.

NEW



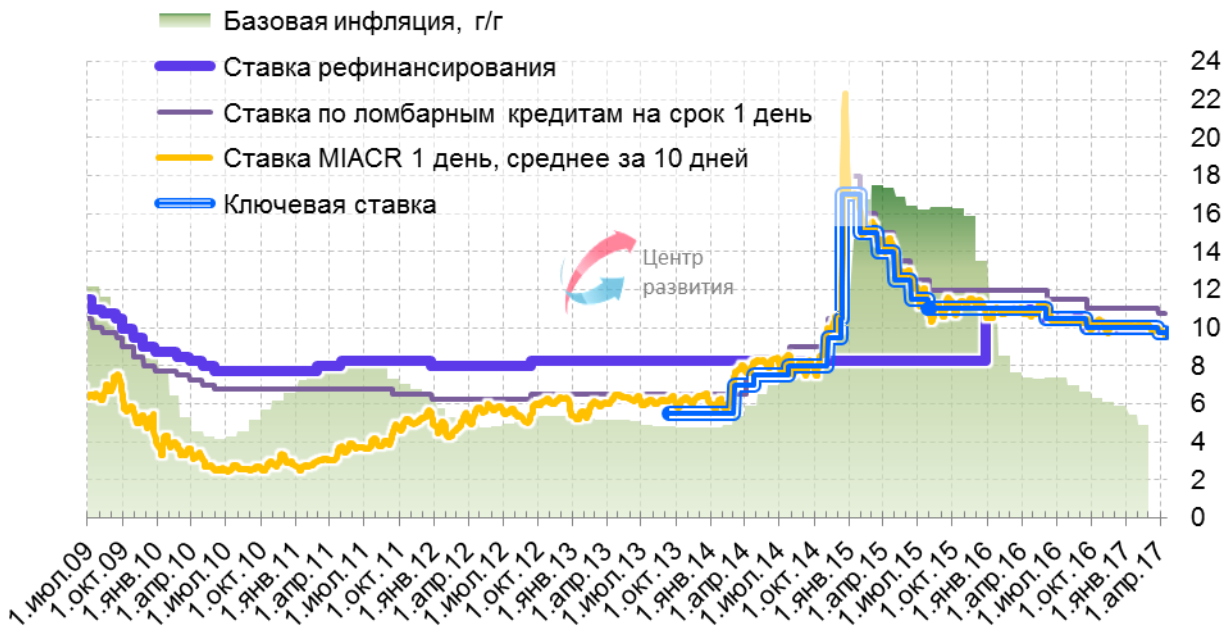
Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент<sup>[2]</sup>

NEW



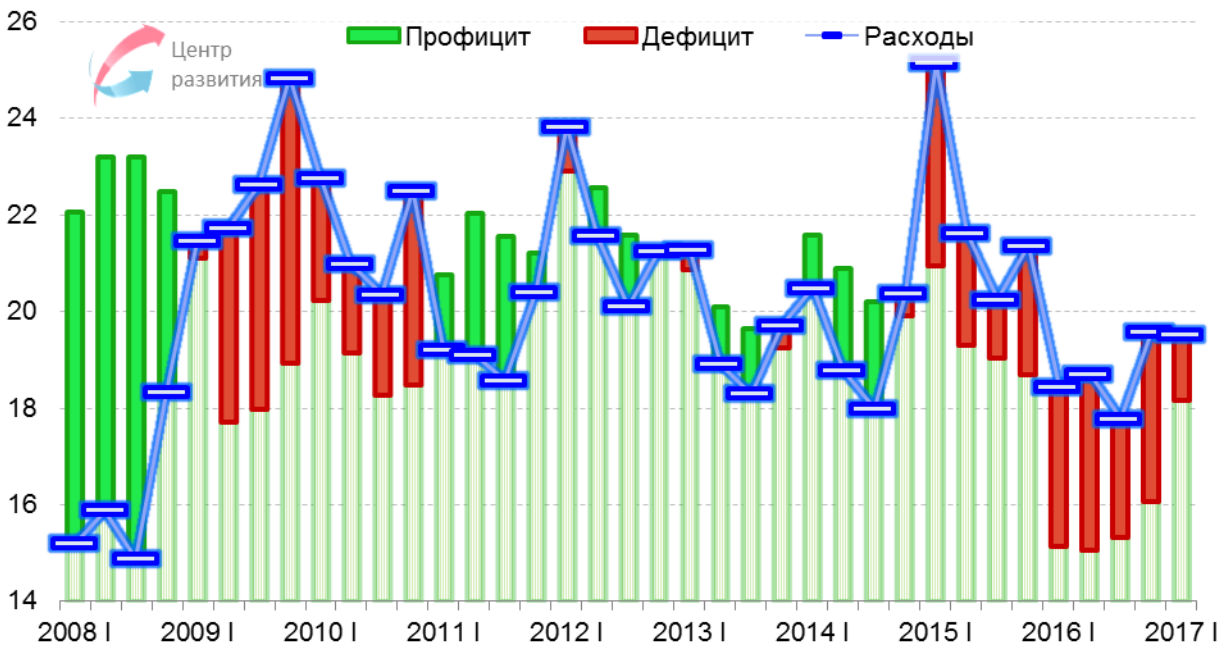
**Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %**

**NEW**



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

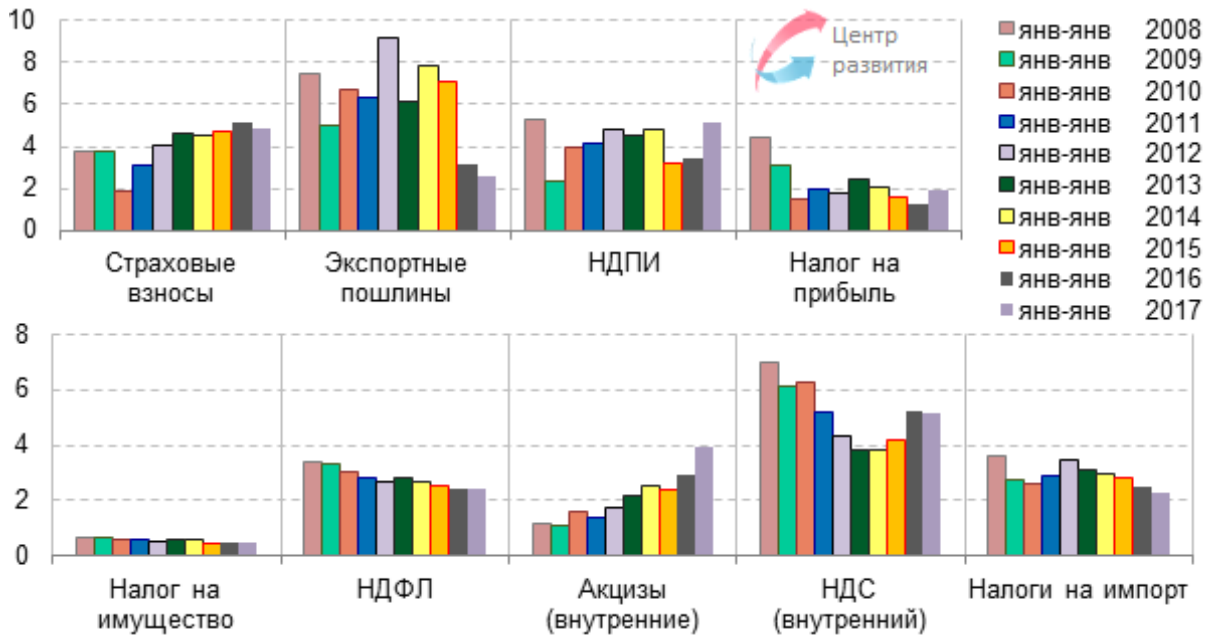
**NEW**





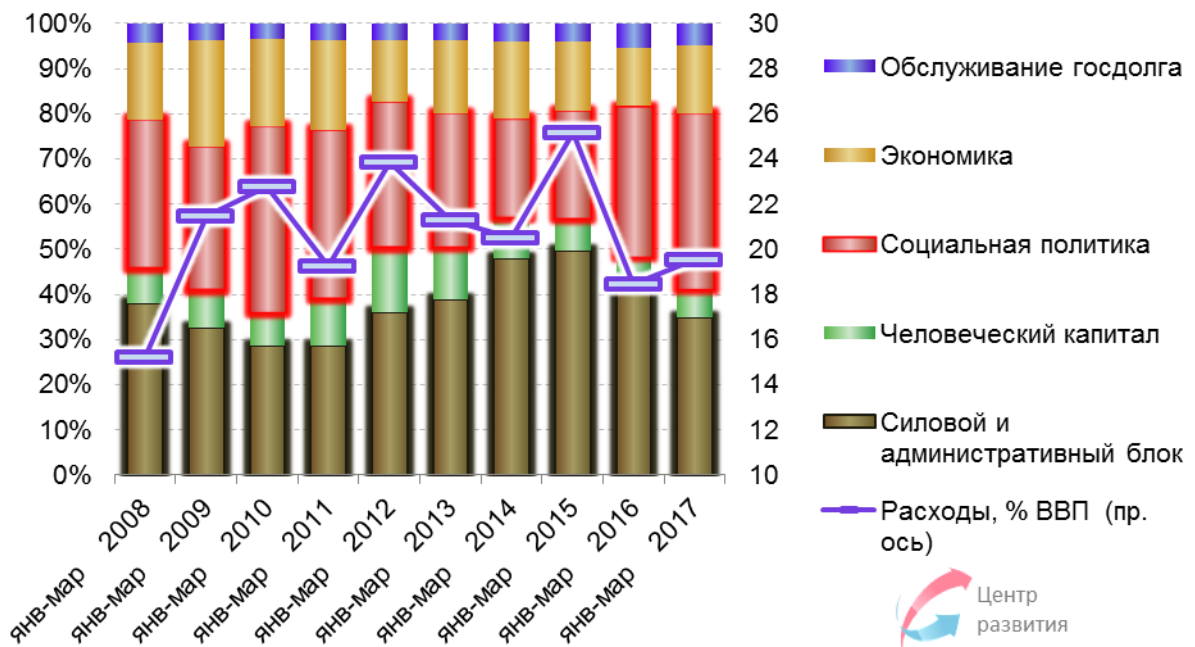
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП<sup>[3]</sup>

NEW



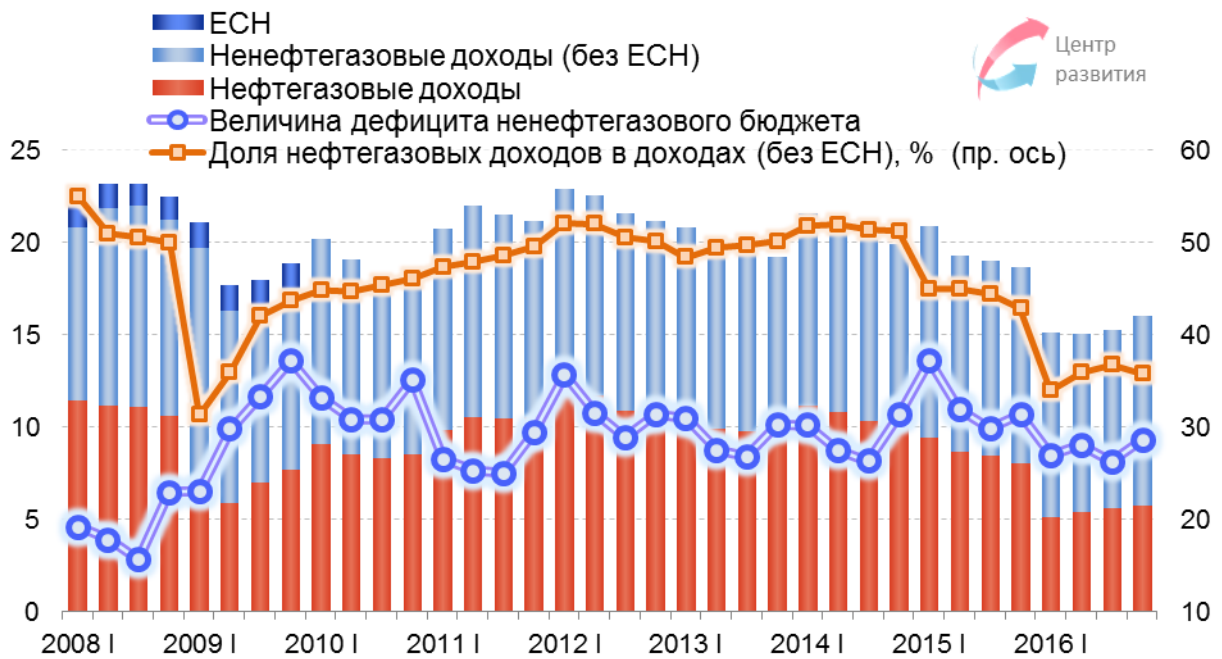
Структура расходов федерального бюджета, в %

NEW



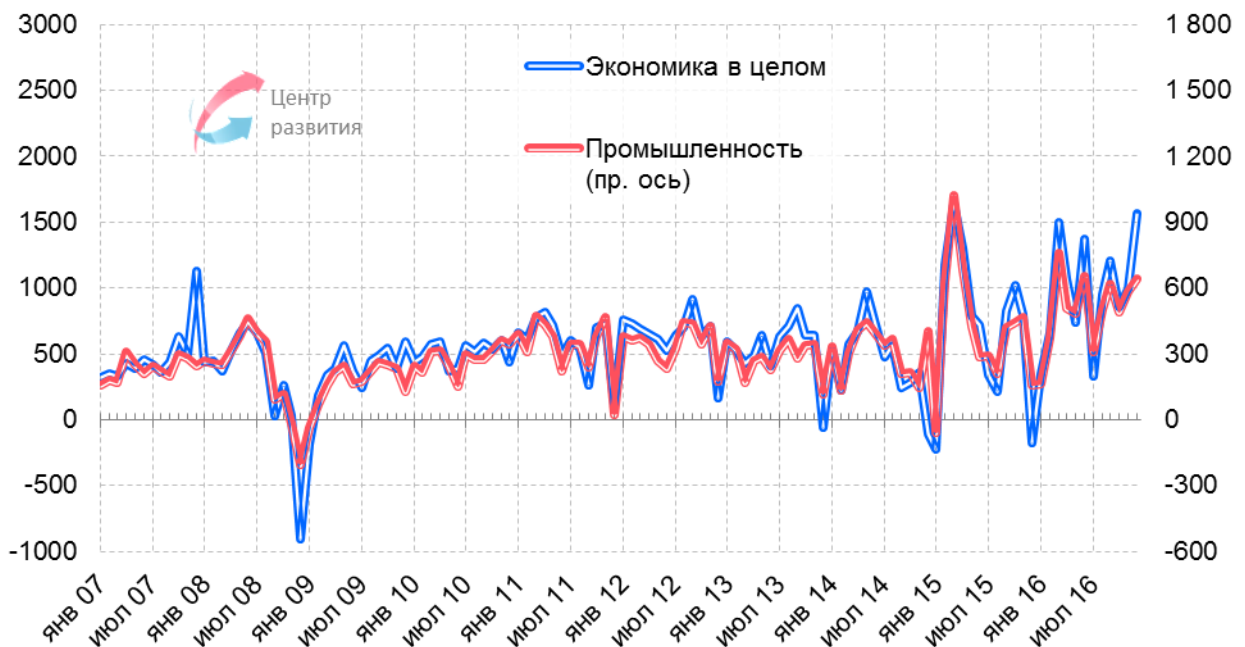


### Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП<sup>[4]</sup>

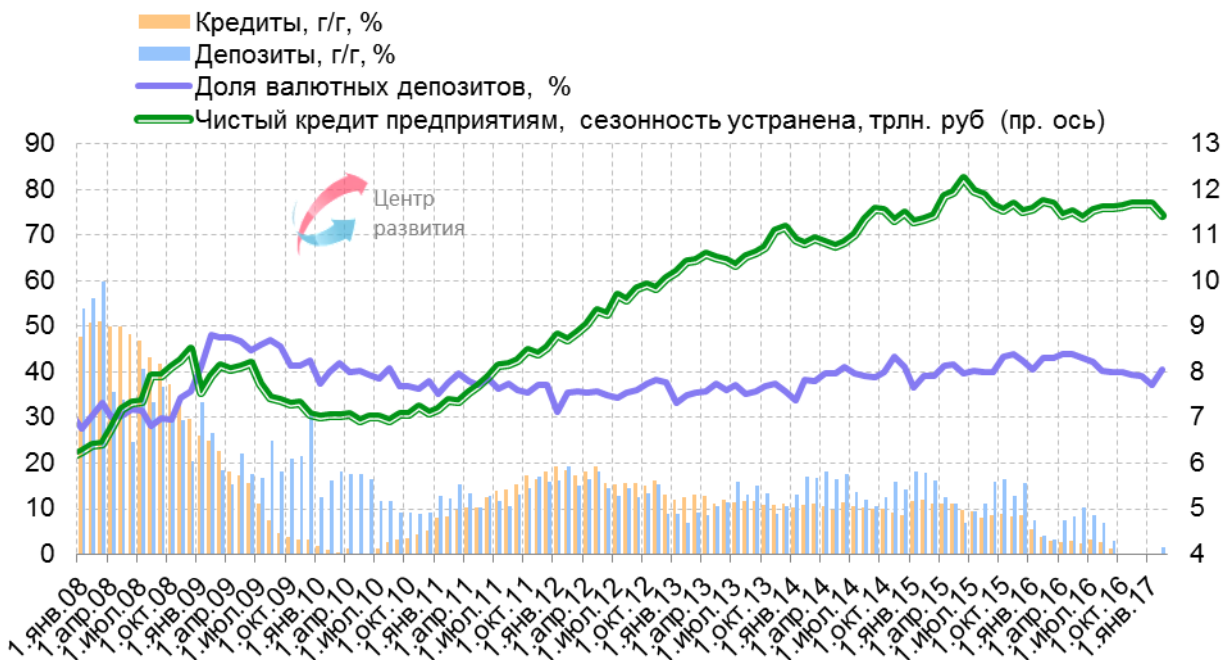


### Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд руб.

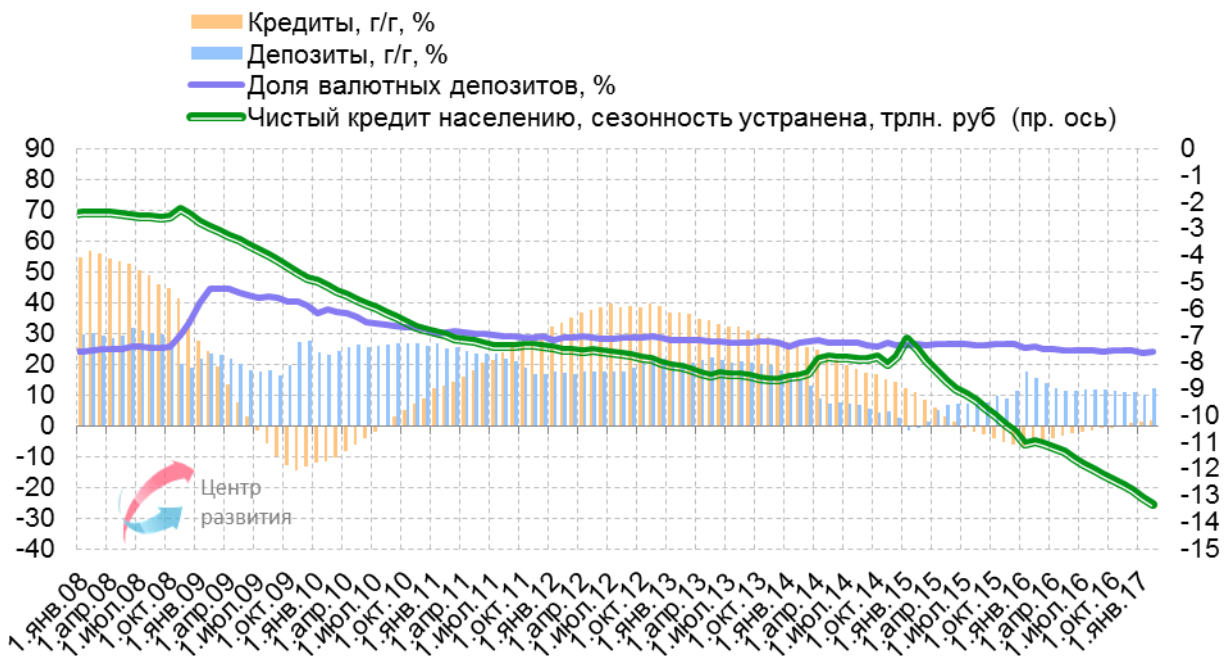
**NEW**



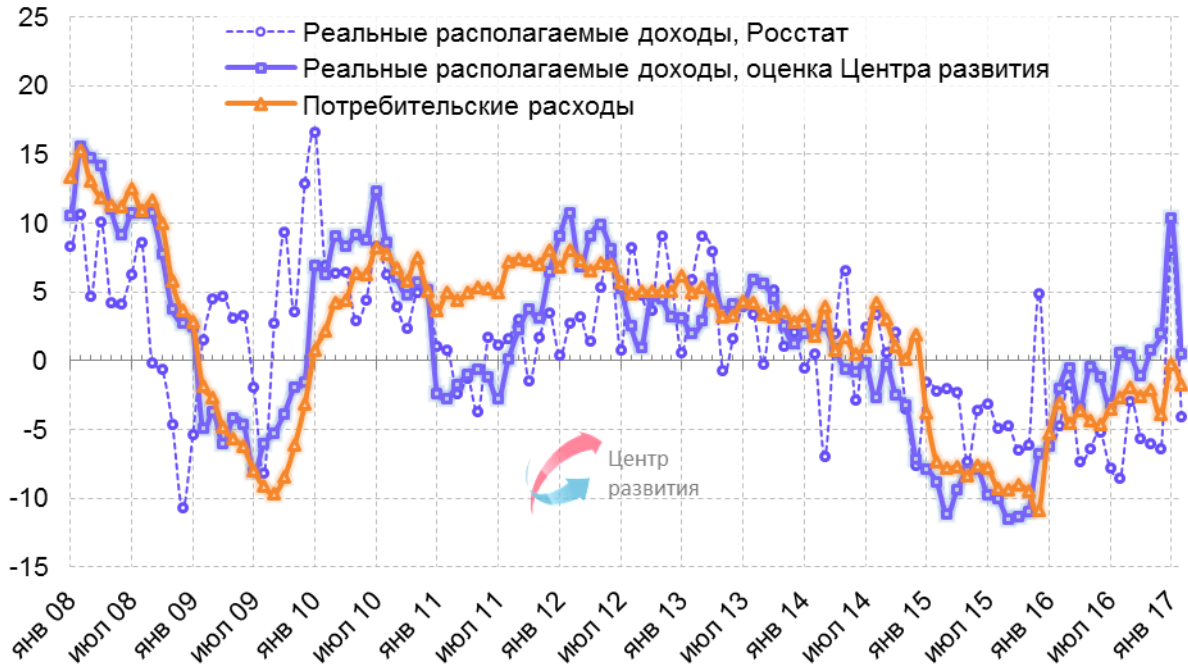
### Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



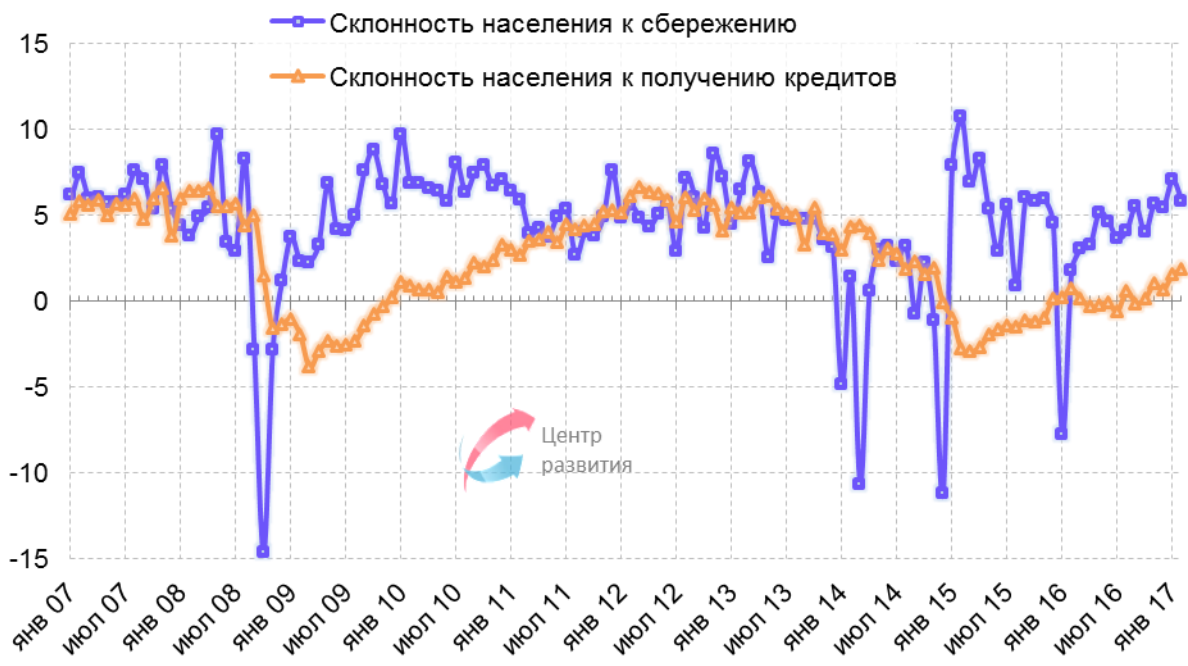
### Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



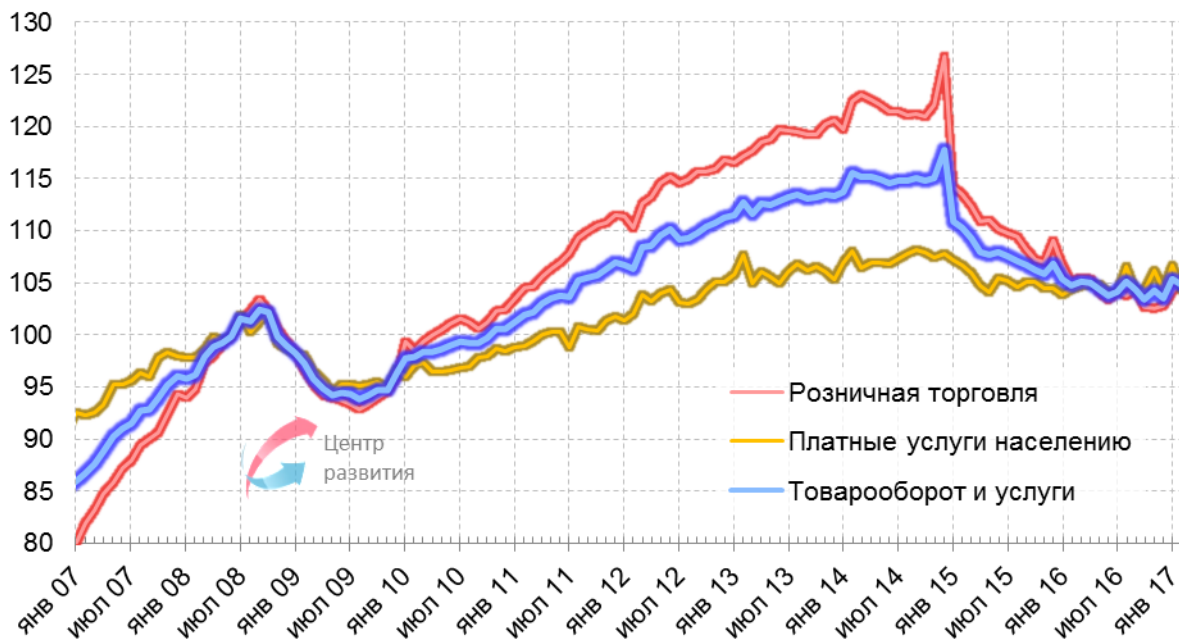
**Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**



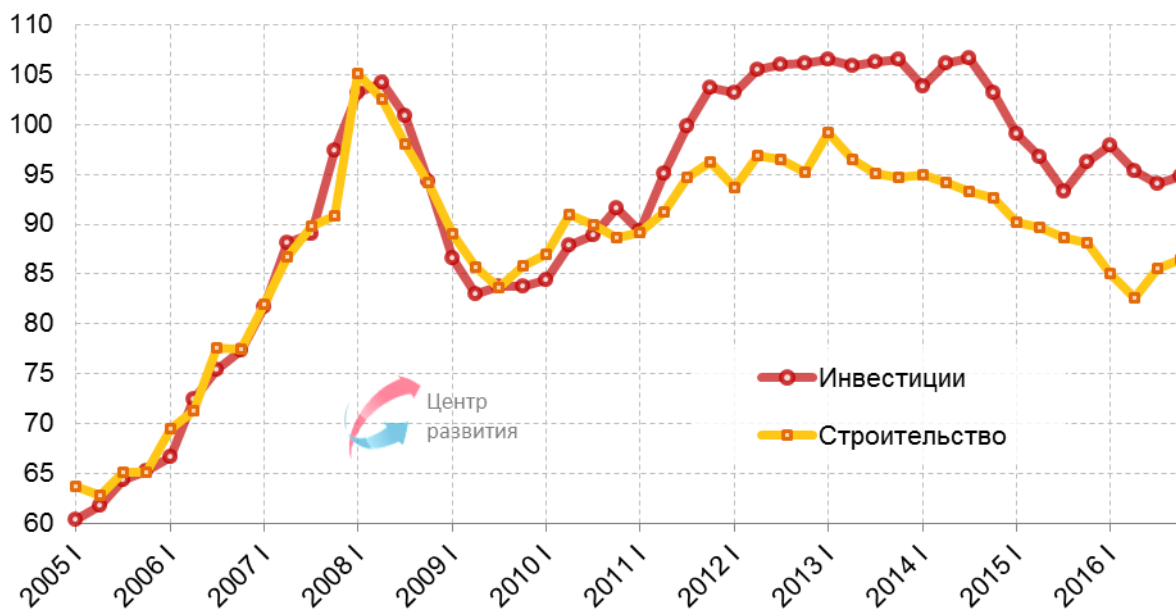
**Склонность населения к сбережению и к получению кредитов (в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития**



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

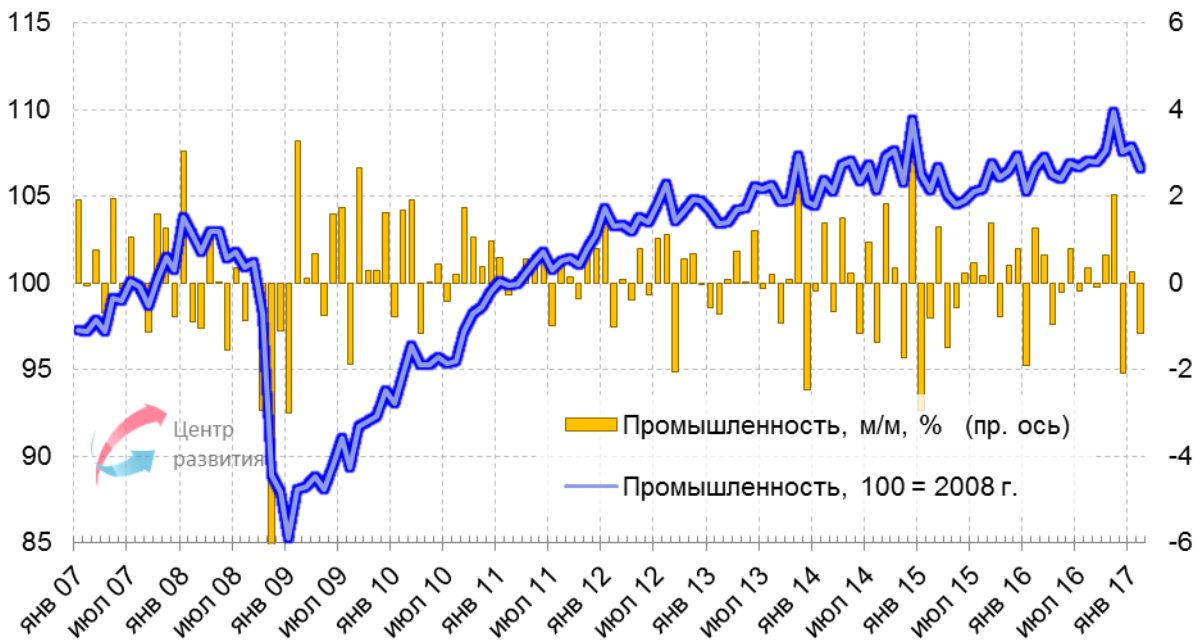


**Динамика инвестиций в основной капитал и строительства (100 = 2008 г., сезонность устранена)**



## Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)

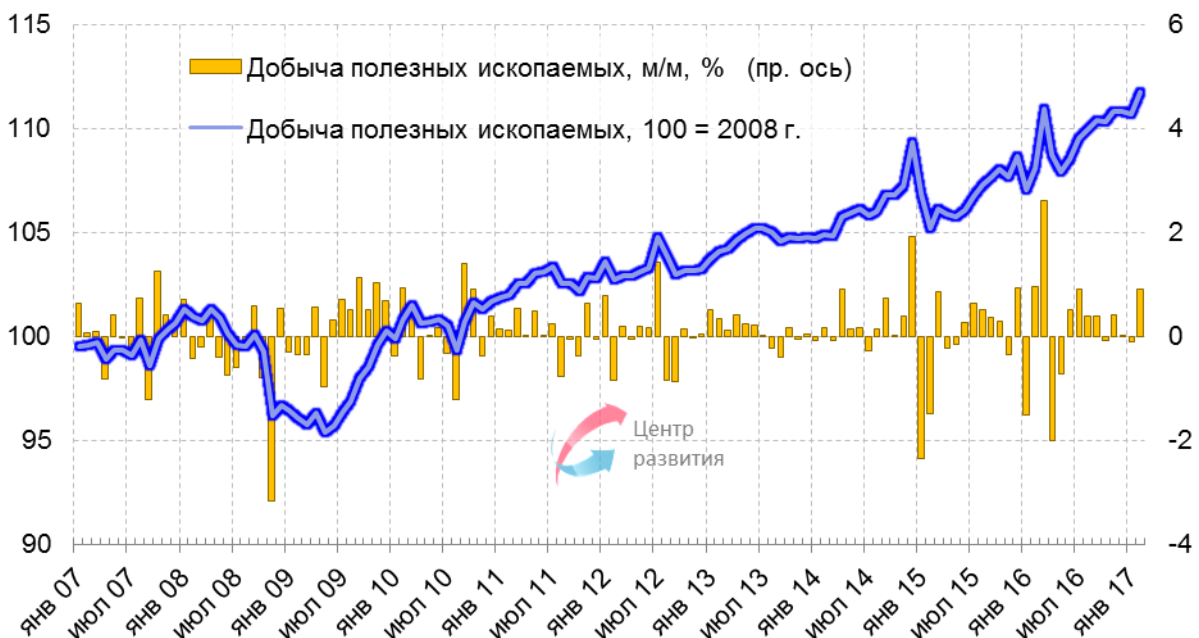
NEW



*С учётом уточнения данных по промышленности и перехода на ОКВЭД2*

## Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW

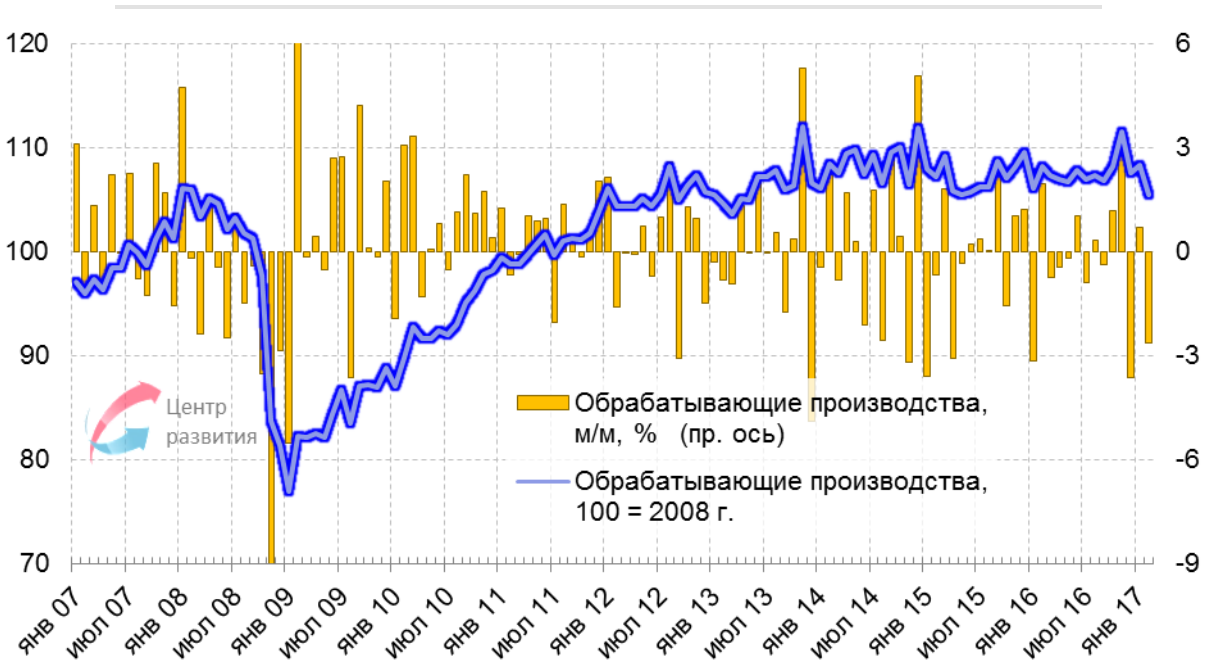


*С учётом уточнения данных по промышленности и перехода на ОКВЭД2*



**Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях  
(сезонность устранена)**

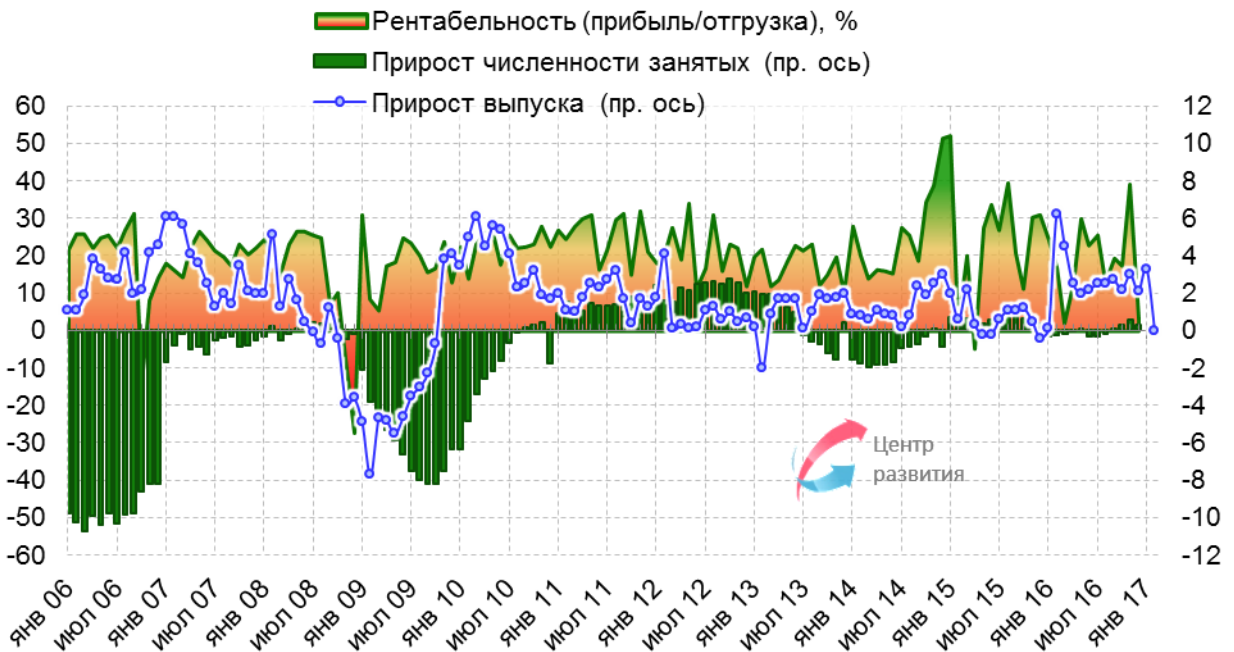
**NEW**



*С учётом уточнения данных по промышленности и перехода на ОКВЭД2*

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

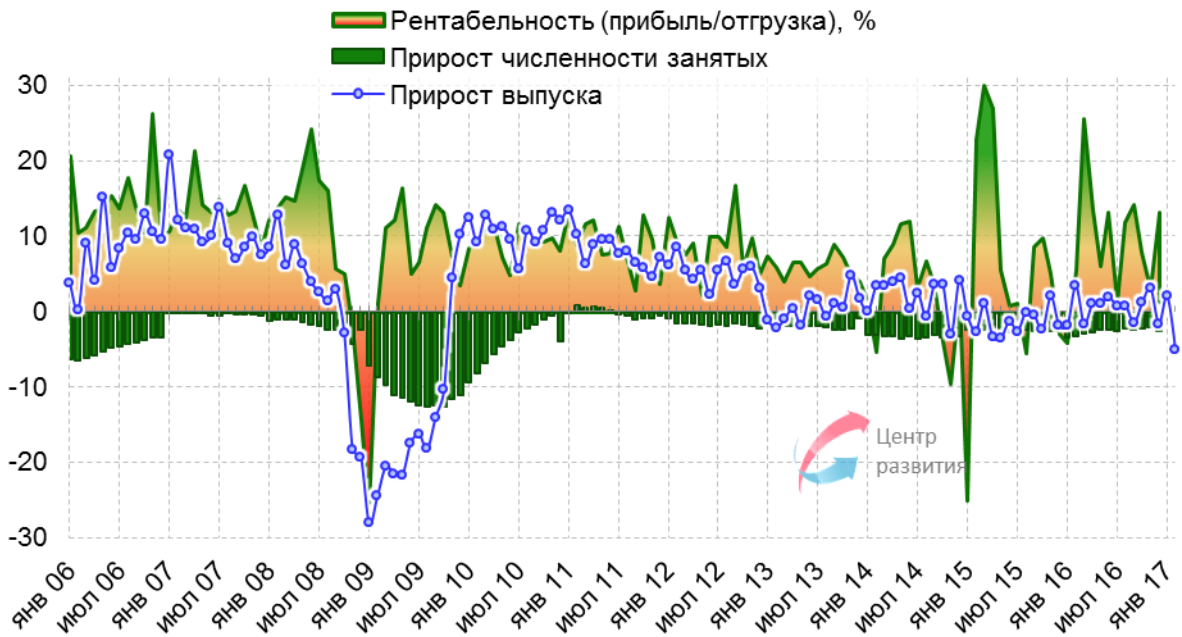
**NEW**



*С учётом уточнения данных по промышленности и перехода на ОКВЭД2*

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

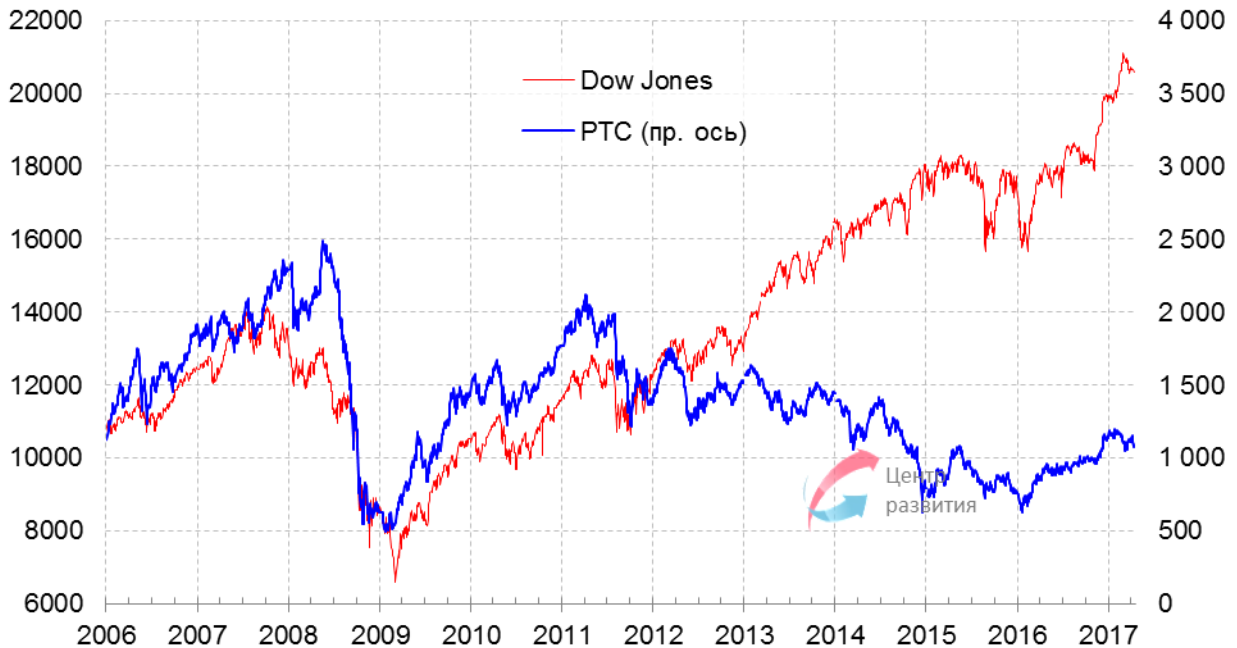
**NEW**



*С учётом уточнения данных по промышленности и перехода на ОКВЭД2*

**Динамика фондовых индексов**

**NEW**





## КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

<sup>[1]</sup> Данные о внешней торговле за март 2017 г. и о сальдо счёта текущих операций за период с октября 2016 г. по март 2017 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

<sup>[2]</sup> 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.

<sup>[3]</sup> 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.

<sup>[4]</sup> Единый социальный налог, начиная с 2010 года, не взимается.

## Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева  
Наталья Акиндинова  
Елена Балашова  
Николай Кондрашов  
Людмила Коновалова  
Алексей Кузнецов  
Валерий Миронов  
Дмитрий Мирошниченко  
Светлана Мисихина  
Сергей Пухов  
Наталья Самсонова  
Сергей Смирнов  
Ксения Чекина  
Алёна Чепель  
Андрей Чернявский

## Ждем Ваших вопросов и замечаний!

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

**НИУ «ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»:** тел. +7 (495) 621-79-83, e-mail: [hse@hse.ru](mailto: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 2017 году