



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

⊕ 136

27 июня – 12 июля 2017 г.

## КОММЕНТАРИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	СОИ: снижение цен на нефть и слабый внутренний спрос препятствуют ускорению роста
ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Индексы РЭА: оживление несомненно, но насколько оно устойчиво?
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Экономическая конъюнктура в июне 2017 г. и перспективы роста экономики
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	«Денег нет, но вы держитесь!» – СТО обнулится, но рубль пока держится
БЮДЖЕТ	Долг в условиях санкций

## ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

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

# Комментарии

## Циклические индикаторы

### 1. СОИ: снижение цен на нефть и слабый внутренний спрос препятствуют ускорению роста

*В июне 2017 г. Сводный опережающий индекс (СОИ) снизился до 0,7%, но все же остался в положительной области, предвещая тем самым слабopоложительную динамику.*

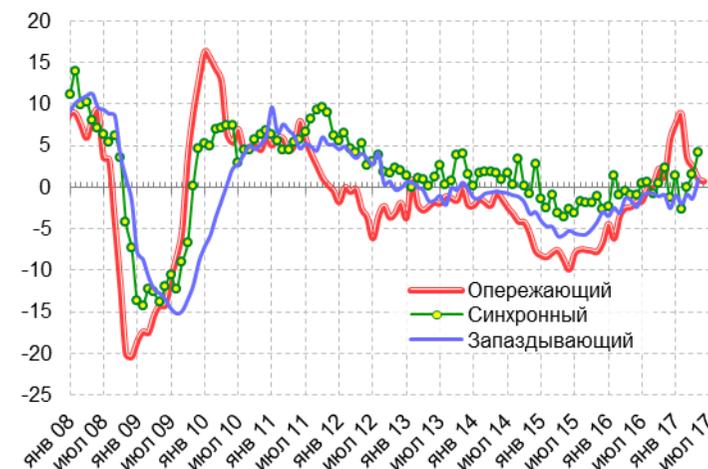
В июне 2017 г. наибольший позитивный импульс исходил со стороны денежного предложения и фондового рынка (индекс РТС заметно вырос на 7,5% по сравнению с июнем прошлого года). Напротив, средняя цена нефти Urals оказалась на 2,5% меньше, чем было в июне прошлого года (46 долл./барр. против 47 долл./барр.). Хотя это снижение, в общем, незначительно, эффект базы, связанный со снижением нефтяных цен в начале прошлого года, можно считать исчерпанным: ожидать позитивного импульса с этой стороны не приходится.

Внутренний спрос остается слабым, динамика новых заказов и уровня запасов готовой продукции дают разнонаправленные сигналы при небольшой их положительной результирующей. В совокупности с негативной динамикой нефтяных цен это говорит о том, что в ближайшие месяцы скорее последует замедление роста, чем его ускорение.

Впрочем, вхождения СОИ в отрицательную область, означающего появление риска нового спада, мы пока не ожидаем.

*Сергей Смирнов*

**Рис. 1.1. Динамика сводных циклических индексов, янв. 2008 г. – июнь 2017 г. (прирост за год), в %**



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Циклические индикаторы

### 2. Индексы РЭА: оживление несомненно, но насколько оно устойчиво?

*В мае 2017 г. Сводный индекс региональной экономической активности (РЭА) заметно превысил критический 50%-ный уровень, что указывает на выход экономики большинства регионов из депрессивного состояния.*

В мае 2017 г. Сводный индекс региональной экономической активности (РЭА) по России вырос с 48,0 до 58,3% (рис. 2.1). При этом 50%-ную отметку преодолели четыре из пяти важнейших секторов и семь из восьми федеральных округов (рис. 2.2), что говорит о «фронтальном» улучшении ситуации.

Промышленный индекс РЭА в мае составил 79%, что подтверждает устойчивое – по крайней мере, на протяжении последнего года – повышение экономической активности в этом секторе экономики. Заметный рост наблюдался также в оптовой торговле и платных услугах (57-59%), а в розничной торговле экономическая активность выросла впервые с начала 2015 г. (52%). Единственный сектор, где ситуация по-прежнему хуже, чем она была в прошлом году, это строительство (44%). Казалось бы, все не так уж плохо, но нужно помнить, что важнейшие инвестиционные предпосылки долгосрочного роста формируются именно в строительном секторе.

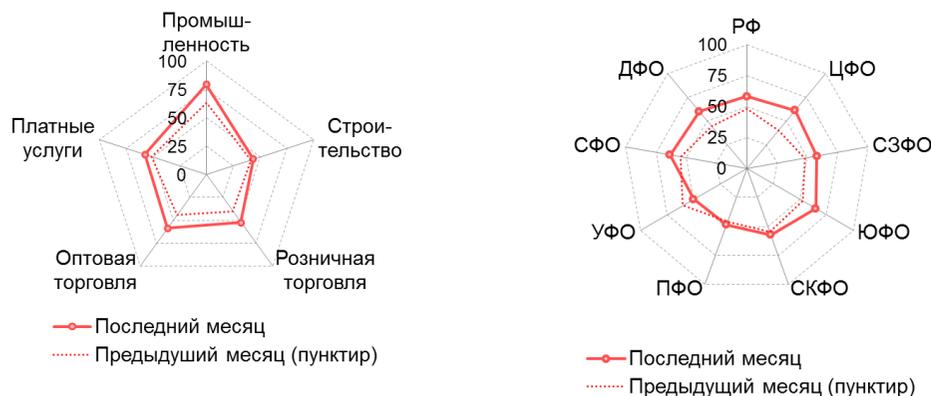
В разрезе федеральных округов ситуация также улучшилась почти повсеместно. Исключение составил Приволжский ФО, но и здесь значение индекса РЭА (49%) оказалось близким к критической 50%-ной отметке; в Уральском ФО индекс РЭА составил ровно 50%, а во всех остальных ФО он значительно превысил этот рубеж, достигнув 57-60% и выше.

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



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

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

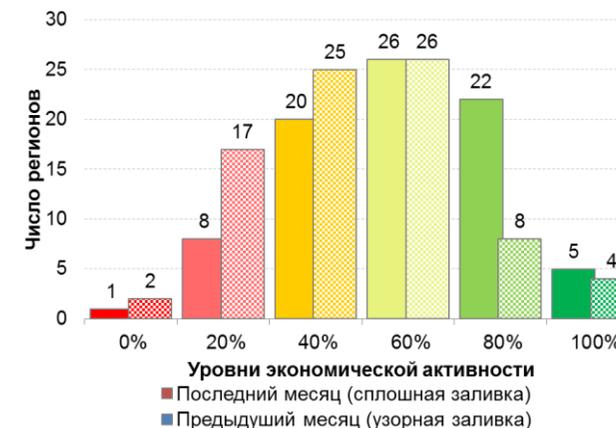


Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

На уровне отдельных регионов (областей, краев и республик) майский индекс РЭА превысил 50%, указывая на рост экономической активности, в 53 случаях из 82. При этом число регионов, в которых *сокращаются* все пять секторов экономики или растёт только один из пяти, в мае снизилось с 19 до 10 (рис. 2.3). Напротив, число регионов с преобладанием роста (рост в четырех или во всех пяти секторах) выросло с 12 до 27. И хотя доля регионов, в которых растут четыре или пять секторов экономики, остается существенно ниже, чем это характерно для фазы уверенного экономического роста (рис. 2.4, области, закрашенные оттенками зеленого цвета), заметное улучшение конъюнктуры очевидно.

В число самых проблемных (индекс РЭА = 0), по итогам мая, вошел только один регион – Самарская область, где сократились все пять секторов (рис. 2.5, закрашено темно-красным цветом). Еще в восьми регионах сократились четыре из пяти секторов (индекс РЭА = 20%, закрашено розовым). На долю этих двух групп в совокупности пришлось 28% от ВРП России (в апреле было 36%), что указывает на продолжение рецессии в некоторых крупных регионах, прежде всего, в г. Москва (22% от совокупного ВРП), Самарской области и Пермском крае (по 2%).

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



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

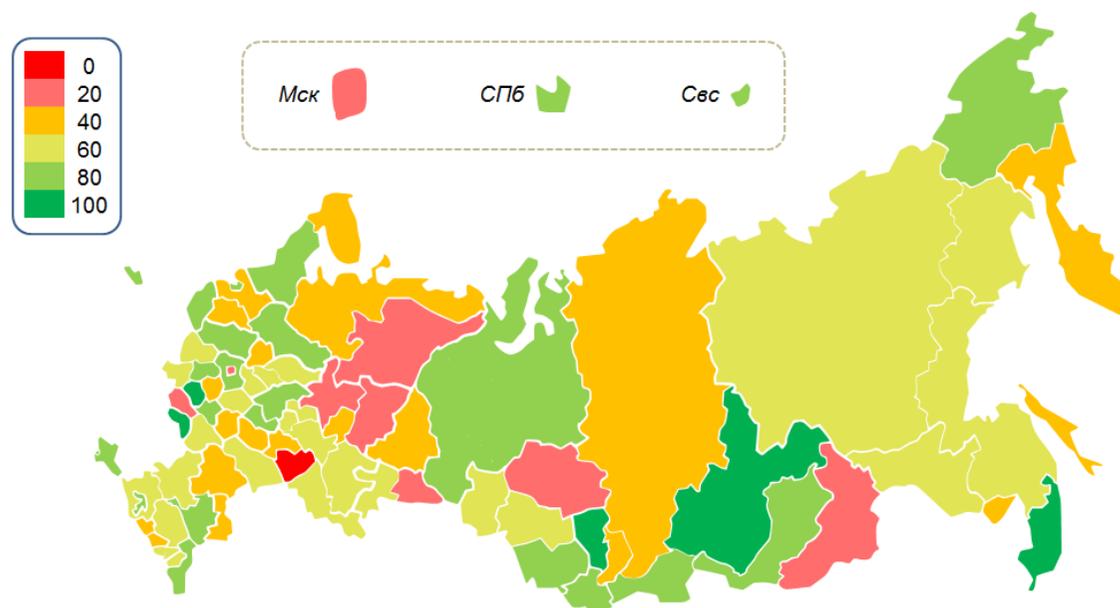
**Рис. 2.4. «Теплограмма»: доли регионов с разным уровнем экономической активности (январь 2005 г. – май 2017 г.)**



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

К числу наиболее успешных регионов, по итогам мая, относятся: Белгородская, Орловская, Иркутская, Кемеровская области и Приморский край, где выросли все пять секторов (индекс РЭА = 100%, темно-зеленый цвет), и еще 22 региона, где выросли четыре из пяти секторов (индекс РЭА = 80%, светло-зеленый цвет). В совокупности на долю всех этих регионов пришлось 31% от ВРП России (в апреле было 22%).

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



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Число регионов, в которых экономическая активность выросла «в среднем» за три последних месяца (март-май 2017 г.), составило 45, это несколько больше половины (55%) от общего числа. В число наименее успешных (средний за три месяца индекс РЭА не выше 20%) вошли пять регионов: Курская область,

Республика Коми, Новгородская область, Пермский край, Самарская область. Наиболее успешными (средний за три месяца индекс РЭА выше 80%) оказались три региона: Иркутская и Кемеровская области, а также Приморский край.

В целом, хотя примерно в 10% от общего числа российских регионов рецессия еще далека от завершения, **глубина и территориальная «распространенность» спада в мае заметно уменьшилась**. Если эта тенденция закрепится, можно будет со всей определенностью говорить о завершении очередной российской рецессии. Однако это не означает, что за выходом из рецессии непременно последует быстрый восстановительный рост. Пока улучшение ситуации в сравнении с прошлым годом в значительной степени объясняется именно низкой базой, а вовсе не тем, что российская экономика «оседлала» новую волну роста.

Сергей Смирнов

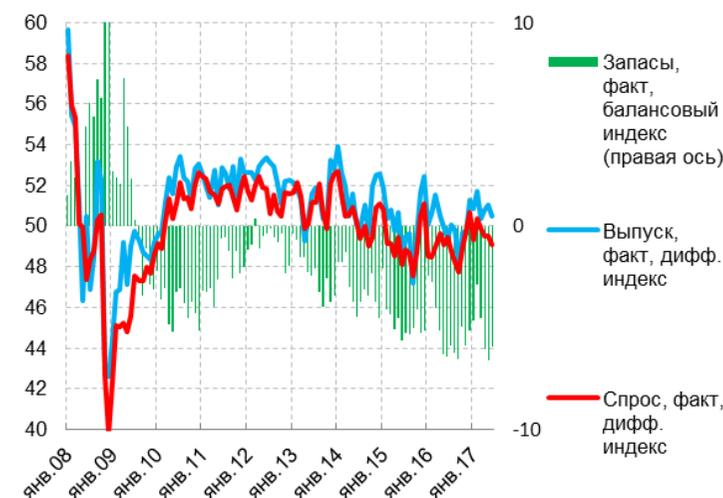
## Макроэкономика

### 3. Экономическая конъюнктура в июне 2017 г. и перспективы роста экономики

*Июньские опросы Росстата говорят о продолжении роста выпуска в промышленности на фоне снижения спроса и недостаточности запасов. При этом фактор запасов, согласно новым прогнозам международных организаций, перестанет поддерживать рост российской экономики уже в 2018 г., что ограничит его величиной около 1,5% в год. Это более чем в два раза ниже прогнозируемых темпов роста мировой экономики. В связи с этим необходим комплекс мер по поддержанию роста, которые в условиях стабильно высоких инфляционных ожиданий не могут быть связаны с резким смягчением денежно-кредитной политики.*

После весьма оптимистичной майской статистики по динамике промышленного производства (по данным Росстата, оно выросло на 5,6% год к году), июньские

Рис. 3.1. Динамика индексов выпуска, спроса и запасов готовой продукции в промышленности, по данным опросов Росстата, в январе 2008 – июне 2017 гг.



Примечание: динамика промышленности в целом получена взвешиванием первичных данных Росстата со снятой сезонностью по секторам обеспечения электрической энергией, газом и паром, добычи и обрабатывающей промышленности весами 2010 г.

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

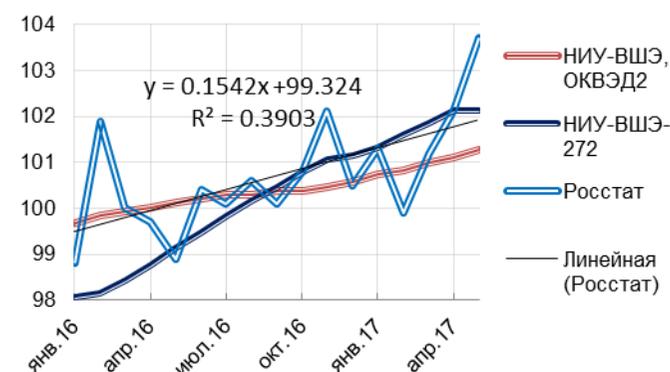
опросы Росстата по динамике конъюнктуры в промышленности представляют особый интерес. Их результаты не говорят о коренном улучшении экономической ситуации (рис. 3.1). В июне 2017 г. диффузный индекс выпуска продукции в промышленности составил, по нашим расчетам, 50,5%, что ниже майского уровня (51%), но по-прежнему превышает 50%, и говорит о продолжении роста. Однако при этом уровень и динамика спроса выглядят заметно хуже выпуска. Спрос, в отличие от выпуска, судя по опросам, продолжает сокращаться, хотя и замедляющимися темпами. В июне диффузный индекс спроса в промышленности, по нашим расчетам, находился на уровне 49,1%, что на 0,4 п.п. хуже майского показателя (рис. 3.1).

Рост выпуска на фоне снижения спроса выглядит парадоксальным лишь на первый взгляд, так как частично увеличение объемов производства может быть направлено на пополнение товарно-материальных запасов, объем которых, судя по опросам, значительно ниже «нормального» значения. Разница (баланс) оценок «запасы выше нормы» и «запасы ниже нормы» находилась в июне на уровне минус 6%, что, учитывая последовательное увеличение этого разрыва за последний год, может говорить о постепенном росте оптимизма промышленников относительно выхода из рецессии.

При некотором улучшении настроений промышленников, фактическая и ожидаемая на ближайшую перспективу динамика промышленности и экономики в целом далека от желаемой и необходимой, в частности, от темпов роста большинства конкурентов России по G-20 (за исключением Италии, Бразилии, Саудовской Аравии и Южной Африки). Мировая экономика в целом в этом году, по новой (июньской) оценке Банка международных расчетов (БМР), вырастет на 3,5% при ожидаемом росте российского ВВП на 1,3%.

Прогнозируемые темпы роста российского ВВП можно оценить исходя из динамики торгуемых секторов (прежде всего, промышленности и сельского хозяйства) и неторгуемых секторов. **Инерционная (трендовая) динамика промышленности, если судить по данным Росстата и НИУ ВШЭ за период с**

**Рис. 3.2. Динамика промышленного производства по данным Росстата (ОКВЭД 2) и НИУ-ВШЭ, в январе 2015 – мае 2017 гг., с устранением сезонного и календарного факторов, в % к среднемесячному значению 2014 г.**



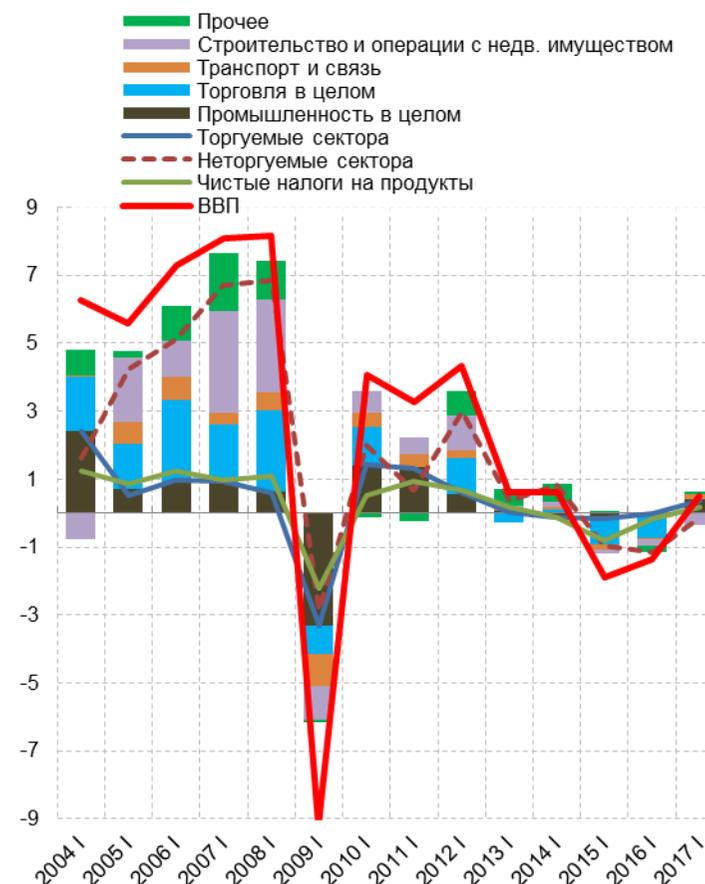
*Примечание:* НИУ-ВШЭ-272 – использованы данные по 272 видам промышленной продукции; НИУ-ВШЭ, ОКВЭД2 – использованы данные ОКВЭД2.

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

начала 2016 г., составляет около 1,8-2% в год (рис. 3.2). При этом динамика неторгуемых секторов, которые многие годы за счет быстрого роста торговли, строительства и операций с недвижимостью вносили решающий вклад в прирост российского ВВП, будет ограниченной (рис. 3.3). Это связано с тем, что основным фактором роста спроса на услуги неторгуемых секторов (в том числе бюджетных) был сильный рост цен на сырьевые товары (прежде всего, на нефть), который теперь сошел на нет. В связи с этим динамика неторгуемых секторов, составляющих не менее двух третей в составе ВВП, в ближайшее время вряд ли будет превышать темпы роста торгуемых секторов (прежде всего, промышленности), а скорее – будет от них отставать. Это значит, что темпы роста экономики в целом не будут превышать 1,5%, по крайней мере, в ближайшие год-два. При этом надо учитывать, что доля быстро увеличивавшегося выпуск в последние годы сельского хозяйства, которое в 2013-2016 гг. росло в среднем на 3,1% за год, невелика (около 4% ВВП в 2016 г.), а его динамика в силу тяжелого российского климата и недостаточного уровня технологического развития все еще неустойчива. Так, в первом квартале текущего года сельское хозяйство снизило объем выпуска на 0,5% относительно того же периода прошлого года после впечатляющего роста на 3,6% в 2016 г. Остается надеяться только на промышленность, но ее перспективы в условиях слабого внутреннего спроса зависят от динамики экспортной активности несырьевых секторов, для ускорения которых необходимы значительные инвестиционные вложения в обновление производства и повышение качества продукции.

В связи со сказанным выше, прогнозируемые БМР, Всемирным Банком и ОЭСР темпы роста российской экономики на 2017 г. в размере 1,3-1,4% (табл. 3.1) не вызывают удивления, хотя в прогнозе ОЭСР прямая разница между динамикой совокупного внутреннего спроса (включая запасы) и чистого экспорта дает более высокую оценку – 1,8% (табл. 3.1).

Рис. 3.3. Вклад торгуемых и неторгуемых секторов в прирост ВВП год к году, в % и п.п.



Примечание: к торгуемым секторам отнесена промышленность в целом, сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство, рыболовство и рыбоводство. К неторгуемым секторам отнесены все остальные в составе произведенного ВВП за исключением чистых налогов на продукты. Данные за первый квартал 2017 г. по ОКВЭД2 приведены в формат ОКВЭД1.

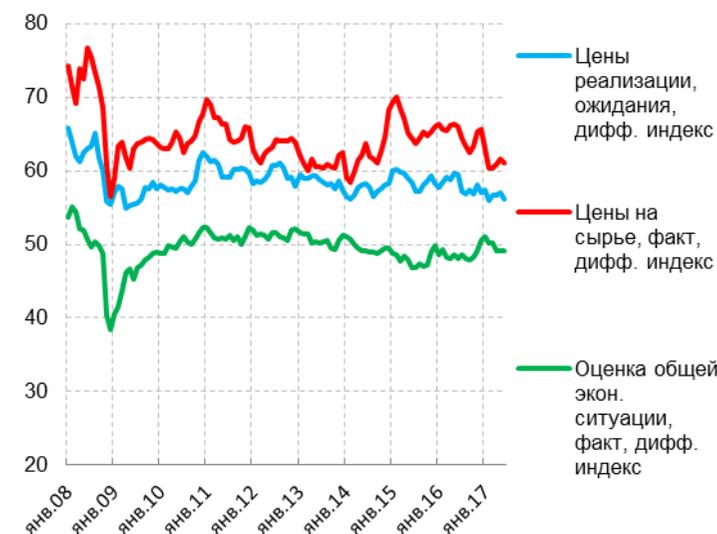
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Таблица 3.1. Прогнозы развития российской экономики на период до 2019 г.

	Прогноз роста (в % к предыдущему году)						Вклад в экономический рост (в процентных пунктах)		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Всемирный Банк, май 2017 г.</b>									
ВВП	0,7	-2,8	-0,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4
Потребление				1,1	1,6	1,6	0,7	1,0	1,1
Валовое накопление				8,0	1,5	1,1	1,5	0,3	0,2
Валовое накопление осн. капитала				2,0	2,5	3,5	0,4	0,5	0,7
Экспорт				2,0	2,3	2,5	0,6	0,7	0,8
Импорт				10,0	4,0	4,0	-1,5	-0,6	-0,7
Чистый экспорт							-0,9	0,1	0,1
<b>ОЭСР, июнь 2016 г.</b>									
ВВП	0,7	-2,8	-0,2	1,4	1,6	н.д.	1,4	1,6	н.д.
Частное потребление домохозяйств	2,0	-9,7	-4,5	1,2	2,7	н.д.	0,6	1,4	н.д.
Гос. потребление	-2,1	-3,1	-0,5	-0,5	-2,5	н.д.	-0,1	-0,5	н.д.
Валовое накопление осн. капитала	-1,1	-9,7	-2,2	2,0	1,6	н.д.	0,4	0,3	н.д.
Изменение запасов							1,1	0,0	н.д.
Совокупный внутренний спрос	-0,6	-9,5	-2,3	2,2	1,3	н.д.	2,0	1,3	н.д.
Экспорт	0,6	3,6	3,1	3,4	3,0	н.д.	0,9	0,8	н.д.
Импорт	-7,1	-26,0	-4,0	5,0	2,2	н.д.	1,0	0,5	н.д.
Чистый экспорт							-0,2	0,3	н.д.

Источник: Всемирный Банк, ОЭСР.

Рис. 3.4. Динамика индексов роста цен производителей и оптимизма в промышленности, по данным опросов Росстата, в январе 2008 – июне 2017 гг.



Примечание: динамика индексов для промышленности в целом получена взвешиванием первичных данных Росстата со снятой сезонностью по секторам обеспечения электрической энергией, газом и паром, добычи и обрабатывающей промышленности весами 2010 г.

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

На 2018 г. темпы роста немногим выше, так как, несмотря на некоторое ускорение роста потребления и накопления основного капитала (в прогнозе Всемирного Банка) и частного потребления домохозяйств (в прогнозе ОЭСР), положительный вклад наращивания запасов, оцениваемый в 2017 г. в размере около 1 п.п. в обоих прогнозах, сходит на нет (табл. 3.1). В прогнозе ОЭСР в 2018 г. на фоне стремления к снижению дефицита бюджета также заметно ухудшается динамика государственного потребления (табл. 3.1). При этом прогнозисты международных организаций не верят в быстрый рост чистого экспорта: его отрицательный вклад в прирост ВВП в 2017 г., связанный с опережающим ростом импорта по сравнению с экспортом, в последующие два года становится слабоположительным – на уровне 0,1-0,3 п.п. ВВП, что явно недостаточно для рывка экономики.

При этом в **докладах международных организаций справедливо отмечается, что российская экономика, благодаря адекватной макроэкономической политике регуляторов, прошла кризис, связанный с падением цен на нефть, лучше многих нефтеориентированных экономик, несмотря на санкции и геополитические трения.** Так, по данным БМР, в 2015-2016 гг. объем золотовалютных резервов России сократился лишь на 19 млрд долл., тогда как у стран Ближнего Востока – на 228 млрд долл. Суммарный долг нефинансового частного сектора российской экономики относительно 2007 г. вырос к концу 2016 г. лишь на 18%, а у развивающихся экономик – на 30%, в том числе у Китая – на 95%. При этом уровень этого долга у России составляет 68% ВВП, у развивающихся экономик – 107%, у развитых – 195%, а в среднем по миру – 138%. Банковская система России, несмотря на все пертурбации, по данным БМР, не демонстрирует признаков надвигающегося стресса, в отличие от банковских систем нескольких экономик из G-20.

При всем этом, перспективы роста российской экономики пока не впечатляют. Каковы пути его ускорения? **Хотя в новых докладах международных организаций, опубликованных в мае-июне текущего года, говорится о возможностях смягчения денежно-кредитной политики, однако ценовые**

**Рис. 3.5. Динамика Индекса неопределенности экономической политики (Economic Policy Uncertainty Index – EPU index) и его 12-месячная скользящая средняя для России**



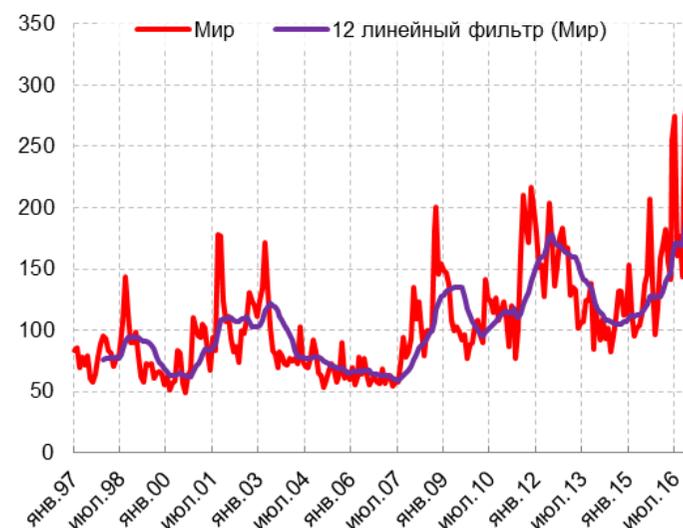
Источник: "Measuring Economic Policy Uncertainty" by Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

**ожидания в промышленности, судя по опросам Росстата, высоки и снижаются медленно** (рис. 3.4), что, на наш взгляд, не позволяет рассчитывать на быстрое снижение ключевой ставки Банком России. Уровень неопределенности экономической ситуации в российской экономике (впрочем, как и в мировой) находится на максимумах за весь период наблюдений. Для России с этой точки зрения повторяется ситуация 90-х годов (см. рис. 3.5 и 3.6).

**В связи с этим для российских властей важно снизить неопределенность, оживить инвестиционный процесс за счет модернизации финансового сектора, включая рынок ценных бумаг (который играет все более важную роль) и активизации внешних инвестиций.** На фоне растущей неопределенности Банк международных расчетов в своем июньском докладе выявляет целый ряд других острых проблем мировой экономики, выделяя для этого специальный раздел. В их числе – рост неравенства в распределении доходов, усиление протекционизма и актуализация проблемы перестройки регулирования мировой финансовой системы, не соответствующего достигнутому уровню воздействия на реальный сектор (посредством ВТО и других организаций). Только ленивый не говорит о проблеме изменения климата и помощи в решении экологических проблем развивающимся странам со стороны развитых, а также о проблемах миграции. На фоне сохранения нерешенными долговых проблем мировой экономики, ставших причинами мирового кризиса 2007-2009 гг., можно говорить о продолжении переходного процесса в развитии мирового хозяйства, нацеленного на формирование новой модели роста. Проявив на этом фоне инициативу и лидерство в организации решения проблем мировой экономической системы, Россия может не только помочь нуждающимся, но и постараться изменить «международную повестку дня», что косвенно облегчит привлечение в страну новых инвестиций. Такого рода позитивное изменение повестки, на наш взгляд, может послужить дополнительным (к модернизации институтов, технологий и систем управления) фактором экономического роста и ухода от продолжительной стагнации.

*Валерий Миронов, Алексей Кузнецов*

**Рис. 3.6. Динамика Индекса неопределенности экономической политики (Economic Policy Uncertainty Index – EPU index) и его 12-месячная скользящая средняя для мира в целом**



Источник: "Measuring Economic Policy Uncertainty" by Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Платёжный баланс

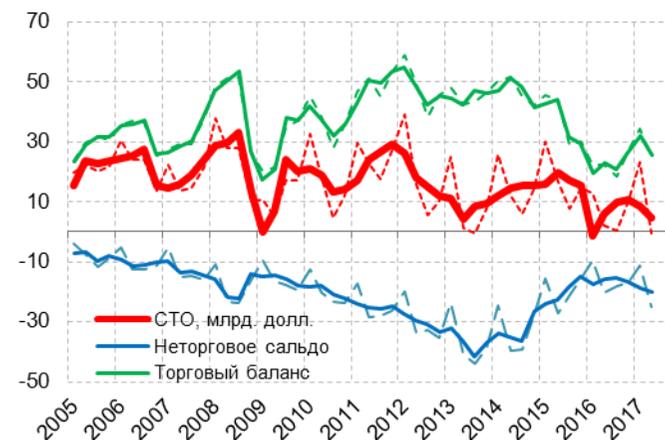
### 4. «Денег нет, но вы держитесь!» – СТО обнулится, но рубль пока держится

Согласно оценке Банка России, сальдо счёта текущих операций (СТО) во втором квартале оказалось отрицательным и составило -0,3 млрд долл. (рис. 4.1). Одновременно с этим сформировался чистый приток капитала частного сектора в размере 2,9 млрд долл. Не типичная для российской экономики конструкция платёжного баланса (дефицит по текущему счёту и профицит – по финансовому) стала следствием роста импорта и инвестиционных выплат.

Последний раз небольшой дефицит СТО наблюдался в третьем квартале 2013 года, а до этого – лишь перед кризисом 1998 года. Оба эти события впоследствии сопровождалось ослаблением рубля и восстановлением профицита СТО. Стоит ли ждать падения рубля в этот раз? В июне национальная валюта, впервые за пять месяцев, вновь стала обесцениваться, достигнув 60 руб./долл. В первой декаде июля это процесс продолжился. Безусловно, основным лейтмотивом ослабления рубля стало снижение нефтяных цен. В то же время данные Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) свидетельствуют о выводе четвертый месяц подряд средств из фондов, ориентированных на российские активы. Похоже, надежды на Трампа не оправдались, и потепления отношений с США, впрочем, как и с ЕС, в ближайшее время ожидать не стоит. В то же время для очередного валютного кризиса пока нет оснований.

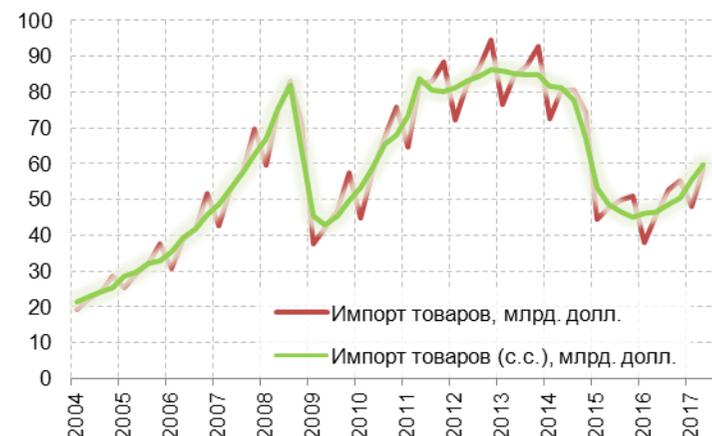
Во втором квартале произошло снижение нефтяных цен до 48,6 долл./барр. против 52,3 долл./барр. в среднем за первые три месяца текущего года. Однако сокращение стоимости экспорта российского топлива (нефть, нефтепродукты и газ) полностью компенсировалось **ростом прочего экспорта**. Несмотря на падение нефтяных цен в отдельные дни до 43 долл./барр., мы не ожидаем скорого повторения нефтяного кризиса в условиях заморозки добычи нефти странами ОПЕК+.

Рис. 4.1. Динамика счёта текущих операций (факт и с устранённой сезонностью), млрд долл.



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

Рис. 4.2. Динамика стоимости импорта, млрд долл.



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

С начала прошлого года имеет место **тенденция к росту стоимости импорта** товаров, с устранённой сезонностью (рис. 4.2), которая ускорилась за последние два квартала (соответственно на 10% и 7% к предыдущему периоду). Такая динамика, безусловно, оказывает давление на платёжный баланс и может стать причиной дефицита СТО и ослабления рубля в случае стагнации экспорта.

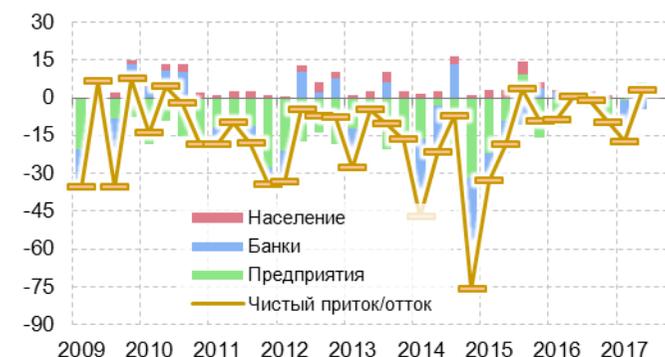
Три последних квартала подряд **растёт совокупный дефицит услуг и доходов** (рис. 4.1). Быстрыми темпами восстанавливается импорт услуг в части поездок российских граждан за рубеж. Снижение зарубежных активов частного сектора в условиях санкций приводит к падению получаемых из-за рубежа доходов. Адаптация к зарубежным санкциям и рост заимствований российских компаний за рубежом сопровождается ростом инвестиционных выплат нерезидентам.

С учётом текущих тенденций, при сохранении текущих цен на нефть во втором полугодии можно ожидать **сокращения положительного сальдо СТО** до 14 млрд долл. (согласно июньским оценкам Банка России) по сравнению с 23 млрд долл. в первом полугодии. В этом случае резко возрастает зависимость рубля от оттока капитала.

Чистый приток капитала частного сектора во втором квартале текущего года составил почти 3 млрд долл. Этому способствовало **увеличение ПИИ в российскую экономику** до 9 млрд долл. Однако в какой степени этот рост связан с приходом новых инвесторов или с реинвестированными доходами (во втором квартале начисляются дивиденды) – станет известно позже. В результате российские компании стали нетто-импортёрами капитала – второй раз за последние восемь лет. Однако в условиях сохранения санкций против России такое состояние (чистый приток капитала) вряд ли можно назвать устойчивым.

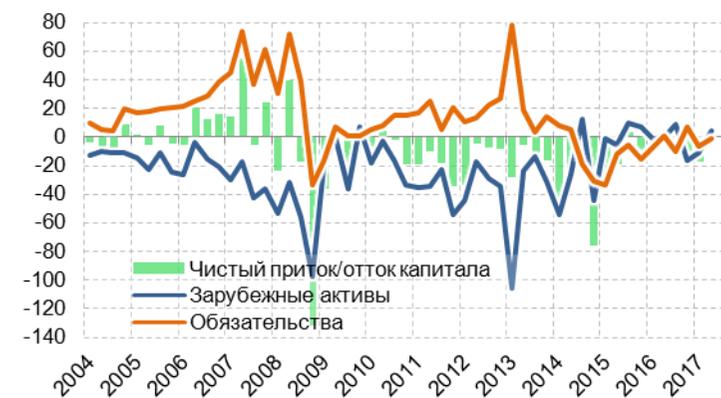
Российские банки по-прежнему вынуждены сокращать зарубежные активы, чтобы расплатиться по внешним обязательствам. Происходит **рост чистой международной инвестиционной позиции банковской системы** (активы превышают обязательства).

Рис. 4.3. Динамика притока/оттока капитала частного сектора по секторам экономики, млрд долл.



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

Рис. 4.4. Динамика притока/оттока капитала частного сектора по направленности потоков, млрд долл.



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

По всей видимости, во втором полугодии сохранится чистый отток капитала. Банк России оценивает его масштаб на уровне 5 млрд долл. Но это все равно почти в три раза меньше ожидаемого профицита СТО. Если этот прогноз сбудется, со стороны финансового счета давление на **российский рубль** будет оказывать лишь покупка валюты Минфином.

*Сергей Пухов*

## Бюджет

### 5. Долг в условиях санкций

*В соответствии с уточненными данными Банка России, российский корпоративный внешний долг за 2016 г. сократился всего на 3% – намного меньше, чем в 2014 и 2015 гг. В первом квартале 2017 г. этот показатель вырос на 1%. Такая динамика в условиях сохранения санкций свидетельствует об изменениях в структуре корпоративных заемщиков.*

Вначале обратимся к недавней истории. Первая половина 2000-х гг. характеризовалась активным ростом внешней корпоративной задолженности, составлявшей с 2007 г. порядка 90% совокупного внешнего долга. За период с конца 2002 г. по начало 2014 г. долг финансовых и нефинансовых компаний России вырос почти в 14 раз (!) – с 47,0 млрд долл. до 651,2 млрд долл. Наибольшего объема (659,4 млрд долл.) этот показатель достиг в середине 2014 г. – к моменту принятия секторальных санкций, ограничивших доступ крупнейших российских компаний на внешние финансовые рынки.

После принятия секторальных санкций абсолютная величина задолженности корпораций начала сокращаться (рис. 5.1). В 2014 г. это сокращение составило 16%, в 2015 г. – 13% (в 2012 и 2013 гг. темп прироста задолженности составлял 15%). В 2016 г. быстрое сокращение прекратилось: в I квартале внешняя

**Рис. 5.1. Индекс роста и доля корпоративного долга в общем объеме внешнего долга, %**



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

задолженность корпораций даже несколько выросла, а по итогам года сократилась на 3%. В первом квартале 2017 г. задолженность вновь начала расти.

В соответствии с данными Банка России, к концу I квартала 2017 г. долг корпораций составил 465,4 млрд долл., снизившись почти на 30% по сравнению с показателем на 1 июля 2014 г. При этом на долю банковского сектора в настоящее время приходится около 26% корпоративного внешнего долга, оставшуюся часть составляют долги нефинансовых организаций (рис. 5.2).

Посмотрим на динамику основных индикаторов долговой устойчивости корпораций. В 2015 и 2016 гг. бремя долговой нагрузки на экономику росло. Как видно из рис. 5.3, за эти годы объем корпоративной задолженности по отношению к экспорту значительно увеличился, росло и соотношение корпоративного долга и ВВП – правда, со значительным замедлением в 2016 г. Рост долговой нагрузки в 2015 и 2016 гг. объяснялся сокращением ВВП в долларовом выражении вследствие обесценения рубля и снижением экспорта из-за падения мировых цен на энергоносители. Из данных рис. 5.3 следует также, что в I квартале 2017 г., несмотря на рост долга корпораций, тенденции роста индикаторов долговой устойчивости сменились на противоположные. Этому способствовало увеличение цен на нефть, укрепление рубля и прекращение падения ВВП. Можно предположить, что при условии сохранения относительно высоких нефтяных цен в 2017 г. долговая нагрузка снизится по итогам не только первого квартала, но и всего года в целом.

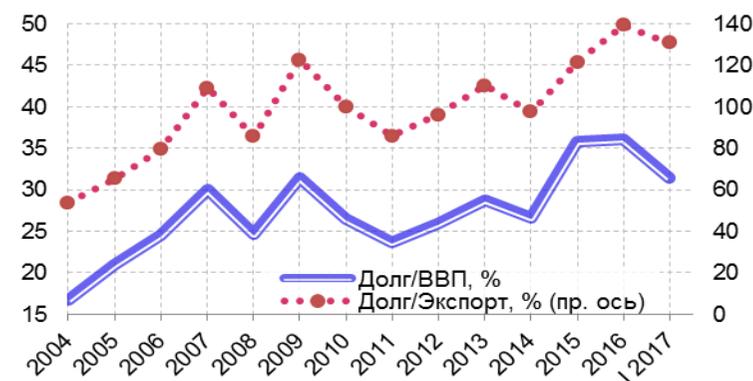
Вернемся к обсуждению динамики внешней корпоративной задолженности в 2016 г. и в I квартале 2017 г. На рис. 5.4 представлена поквартальная динамика внешней задолженности государственных и частных корпораций согласно оценкам ЦБ. Из данных рис. 5.4 следует, что в течение всего 2016 г. внешняя задолженность государственных корпораций снижалась, а частных – увеличивалась. К такому же выводу можно прийти на основе данных таблицы 5.1.

Рис. 5.2. Структура долга корпоративного сектора, млрд долл.



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

Рис. 5.3. Отношение корпоративного долга к ВВП и экспорту, %



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

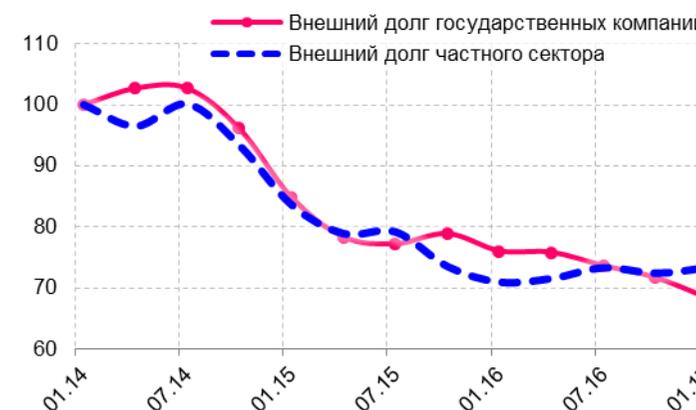
**Таблица 5.1. Динамика задолженности государственных компаний по еврооблигациям и синдицированным кредитам в валюте, млн долл. (в долларовом выражении на дату)**

	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.07.2017
Транснефть	1 050	1 050	1 050	1 050
Роснефть	30 238	17 766	14 741	10 835
Газпром	18 781	25 358	27 087	27 904
Газпром нефть	8 249	8 119	6 914	6 999
Газпромбанк	9 492	7 543	7 058	6 103
Внешэкономбанк	13 292	11 797	11 842	11 268
ВТБ	13 080	10 539	7 971	6 480
Банк Москвы	1 450	400	400	0
СЗРЦ ВТБ	400	0	0	0
ВТБ Капитал	488	206	199	215
Россельхозбанк	5 280	4 818	4 664	4 080
Сбербанк	16 294	12 622	12 674	10 016
<b>Сумма</b>	<b>118 095</b>	<b>100 219</b>	<b>94 601</b>	<b>84 950</b>
<b>Всего по России</b>	<b>262 387</b>	<b>237 362</b>	<b>239 496</b>	<b>245 623</b>

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

В таблице 5.1 представлена динамика задолженности в иностранной валюте по еврооблигациям и синдицированным кредитам крупнейших государственных заемщиков, а также суммарные показатели. Из данных таблицы видно, что в целом задолженность государственных заемщиков быстро снижается. Эта тенденция продолжается и в I квартале 2017 года. Исключение составляет Газпром, задолженность которого росла в 2015, и в 2016 годах, и в I квартале 2017 г. По России в целом внешний долг по еврооблигациям и синдицированным кредитам в 2016 г. и в первом полугодии 2017 г. увеличивался. Очевидно, что этот рост происходил за счет частных корпораций. Доля частных корпораций во внешнем долге увеличилась с 52,5% на начало 2016 г. до 56% на конец I квартала 2017 г.

**Рис. 5.4. Индексы роста внешнего долга государственных компаний и частных корпораций (100 = долг на начало 2014 г., в %)**



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

Разнонаправленная динамика внешней задолженности у государственных и негосударственных компаний, безусловно, связана с режимом секторальных санкций, который распространяется на крупнейшие российские банки и энергетические компании. Отметим, что Газпром не входит в санкционные европейские списки, и имеет возможность перекредитовываться и наращивать долг (хотя отсутствие санкций не является гарантией его долговой устойчивости). Во второй половине 2014 г. и 2015 г. частные корпорации сокращали внешнюю задолженность. Это могло быть связано, в частности, с нежеланием американских и европейских банков кредитовать какие либо российские компании независимо от санкций. В 2016 г. ситуация изменилась. Частные российские компании получали долгосрочное финансирование; это же относится и к I кварталу 2017 г. В первом полугодии 2017 г., по данным информационного агентства Sбonds, российские эмитенты разместили облигационные займы в иностранной валюте (преимущественно в долларах США) на сумму, превышающую 31 млрд долл. К числу крупных заемщиков в этот период, в частности, относились корпорации Норильский никель, РУСАЛ, Северсталь, ВымпелКом и, конечно же, Газпром.

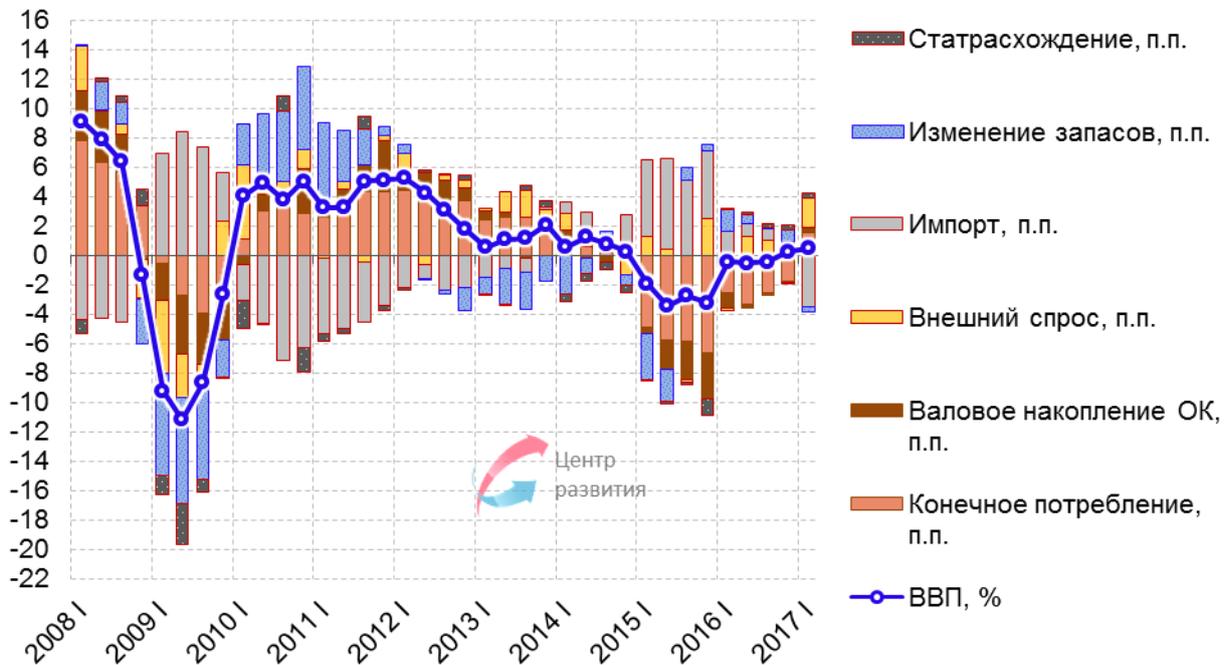
С точки зрения получения финансирования за рубежом, российские корпорации работают, по меньшей мере, в трех режимах: режиме индивидуальных санкций, режиме секторальных санкций и в режиме, формально не ограничивающем получение зарубежного финансирования. Данные Банка России свидетельствуют о том, что после шока 2014 и 2015 гг. российские компании постепенно возвращаются на международные финансовые рынки. Безусловно, это является фактором оживления российской экономики. Однако ситуация в этой сфере может развиваться в соответствии как с позитивными, так и с негативными сценариями, в том числе сценариями, связанными с введением новых санкций, обсуждаемых в Конгрессе США.

*Андрей Чернявский, Дарья Авдеева*

## Экономика в «картинках»

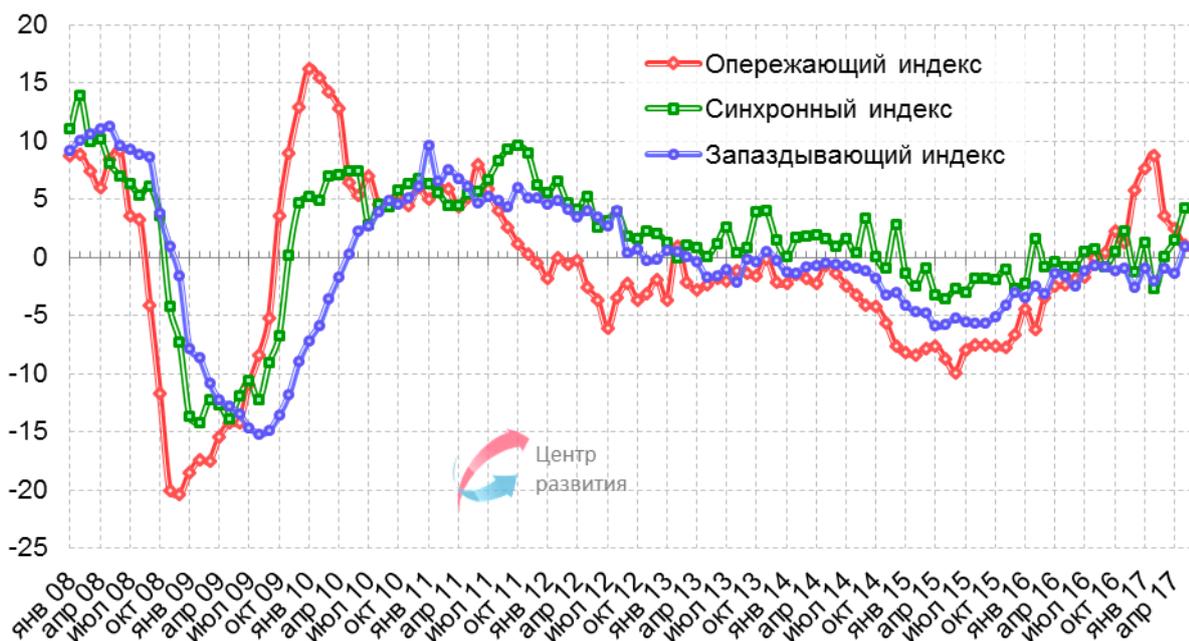
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)

NEW

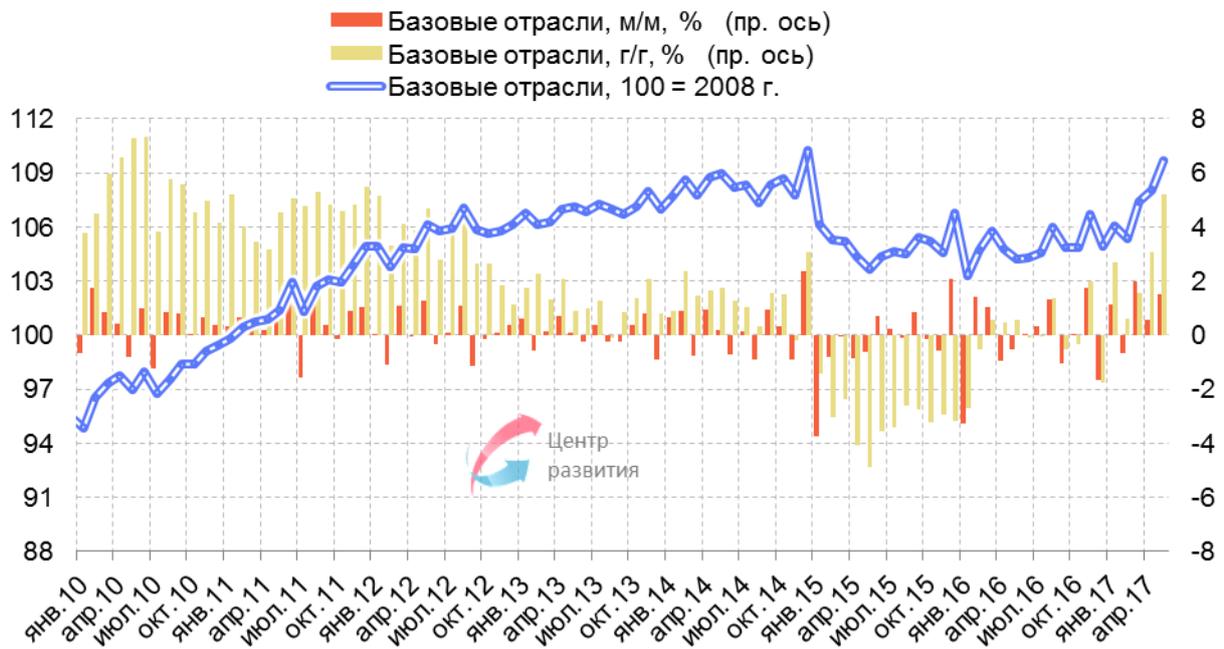


Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW

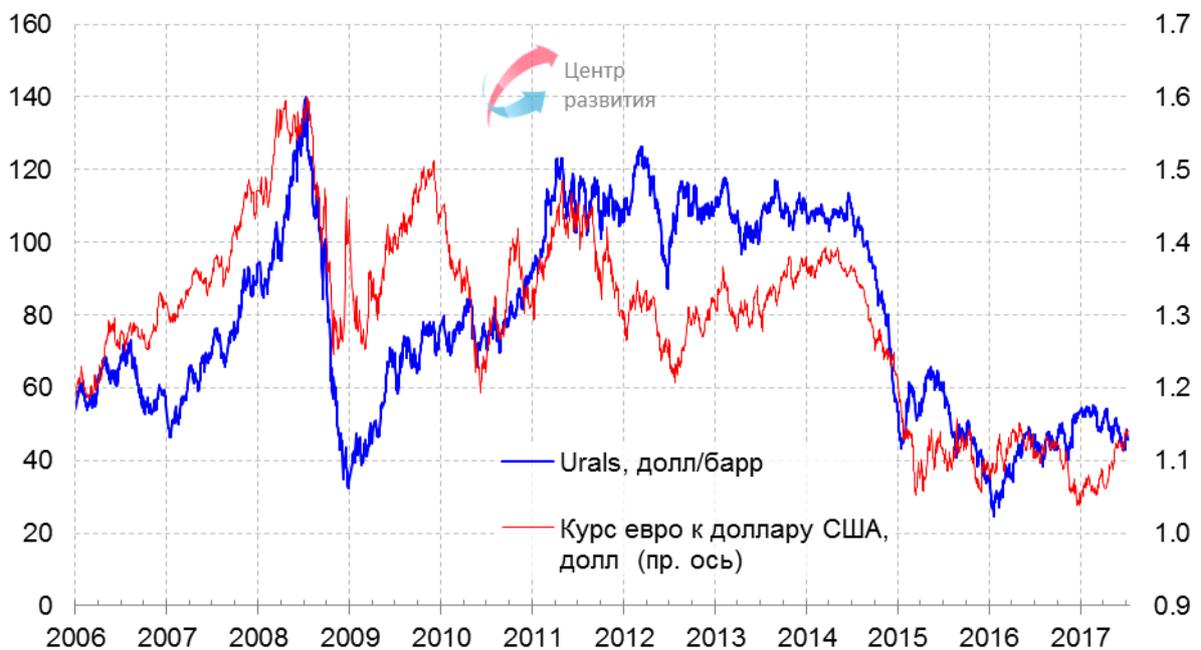


### Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)



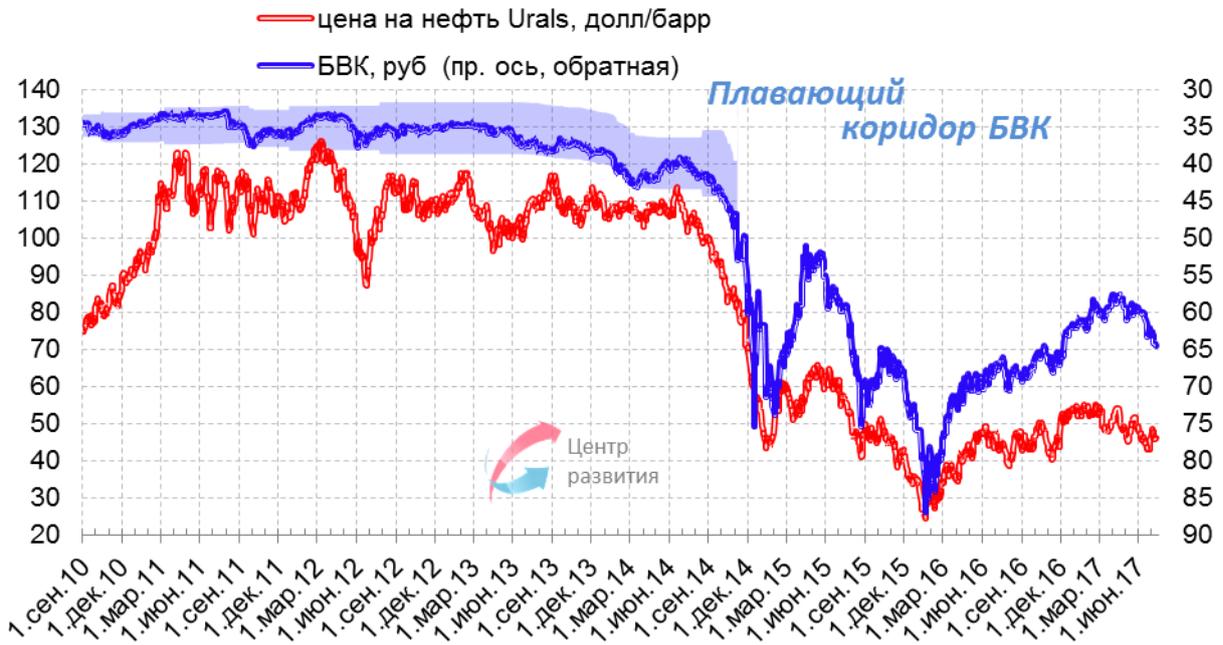
### Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW



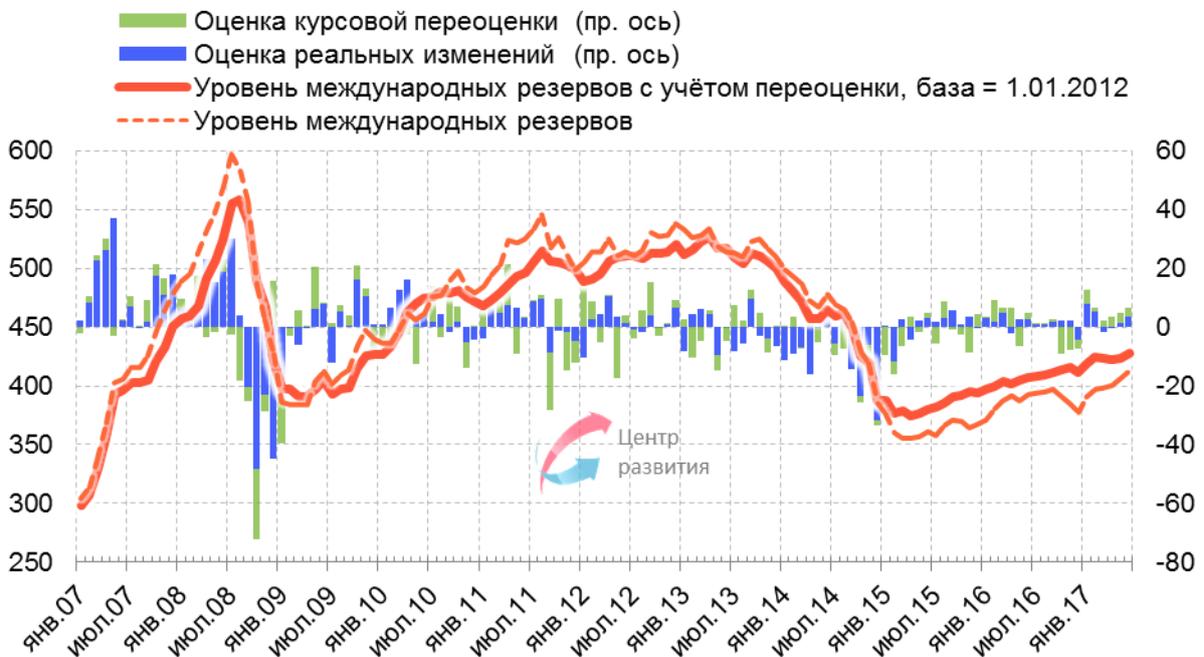
### Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW



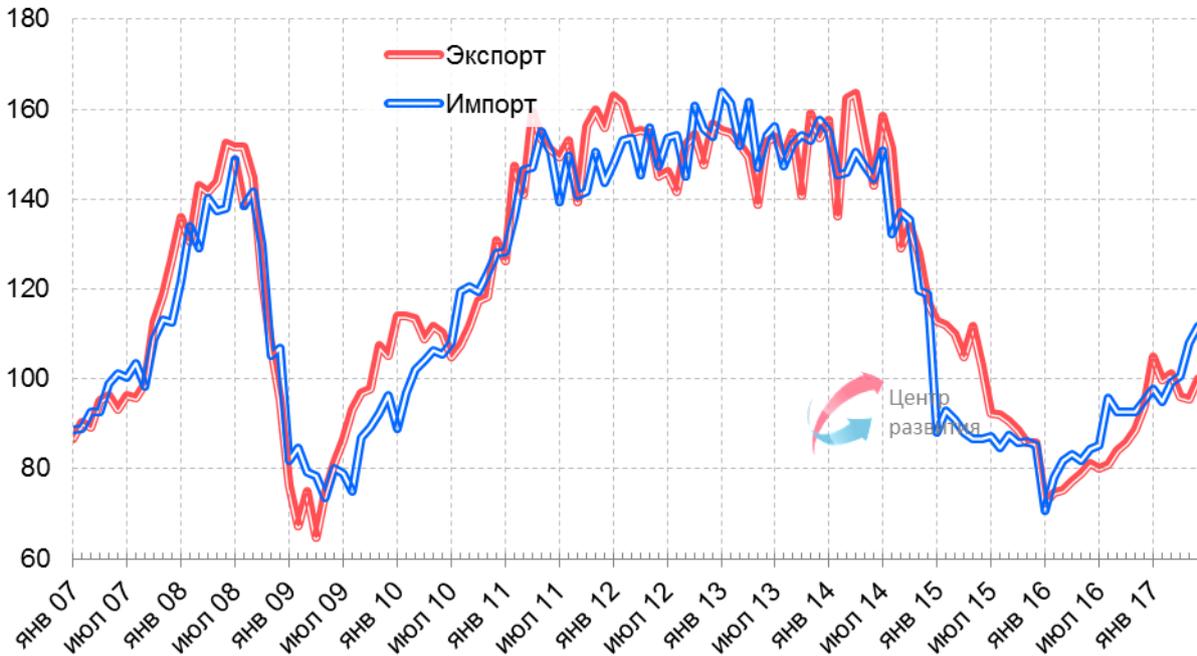
### Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд долл.

NEW



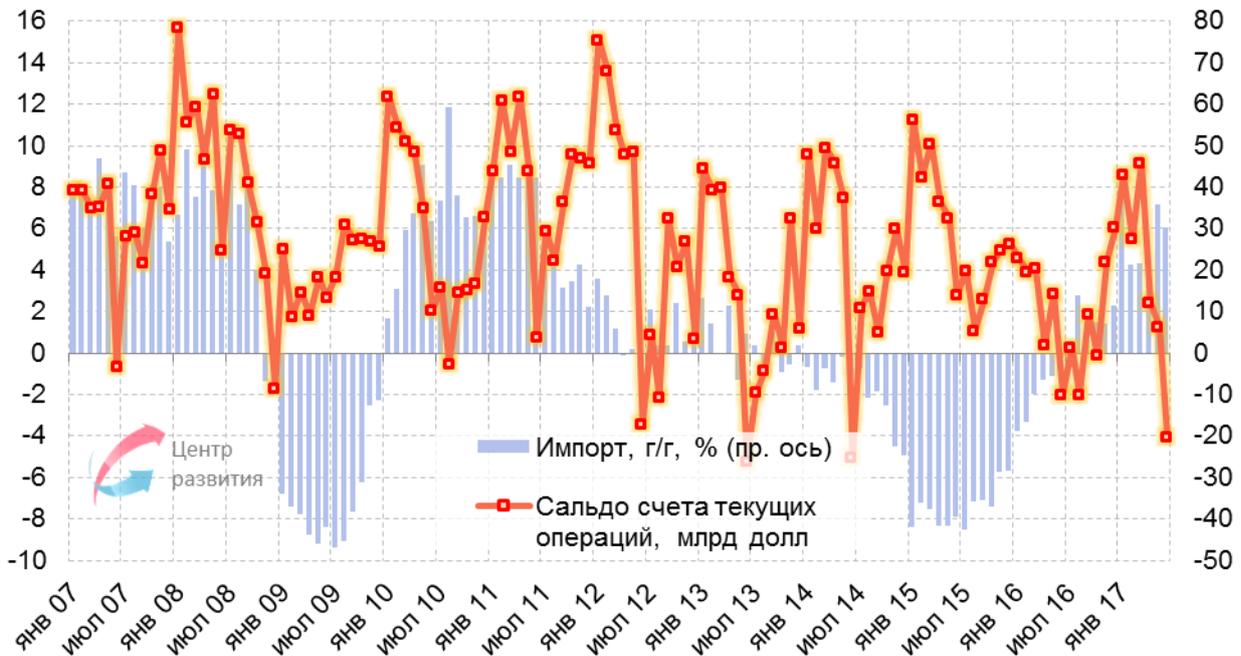
**Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100 = 2007 г.), в %<sup>[1]</sup>**

**NEW**



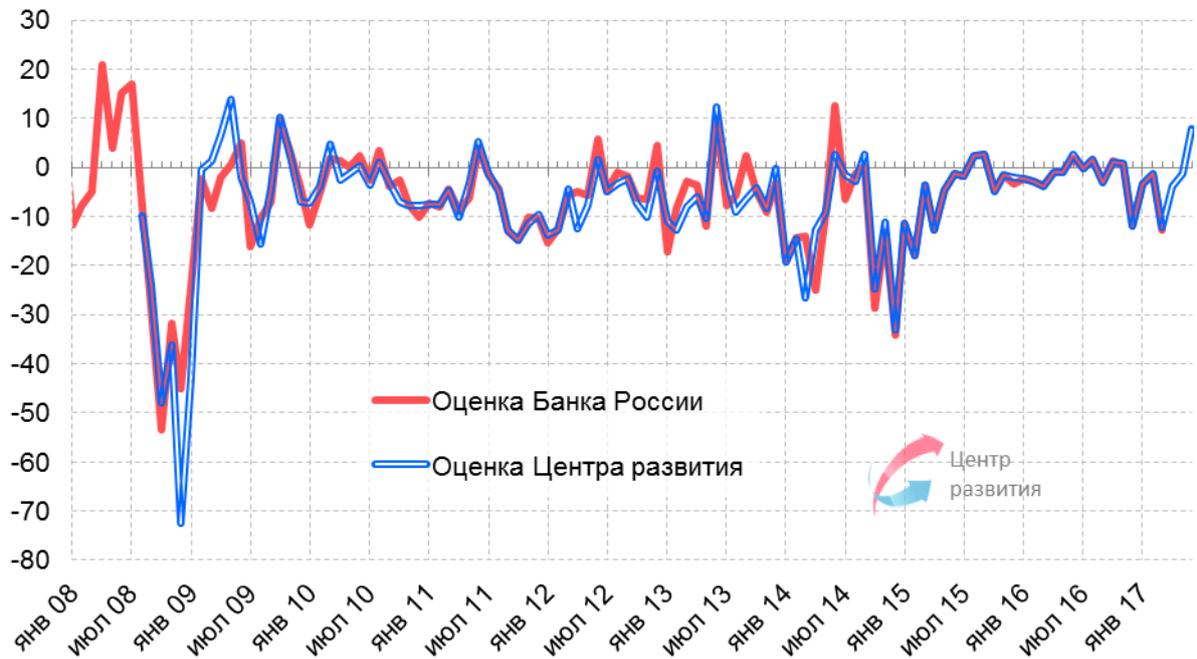
**Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров<sup>[1]</sup>**

**NEW**



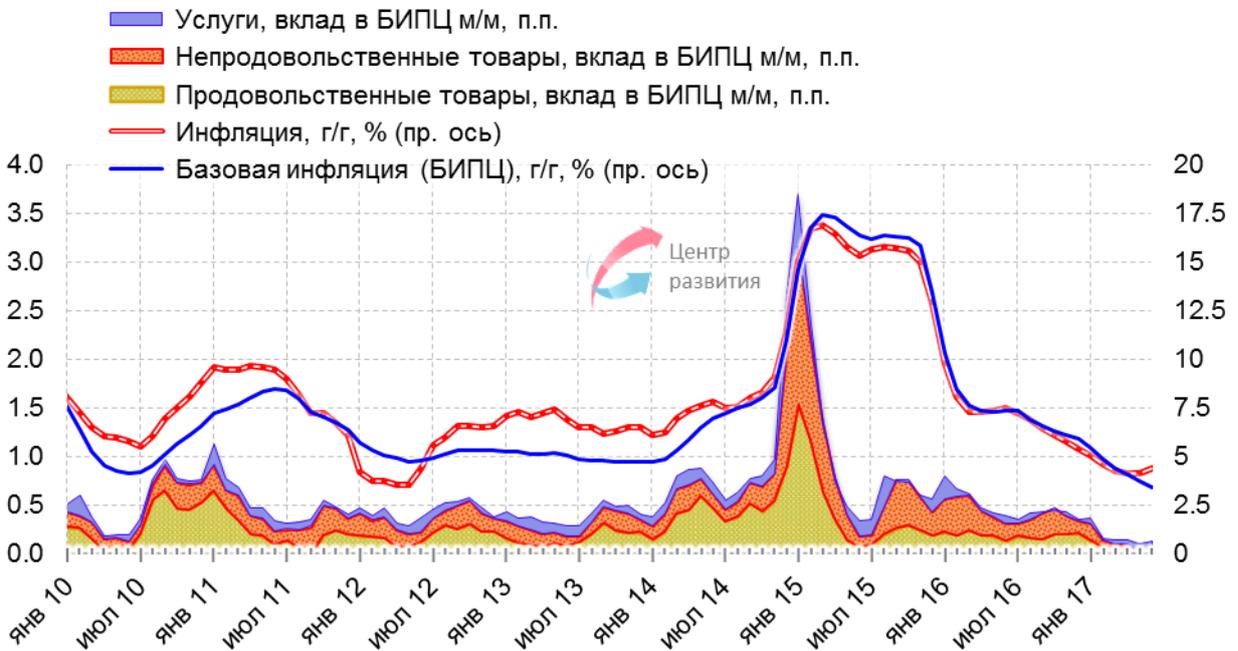
Чистый приток капитала, млрд долл.

NEW



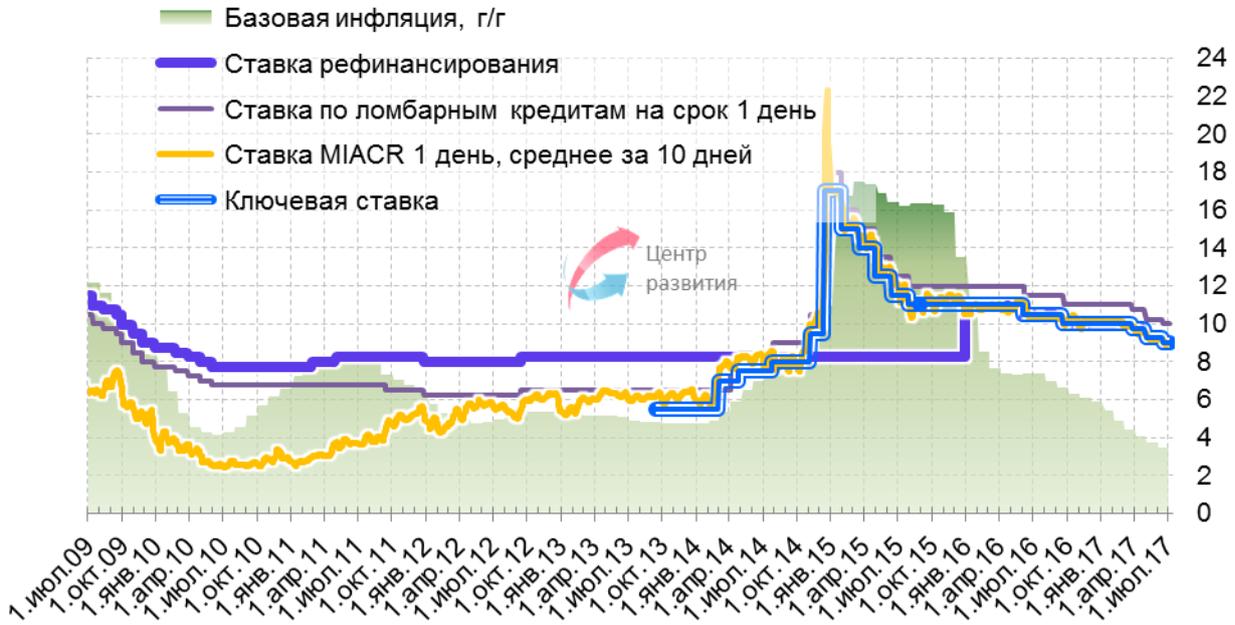
Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент<sup>[2]</sup>

NEW

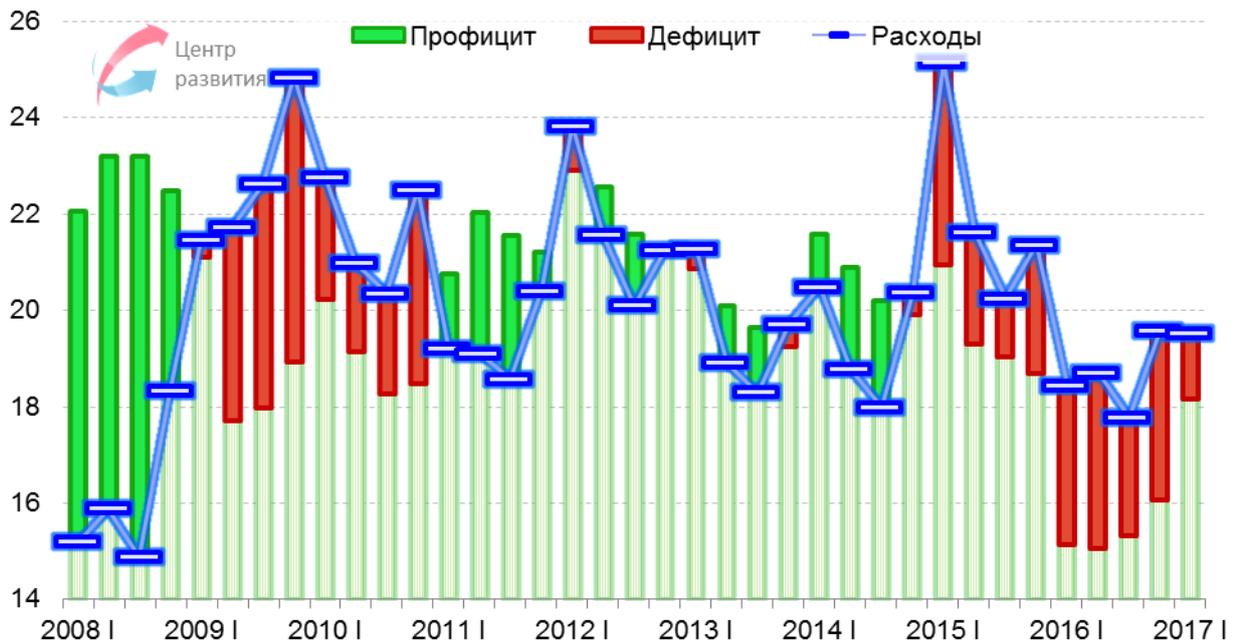


**Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %**

**NEW**

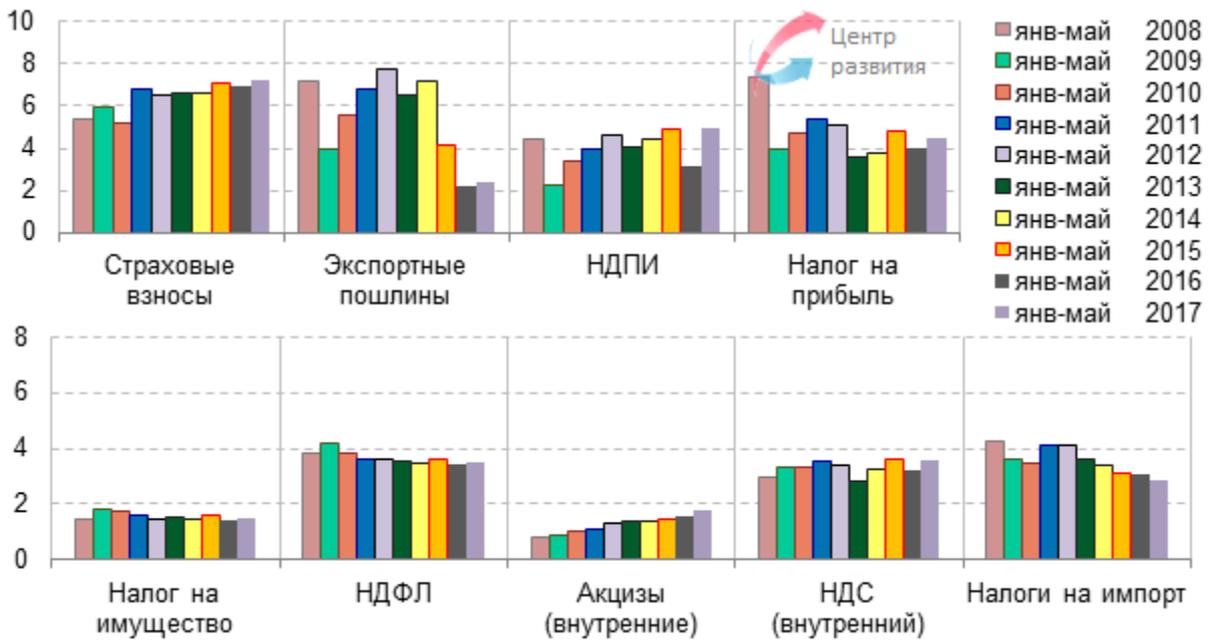


**Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП**

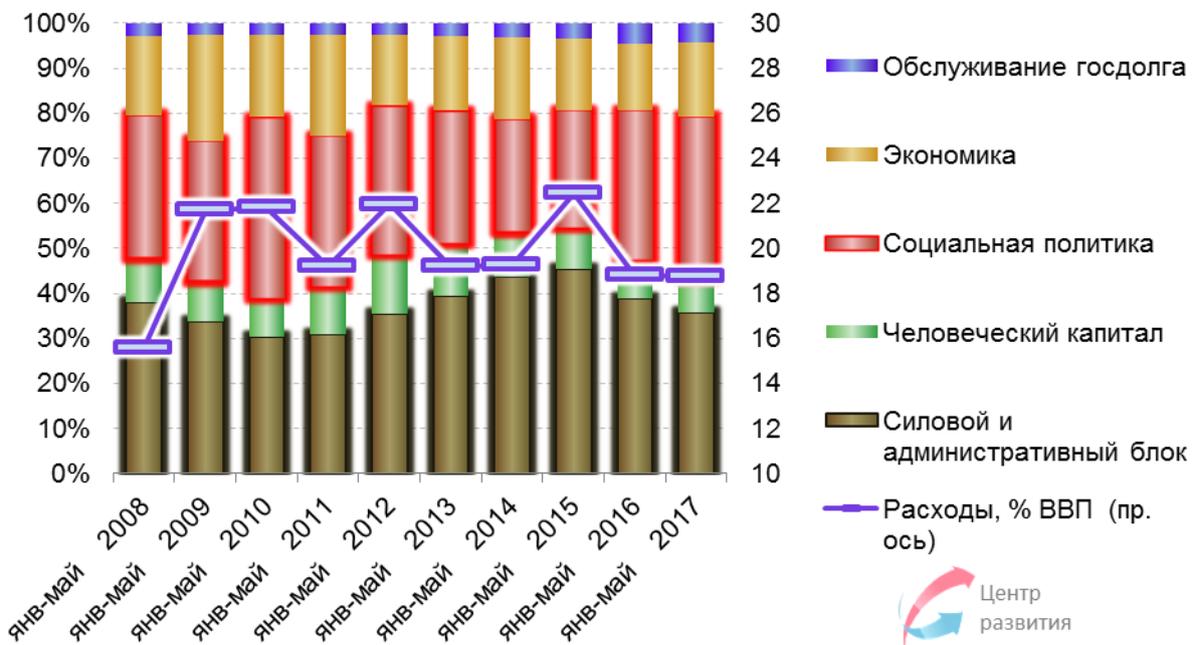


### Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП<sup>[3]</sup>

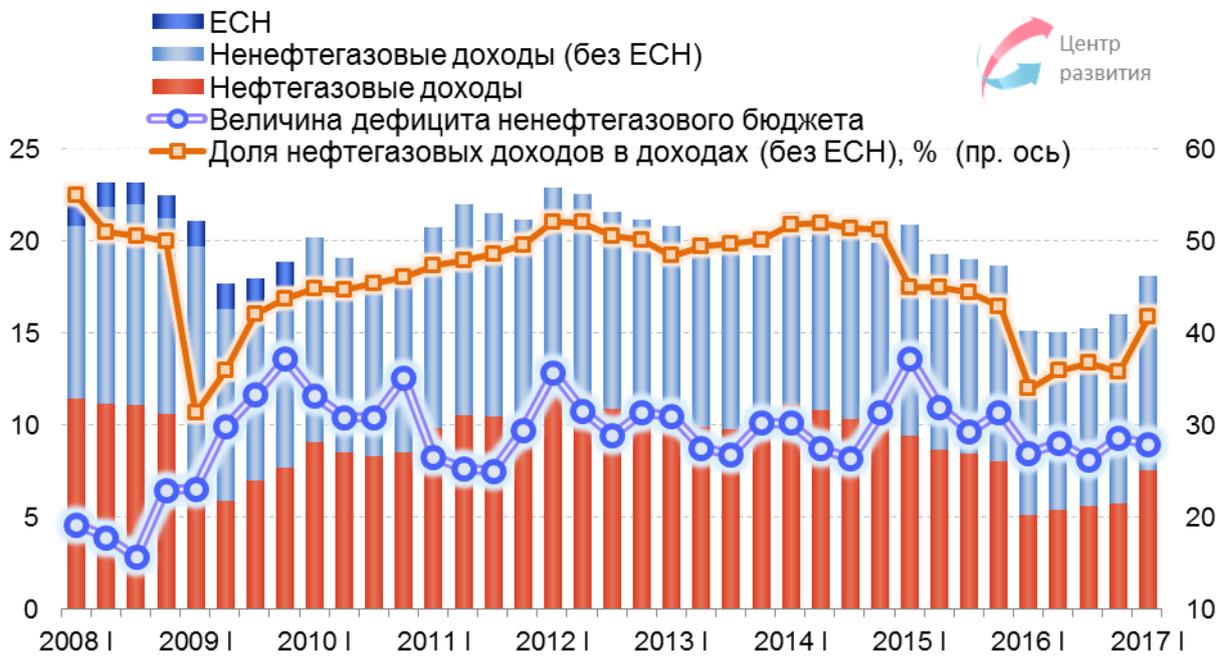
NEW



### Структура расходов федерального бюджета, в %



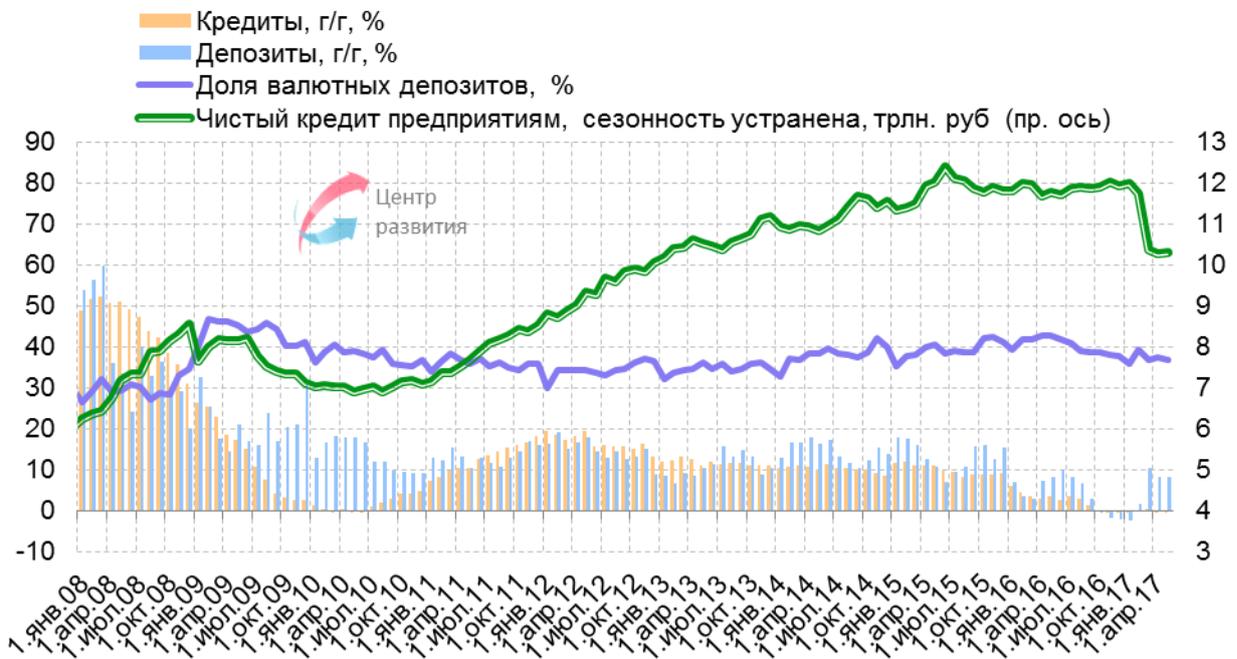
### Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП<sup>[4]</sup>



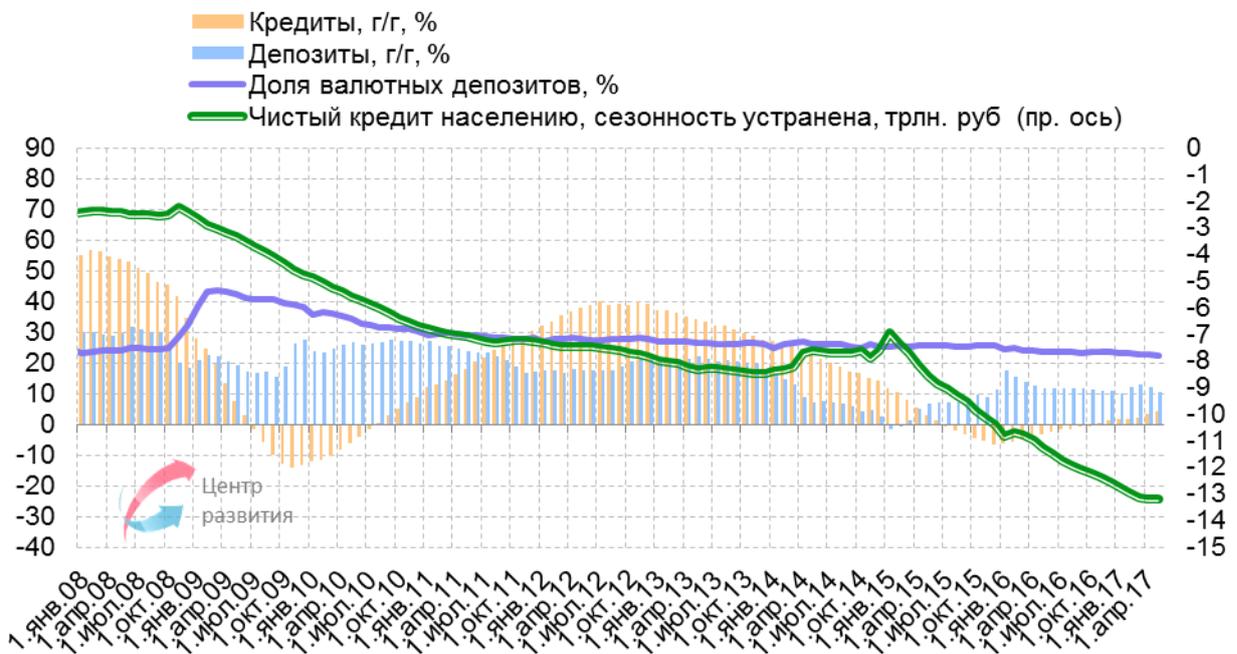
### Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд руб.



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

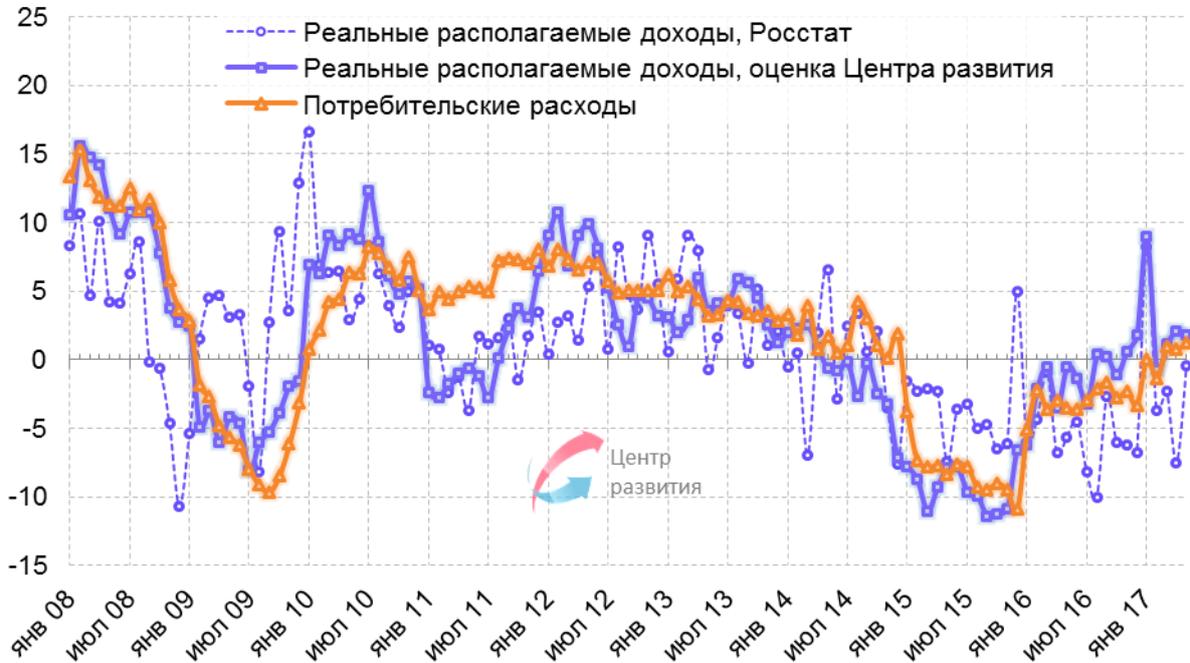


**Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)**



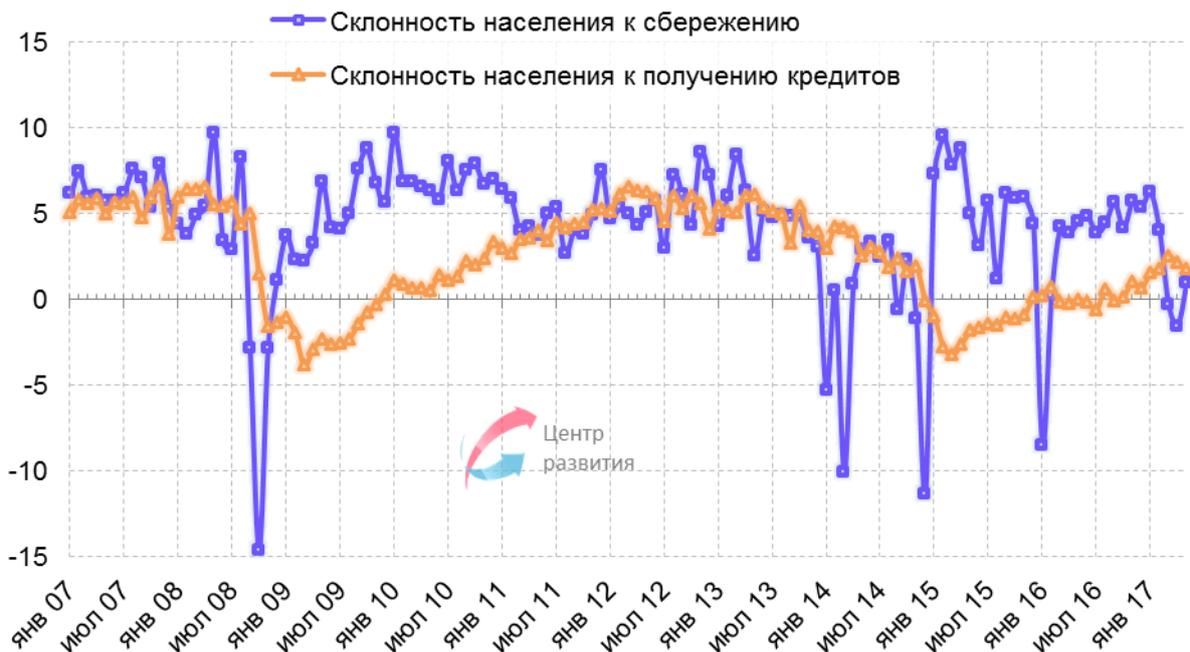
### Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW

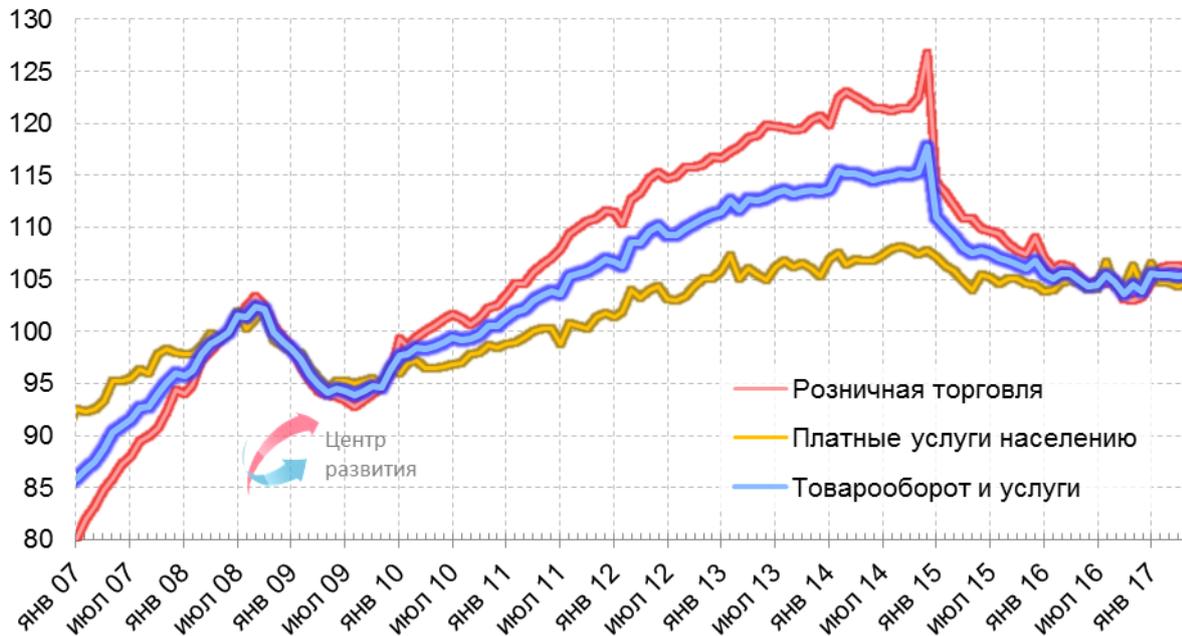


### Склонность населения к сбережению и к получению кредитов (в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития

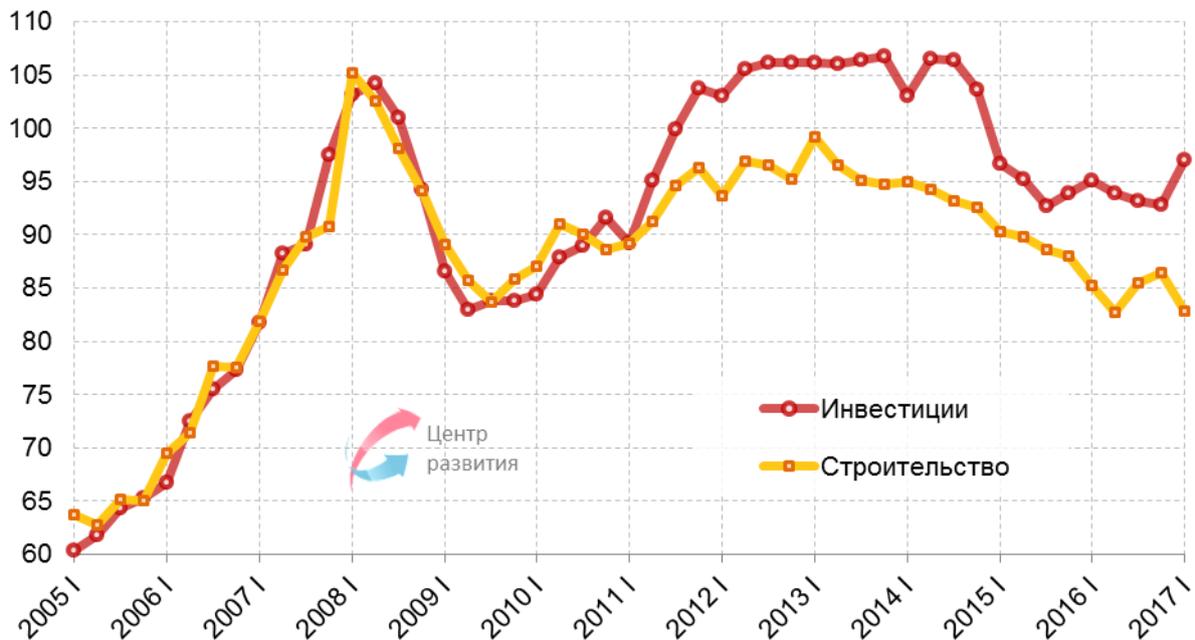
NEW



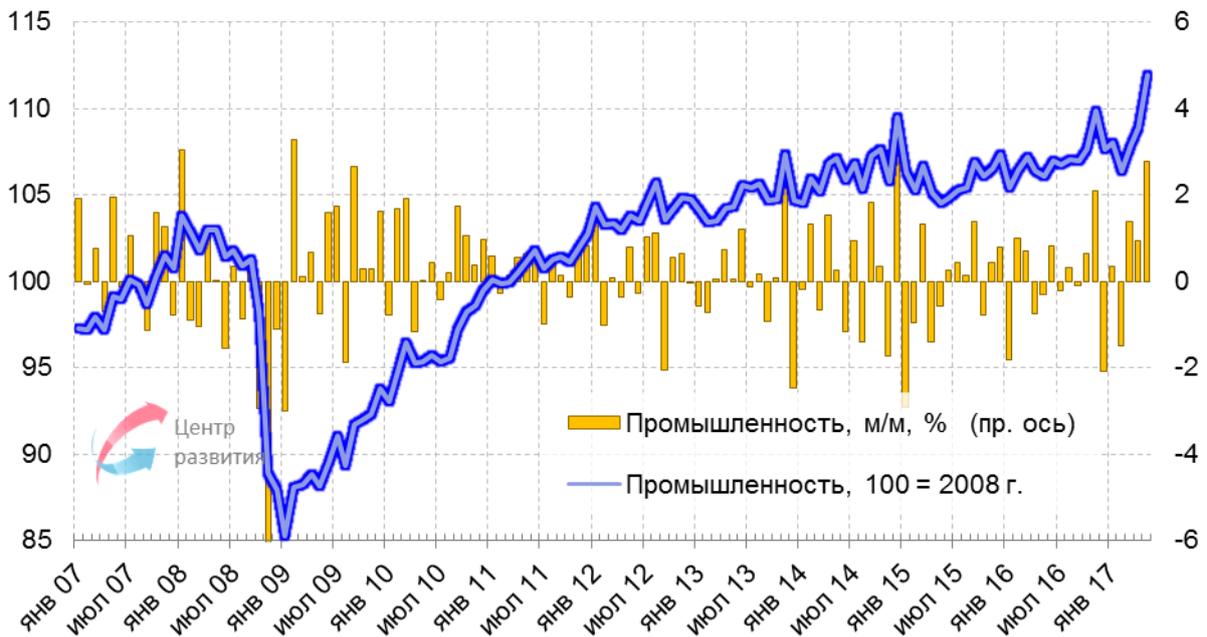
### Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)



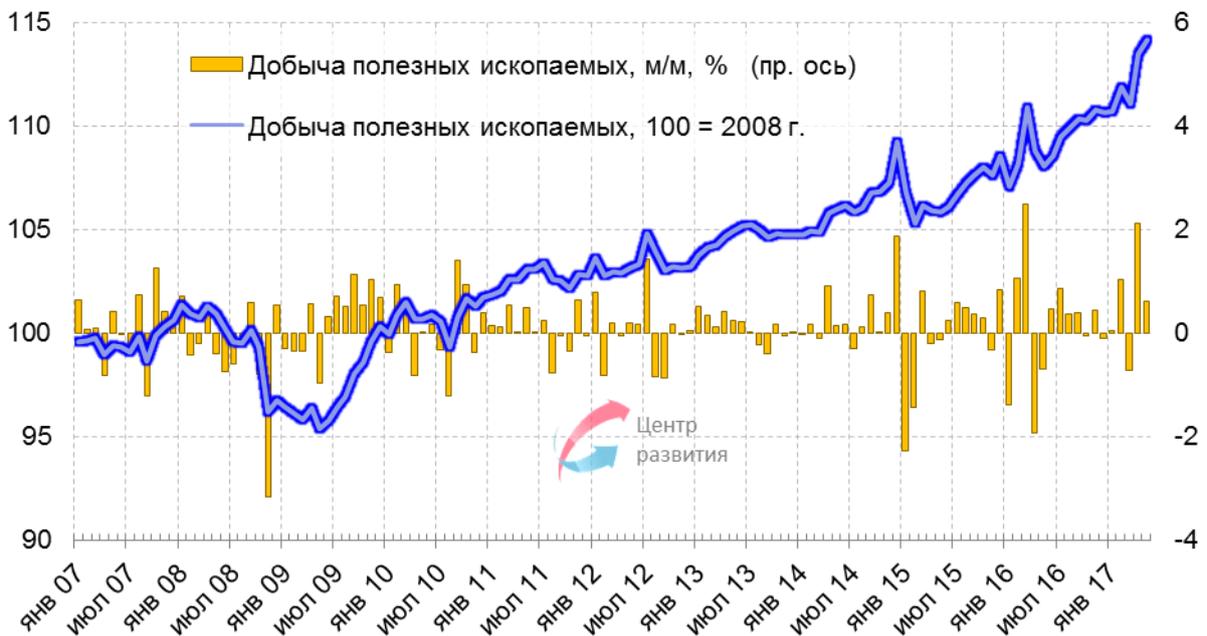
### Динамика инвестиций в основной капитал и строительства (100 = 2008 г., сезонность устранена)



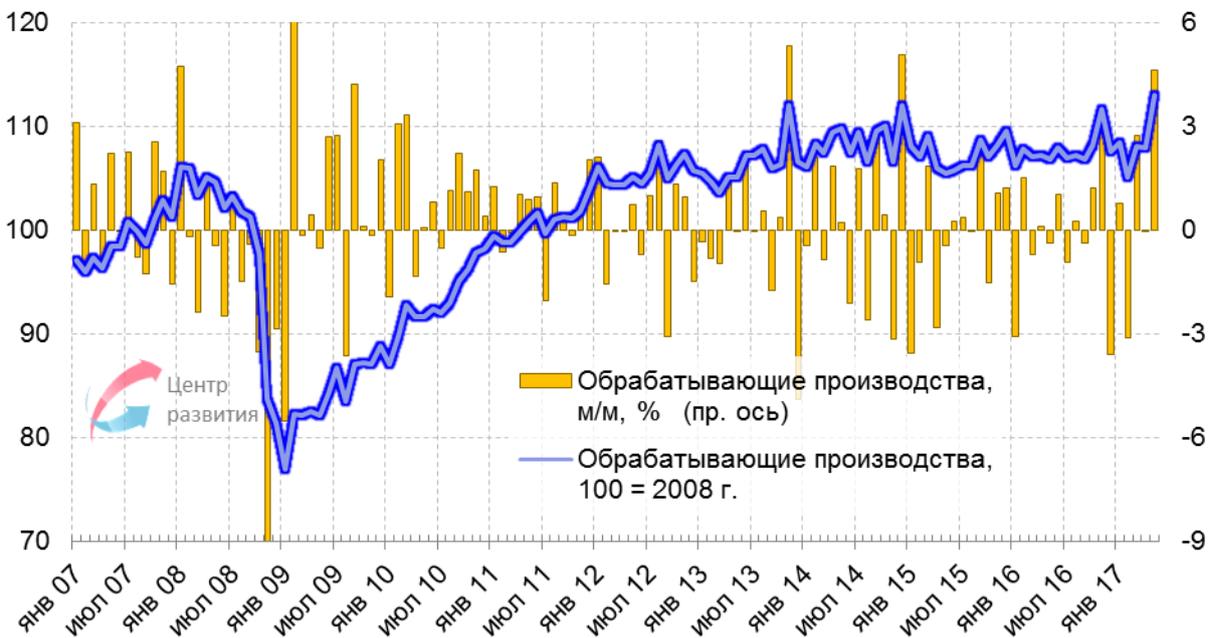
## Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



## Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

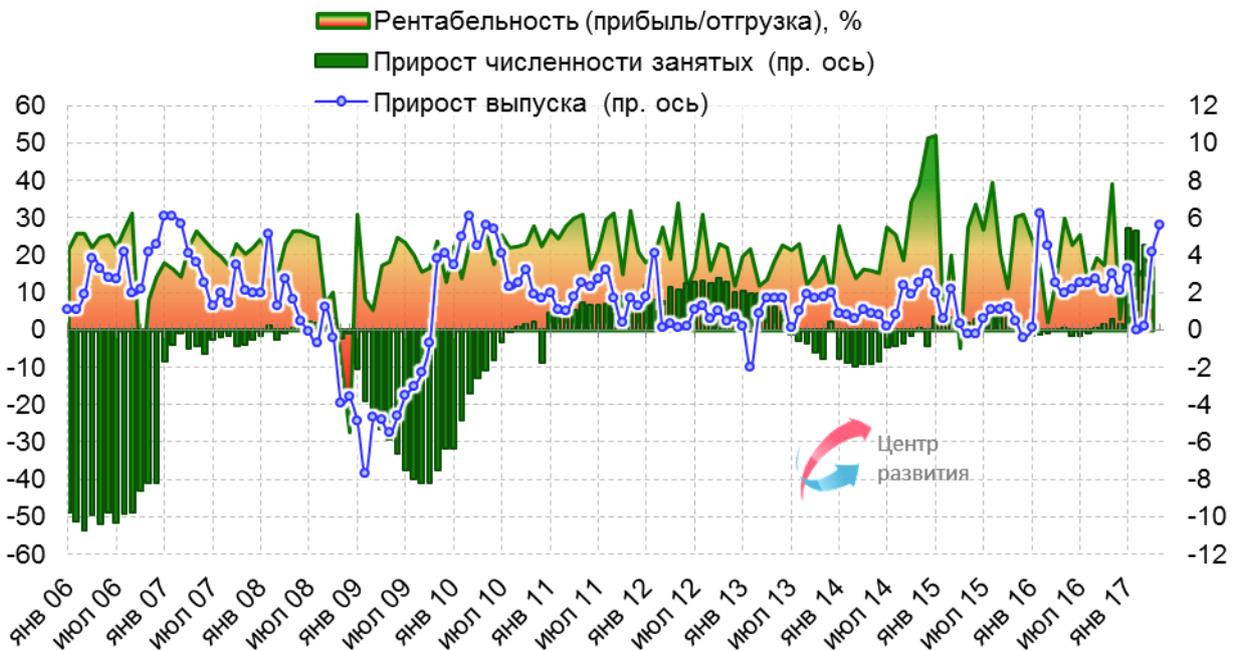


### Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)



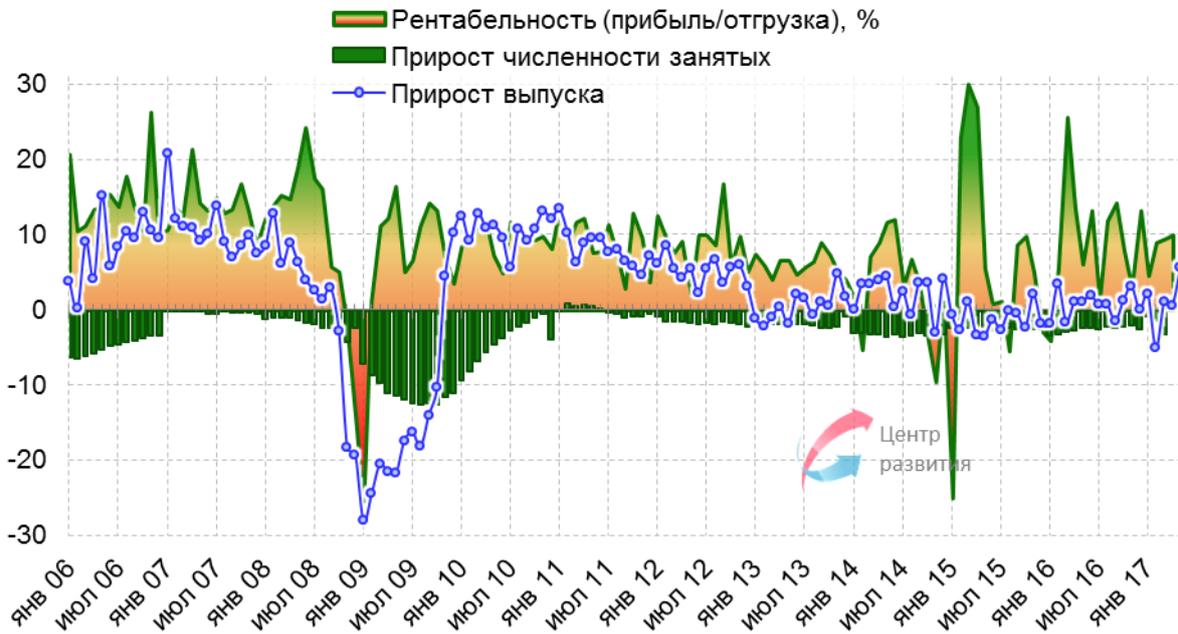
### Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

**NEW**



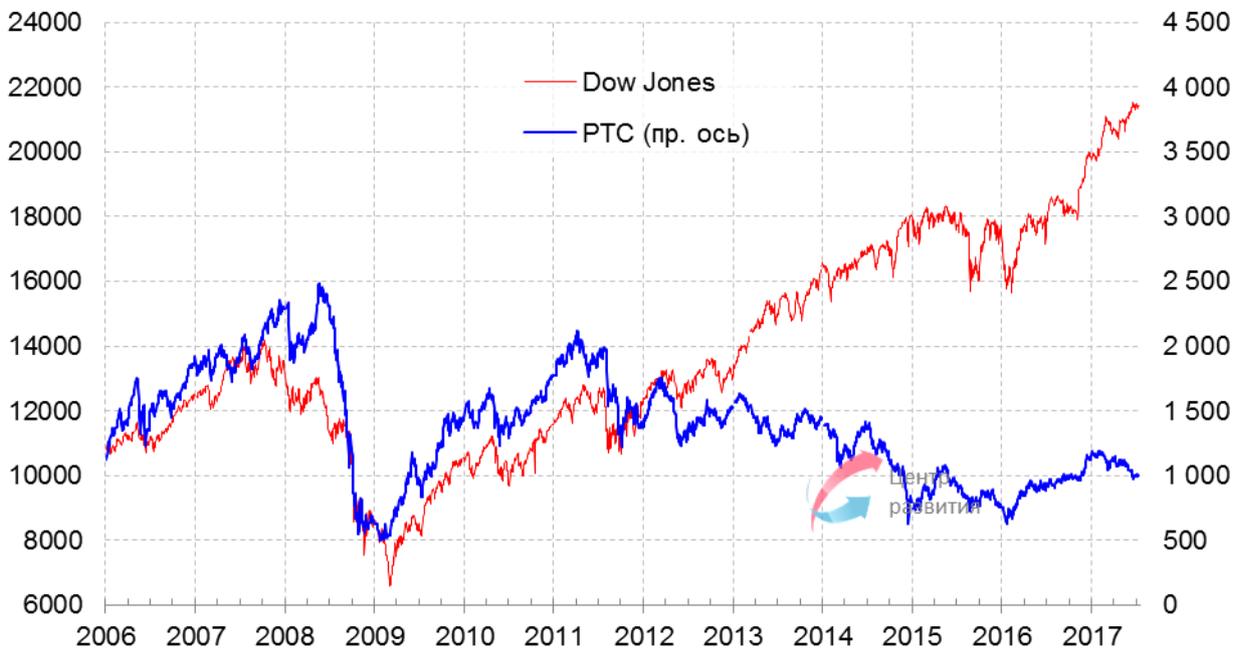
**Показатели состояния обрабатывающих отраслей**  
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

**NEW**



**Динамика фондовых индексов**

**NEW**



## КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

<sup>[1]</sup> Данные по внешней торговле за июнь 2017 г. и по счету текущих операций за период с апреля по май 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