



Комментарии о Государстве и Бизнесе

146

20–27 декабря 2017 г.

**Итог 2017 года – падение доходов продолжилось,
риски для инвесторов выросли**

КОММЕНТАРИИ

МАКРОЭКОНОМИКА	2017: отскок с остановкой
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Новая рецессия у порога?
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Прибыль экономики в январе-сентябре 2017 г.: парадоксы динамики
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	Избыток валюты уходит за рубеж
БАНКИ	Продолжат ли «падать» банки?
НАСЕЛЕНИЕ	Доходы снижаются на фоне роста зарплат и пенсий, социальное неравенство сохраняется на прежнем уровне

ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

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

Итог 2017 года – падение доходов продолжилось, риски для инвесторов выросли

2017 год показал, что отскок от нижней точки кризиса продолжался недолго – всего около года: с середины 2016 до середины 2017 гг. После этого вектор макроэкономических показателей развернулся – индексы как производства, так и внутреннего спроса застопорились. Примечательно, что новое ухудшение экономической динамики происходило на фоне практически постоянного роста нефтяных цен в третьем-четвертом кварталах 2017 года. На наш взгляд, это не является свидетельством принципиального изменения сырьевой модели, зависимой от нефтегазовых экспортных поступлений, но говорит об изменении параметров распределения в экономике экспортных сверхдоходов.

Под действием временного бюджетного правила приток валюты, генерируемый ростом цен на нефть выше базовой, сберегается Минфином. В то же время в течение года запланированные расходы бюджета финансировались за счет прироста внутреннего долга, средств ФНБ (только дефицит Пенсионного фонда) и «прочих» остатков на счетах (последняя операция затем «конвертируется» в использование накопленных средств Резервного фонда). Такая асимметричная операция позволила Минфину ограничить влияние дополнительных нефтегазовых доходов на динамику спроса и курса рубля.

Жесткая бюджетная политика, сокращение волатильности курса рубля наряду с очень сдержанной политикой снижения процентных ставок создали условия для снижения инфляции ниже таргета Центрального банка. Таким образом, задача макроэкономической стабилизации в 2017 году была выполнена и

«перевыполнена». Тем более наглядно проявились на этом фоне факторы, способствовавшие прекращению восстановительного роста в середине 2017 года.

За прошедший год стало очевидным, что сделанная в 2015–2016 гг. ставка на рост внутренней нормы прибыли как стимула для увеличения инвестиций, компенсирующего страновые предпринимательские риски, в текущих российских условиях не играет ни в пользу роста внутренней эффективности, ни в пользу роста экспорта. Годовой прирост производительности труда в 2017 году, по нашей оценке, не превысит 1,6%, а нетопливный экспорт, традиционно ограниченный металлами, химией, зерном и вооружениями, не показывает признаков диверсификации.

За январь-сентябрь 2017 года сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) крупных и средних предприятий вновь упал – более чем на 0,7 трлн руб. При этом усилилась сверхконцентрация прибыли в сырьевом секторе экономики (по итогам трех кварталов 2017 года прирост сальдированного финансового результата по сравнению с прошлым годом наблюдался лишь в трех крупных отраслях: добыче углеводородов, нефтепереработке и завязанном на госзаказ машиностроении). В остальных отраслях объемы сальдированной прибыли в номинальном выражении либо не изменились, либо упали. Рост инвестиций, наблюдавшийся в первом-втором квартале 2017 года на базе прибыли 2016 года, оказался неустойчивым и уже в третьем квартале прекратился.

При этом нельзя сказать, что причиной снижения прибыли оказался рост издержек. Прирост фонда оплаты труда на крупных и средних предприятиях составил меньше 5% в номинальном выражении (за январь–ноябрь номинальная средняя зарплата выросла на 7,1%, однако число замещенных рабочих мест сократилось на 2,4% по имеющимся данным за январь–октябрь). С учетом занятости на малых предприятиях, у индивидуальных предпринимателей и неформальной части оплата труда выросла всего на 3% в номинальном выражении, то есть в реальном выражении сократилась. В совокупности со слабой динамикой пенсий (практически весь их среднегодовой реальный прирост объяснялся влиянием единовременной выплаты в январе) и доходов от предпринимательской деятельности и собственности это обусловило продолжение спада реальных располагаемых доходов населения (на 1,4% по итогам января–ноября 2017 года). Несмотря на некоторое оживление кредитования населения, розничный товароборот вырос практически незаметно (на 1% по данным за январь–

ноябрь), компенсировав примерно одну пятнадцатую своего падения в 2015–2016 гг.

Помимо очевидных рисков ведения предпринимательской деятельности и спросовых ограничений, негативные настроения инвесторов подпитываются ожиданиями введения нового пакета американских санкций против российского крупного бизнеса. Несмотря на то что уровень интеграции России в мировую экономику существенно снизился с 2014 года, понимание необходимости такой интеграции для успешного экономического развития у российского бизнеса существует.

С учетом перечисленных факторов и при сохранении нынешнего вектора госполитики мы ожидаем в 2018 году рост ВВП около 0,5% при сохранении среднегодовых цен на нефть на уровне 2017 г.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Макроэкономика

1. 2017: отскок с остановкой

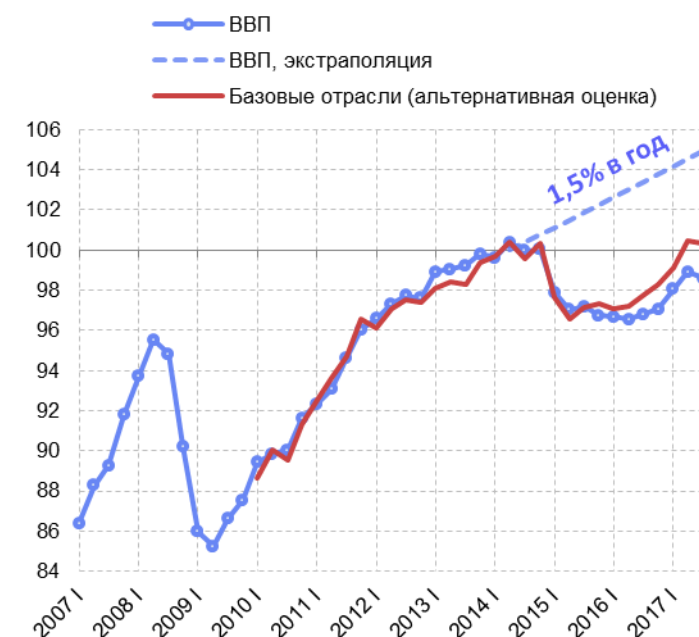
В 2017 г. ВВП отскочил от дна, пришедшегося на 2016 г., но рост оказался неустойчивым, что уже во втором полугодии сказалось на динамике основных макропоказателей. Несомненным достижением макрополитики стало обретение Банком России контроля над инфляцией, которая опустилась до 2,5%.

ВВП после падения на 2,8% в 2015 г. и на 0,2% в 2016 г. вырос в I–III кварталах 2017 г. на 1,6% относительно соответствующего периода предыдущего года и на столько же вырастет, по нашим оценкам, в целом за год, если его уровень в IV квартале останется на уровне III квартала.¹ **Отскок от дна был обусловлен преимущественно повышением цены нефти Urals на четверть – с 42 долл./барр. в 2016-м до 53 долл./барр. в 2017 г.** Но даже с таким драйвером роста ВВП прошел лишь половину пути к восстановлению до уровня 2014 г. (с точки зрения экономической динамики, этот год можно считать пиком докризисного периода), а отклонение от докризисной траектории (если исходить из роста ВВП по 1,5% в год) составляет 6% (рис. 1.1).

Индекс выпуска базовых видов экономической деятельности, рассчитываемый нами на основе доступной по ноябрь 2017 г. официальной статистики Росстата, демонстрирует несколько более позитивную по сравнению с ВВП динамику. По итогам года его рост составит 1,8% после стагнации в 2016 г. (табл. 1.1), что означает почти полное восстановление до уровня 2014 г.

¹ Далее будут приводиться годовые оценки для других показателей на основе подобной инерционной гипотезы: до конца года сезонно скорректированный показатель в уровнях не меняется относительно последней точки.

Рис. 1.1. Динамика ВВП и индекса базовых видов экономической деятельности в реальном выражении (100 = 2014 г., сезонность устранена)



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

Таблица 1.1. Динамика основных индикаторов экономической активности (прирост к предыдущему году), в %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017 к 2014
Сельское хозяйство	23,0	-4,8	5,8	3,5	2,6	4,8	2,5	10,2
Промышленное производство	5,0	3,4	0,4	1,7	-0,8	1,3	0,9	1,4
Добыча полезных ископаемых	1,8	1,0	1,1	1,4	0,7	2,7	1,9	5,4
Обрабатывающие производства	8,0	5,1	0,5	2,1	-1,3	0,5	0,2	-0,6
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	0,2	1,3	-2,5	-0,1	-1,8	1,2	-0,5	-1,1
Промышленное производство (альтернативная оценка)	4,9	2,6	0,7	1,5	-0,6	1,5	1,5	2,4
Добыча полезных ископаемых	2,1	1,0	0,0	0,7	1,4	2,4	0,4	4,3
Обрабатывающие производства	7,8	3,8	1,6	2,2	-1,4	0,8	2,6	2,0
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0,5	1,1	-2,0	0,3	-2,3	2,3	-1,2	-1,3
Строительство	5,1	2,5	0,1	-2,3	-3,9	-2,2	-1,9	-7,8
Розничная торговля	7,1	6,3	3,9	2,7	-10,0	-4,6	1,2	-13,1
Оптовая торговля	4,4	3,6	0,7	3,9	-5,5	2,6	5,8	2,6
Платные услуги населению	3,0	3,7	2,1	1,3	-2,0	-0,3	0,2	-2,1
Грузооборот	3,4	2,9	0,6	-0,1	0,2	1,8	5,2	7,3
Базовые отрасли (ЦР)	5,7	3,0	1,2	1,6	-2,7	0,7	1,8	-0,3
Базовые отрасли (ЦР, альтернативная оценка)	5,7	2,8	1,3	1,5	-2,6	0,7	2,1	0,1
ВВП	4,3	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,6	-1,5
Внутренний частный спрос	5,9	5,2	2,9	1,6	-7,7	-3,4	0,5	-10,4
Инвестиции	10,8	6,8	0,8	-1,5	-10,1	-0,9	4,1	-7,2

Примечание. 2017 г. – оценки исходя из предпосылки о сохранении до конца года показателя на уровне последней точки.
Источник: Росстат, CEIC Data, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Из всех видов деятельности сильный рост показали **оптовая торговля (5,8%)** и **грузооборот (5,2%)**. Первый показатель по методологическим причинам не

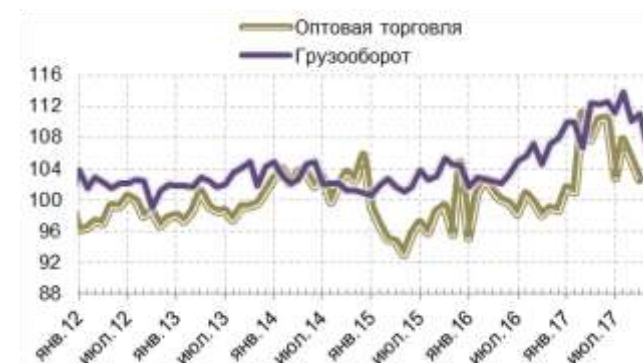
надежен, характеризуется сильными пересмотрами, поэтому сложно сказать, насколько его динамика соотносилась с реальностью. Второй же продемонстрировал взлет на фоне **роста экспортных поставок газа и нефти**, наложившийся на рост внутреннего спроса на эти товары, в том числе, для послекризисного пополнения запасов, что является временным фактором. Возможно, именно из-за исчерпания фактора запасов в сентябре-ноябре грузооборот сильно обвалился (рис. 1.2), а добыча газа после временного взлета вернулась к уровню, который близок к нашим модельным оценкам.

Виды экономической деятельности, характеризующие внутренний спрос, напротив, не показали в 2017 г. хорошего результата. Индекс **внутреннего частного спроса**, включающий розничный товарооборот, платные услуги населению и строительство, вырос лишь на 0,5%. **Розничная торговля** после двух лет падения (на 10% и 5% в 2015 и 2016 гг. соответственно) подросла на скромные 1,2% и остается наравне со строительством самым пострадавшим от кризиса видом деятельности². **Платные услуги населению** и вовсе не продемонстрировали роста (рис. 1.3), что выглядит несколько странно на фоне роста реальных зарплат на 3,4%. Возможно, рост потребительского спроса был сильнее, но по другим каналам, например, за счет расходов населения на туризм и покупку товаров за рубежом: так, по данным системы нацсчетов, конечное потребление населения, учитывающее даже потребление товаров собственного производства, выросло в первом полугодии 2017 г. на 3,5% год к году (более актуальные данные пока недоступны). При этом стоит заметить, что в таком расхождении динамики индексов спроса мы не видим ничего странного, поскольку оно наблюдалось и в предыдущие годы.

Строительство – единственный вид деятельности, который начал падать ещё в 2014 г. и продолжил снижение в 2017 г. Снижение за текущий год составило 2%, а

² Формально падение строительства к уровню 2014 г. не такое сильное, как у розничной торговли, но это обусловлено ажиотажным потребительским спросом в 2014 г.: в строительстве падение началось уже в 2014 г., и падение за 2014–2017 гг. в обоих секторах составляет 10–11%.

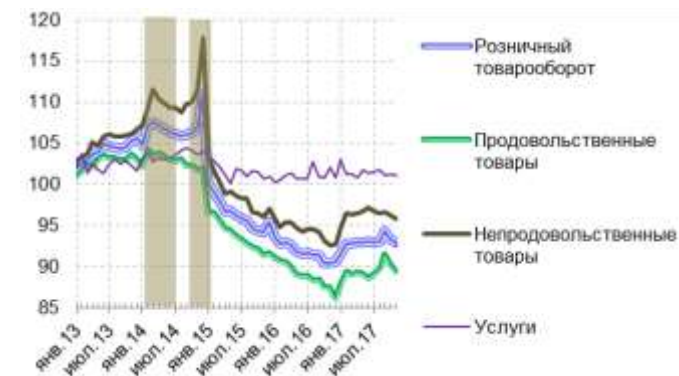
Рис. 1.2. Динамика оптовой торговли и грузооборота (100 = дек. 2011 г., сезонность устранена)



Примечание. Данные по оптовой торговле – по октябрь 2017 г.

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

Рис. 1.3. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)



Примечание. Коричневые области – периоды ажиотажа.

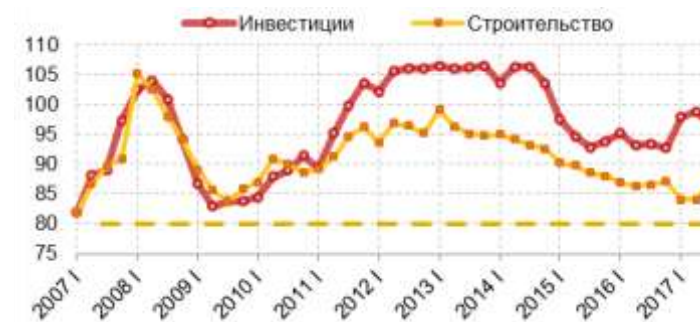
Источник: CEIC Data (Росстат), расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

всего за 2014–2017 гг. – 10%. Депрессивное состояние отрасли обусловлено избытком предложения на рынке недвижимости. При этом вряд ли стоит на основе только лишь ситуации в строительном секторе делать вывод об инвестиционной активности в целом. **Инвестиции** по итогам года могут вырасти на 4%, пройдя треть пути посткризисного восстановления (рис. 1.4): на фоне избытка недвижимости и укрепившегося рубля предприятия стали больше инвестировать в оборудование, в том числе и с целью наращивания экспорта.

Промышленное производство по итогам года вырастет на 0,9%, причем исключительно за счет добывающих производств (+2%), которые продолжали расти и в кризис 2015–2016 гг. (+5,6% в 2017 г. к уровню 2014 г.). Обрабатывающие производства, согласно данным Росстата, напротив, уже три года не растут. Впрочем, о несколько иных тенденциях говорит **альтернативный индекс промышленного производства**, который рассчитывает Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ³ на основе неагрегированных данных Росстата. Основное его отличие от официальных индексов Росстата в том, что в нем не учитываются компоненты с сомнительной достоверностью, вследствие чего этот индекс традиционно менее волатилен и, на наш взгляд, более надежен. В соответствии с данным подходом общий рост промышленности в 2017 г. составит 1,5%, что лишь немного оптимистичнее официальных данных, но источником роста уже выступает не добыча полезных ископаемых (+0,4%), а обрабатывающие производства (+2,6%), которые по итогам года превышают докризисный уровень на 2%. При этом оба подхода говорят о том, что, хотя промышленность и отыграла кризисное падение, во втором полугодии 2017 г. она возобновила снижение (рис. 1.5). Такой разворот связан с действием соглашения ОПЕК+, возвратом добычи природного газа к устойчивым уровням, а также слабостью внутреннего спроса на отечественные товары.

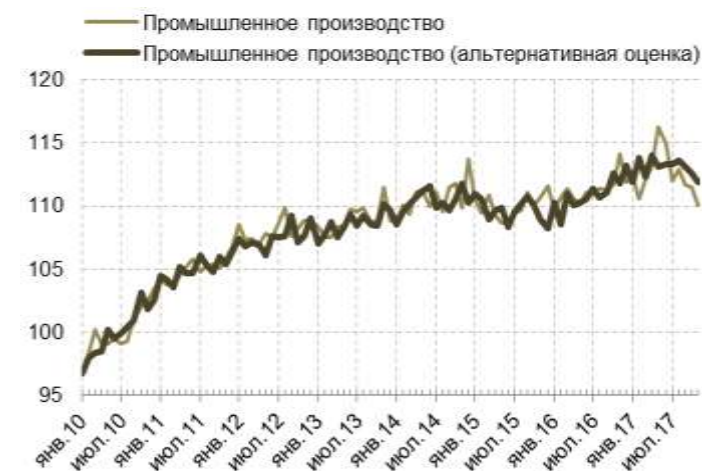
³ Отдел анализа отраслей реального сектора и внешней торговли под руководством Э.Ф. Баранова при участии В.А. Бессонова из Лаборатории проблем исследования инфляции и экономического роста НИУ ВШЭ. Более подробно см. «Комментарии о государстве и бизнесе» № 135, «Рост в мае преувеличен».

Рис. 1.4. Динамика инвестиций в основной капитал и строительства (100 = 2008 г., сезонность устранена)



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

Рис. 1.5. Динамика промышленного производства (100 = 2012 г., сезонность устранена)



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

О том, что **восстановление экономики проходит не так гладко, как хотелось бы, говорит и коррекция ВВП в III квартале, и сильное снижение индекса базовых видов экономической деятельности во втором полугодии 2017 г.**, которое свело на нет весь рост первого полугодия (рис. 1.6). Сложившуюся ситуацию в экономике мы считаем неустойчивой и неоднородной. **С 2014 г. выросли только сырьевые сектора:** сельское хозяйство (10%), добывающие производства (5,4%), грузооборот (7,3%) и оптовая торговля (2,6%), хотя статистика по последней ненадежна. Оптимизма придает повышение цен на нефть Urals до 63 долл./барр., однако, даже если цены удержатся на этом уровне, то в 2018 г. в силу действия бюджетного правила фактор роста нефтяных цен не окажет такого же большого влияния на ВВП, как в 2017 г.

Кроме отскока ВВП от дна, **другим важным итогом 2017 г. является снижение инфляции до уровня ниже таргета ЦБ** (рис. 1.7). По итогам ноября инфляция год к году составила беспрецедентно низкие 2,5%, в достижимость которых ещё год-два назад мало кто мог поверить. Условиями для почти полной остановки роста потребительских цен стало сочетание укрепившегося рубля (на фоне роста цен на нефть) и умеренно жесткой политики Банка России. По итогам 2017 г. инфляция сохранится на уровне 2,5%, а в 2018 г. начнёт повышаться на фоне ослабления денежно-кредитной политики и стабильной динамики курса рубля, во многом обеспеченной действием бюджетного правила. В дальнейшем, скорее всего, ЦБ окажется в силах поддерживать инфляцию вблизи таргета (4,0%).

Николай Кондрашов

Рис. 1.6. Динамика индикаторов экономической активности (100 = 2010 г., сезонность устранена)



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

Рис. 1.7. Динамика инфляции и ключевой ставки



Источник: Росстат, Банк России.

Реальный сектор

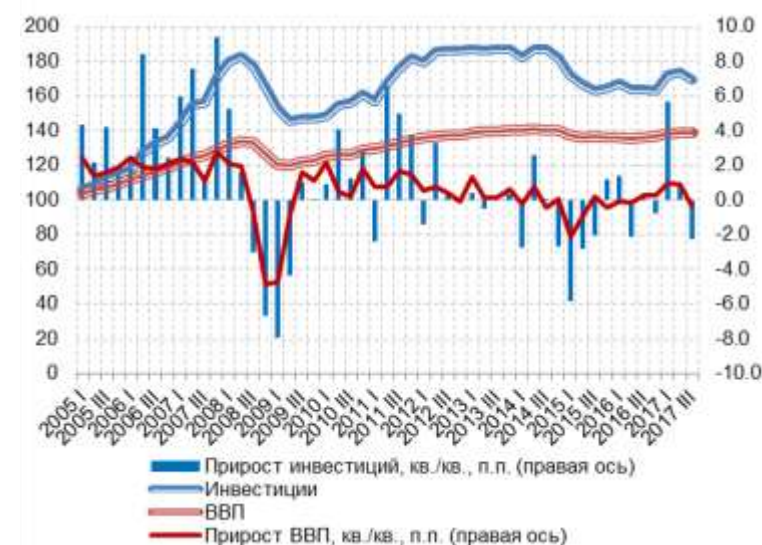
2. Новая рецессия у порога?

Рост инвестиционной активности в экономике, начавшийся в первом квартале текущего года и составивший по итогам января-сентября 4,2% (по полному кругу компаний относительно того же периода прошлого года), в третьем квартале серьезно замедлился (или даже стал отрицательным, если ориентироваться на данные со снятой сезонностью). При этом некоторое оживление банковского кредитования реального сектора сопровождается снижением прибыли, что на фоне высоких рисков и вялого внутреннего спроса делает угрозу дальнейшего снижения инвестиционной активности в целом весьма вероятной.

По данным Росстата, в январе-сентябре 2017 г. прирост инвестиций в основной капитал по полному кругу компаний и с учетом неформальной деятельности составил 4,2% относительно того же периода прошлого года, при этом в первом квартале он был на уровне 2,3%, а во втором квартале составил 6,3%, в третьем – 3,1%. Однако **данные со снятой сезонностью говорят о явной тенденции к замедлению роста инвестиций и выходе в третьем квартале на отрицательные темпы прироста** (минус 2,2% к предыдущему кварталу против плюс 5,6% в первом квартале) (рис. 2.1). Таким образом, наша оценка инвестиционного всплеска второго квартала как предельно хрупкого и неустойчивого в связи с деградацией источников финансирования и ростом рисков⁴, в целом, оправдалась.

В условиях слабого потребительского и экспортного спроса вслед за снижением инвестиционной активности в третьем квартале ушел в отрицательную область и прирост ВВП со снятой сезонностью. По нашим оценкам, он составил минус 0,3% против роста на 1 и 0,9% в первом и втором кварталах текущего года соответственно (рис. 2.1).

Рис. 2.1. Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2005–2017 гг., 2004 г. в среднем = 100%, сезонность устранена



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

⁴ См. Комментарии о государстве и бизнесе, 2017, №139.

При этом традиционно следует отметить, что **оптимистичные цифры по росту инвестиций в январе-сентябре в значительной мере получены Росстатом за счет досчета объема инвестиций, осуществляемых субъектами малого предпринимательства, а также ненаблюдаемых прямыми статистическими методами.** Такого рода инвестиционные вложения оценены Росстатом в объеме 2451 млрд руб., что составляет около 25% всех инвестиций; их прирост в реальном выражении, по нашим расчетам, оценен официальной статистикой в размере около 12% относительно того же периода прошлого года. При этом инвестиции крупных и средних компаний, которые предоставляют прямую отчетность, выросли в январе-сентябре в реальном выражении, лишь на 1,6% по сравнению с тем же периодом прошлого года (табл. 2.1). В соответствии с методикой Росстата, коэффициент досчета объема инвестиций в основной капитал по крупным и средним компаниям до полного круга хозяйствующих субъектов определяется на основании окончательных итогов за предыдущий год⁵. Росстат пока подвел окончательные итоги лишь за 2015 г. и, соответственно, использует сейчас коэффициент досчета двухлетней давности, который – с учетом застоя в экономике – может быть завышен, поскольку за это время доля малого и среднего бизнеса в совокупных инвестиционных вложениях могла снизиться как вследствие сокращения внутреннего платежеспособного спроса, так и в силу снижения числа банков, нацеленных на кредитование малого бизнеса.

Так или иначе, налицо замедление роста инвестиций. Вкупе с замедлением роста (а в текущем моменте и вовсе со спадом) в промышленности и экономике в целом, это ставит под вопрос начало фазы полноценного роста. Все разговоры об этом были скорее попыткой выдать желаемое за действительное.

⁵ Официальная статистическая методология определения инвестиций в основной капитал на федеральном уровне. Утверждена приказом Росстата от 25.11.2016 № 746 (http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/met-inv-fed.pdf)

Таблица 2.1. Вклады различных видов экономической деятельности (без учета неформальной деятельности и малого бизнеса) в прирост инвестиций в основной капитал в реальном выражении в январе-сентябре 2017 г. относительно того же периода прошлого года

Наименование	Рост инвестиций, в %	Сумма, млрд руб.	Доля в совокупном объеме инвестиций, %	Вклад в прирост инвестиций, п.п.	Склонность к инвестированию из прибыли (инвестиции/бал. прибыль*100), %
Всего	101,6	7230,5	100		97,9
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	102,6	247,5	3,4	0,09	106,9
Добыча полезных ископаемых	100,8	2023	28,0	0,22	107,0
Из неё: добыча сырой нефти и природного газа	99,1	1180,1	16,3	-0,15	101,3
Обрабатывающие производства	96,8	1193,8	16,5	-0,56	56,3
Производство пищевых продуктов (укр.)	95,5	137,1	1,9	-0,09	58,5
Производство одежды (укр.)	159,2	7,6	0,1	0,04	47,8
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	83	42,3	0,6	-0,12	940,0
Производство бумаги (укр.)	92,05	32,8	0,5	-0,04	47,1
Производство кокса и нефтепродуктов	110,4	262,2	3,6	0,34	47,1
Производство химических веществ (укр.)	109,8	243,5	3,4	0,34	85,8
Производство резиновых и пластмассовых изделий (укр.)	88,0	55,9	0,8	-0,11	79,1
Производство металлургическое (укр.)	88,4	217	3,0	-0,42	33,9
Производство электронных изделий (укр.)	107,7	43,4	0,6	0,05	43,4
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	115,9	35,1	0,5	0,06	127,2
Производство автотранспортных средств (укр.)	84,8	100,9	1,4	-0,26	148,8
Производство мебели (укр.)	114,4	4	0,1	0,01	111,1

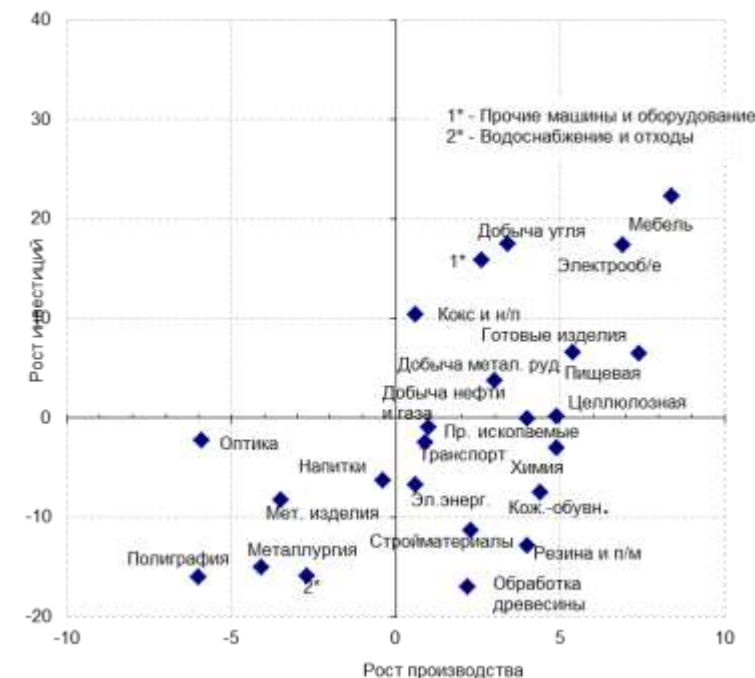
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	93,3	436,8	6,0	-0,44	105,2
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	84,1	66	0,9	-0,17	503,8
Строительство	93,9	171,2	2,4	-0,15	627,1
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	114,1	225,4	3,1	0,39	21,8
Транспортировка и хранение	110,4	1320,7	18,3	1,75	167,2
Ж/д транспорт (укр.)	124,0	155,4	2,1	0,43	108,7
Деятельность трубопроводного транспорта	126,5	458,5	6,3	1,33	169,3
Складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	92,2	531,8	7,4	-0,62	183,7
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	72,8	26,7	0,4	-0,14	251,9
Деятельность в области информации и связи	92,9	227,5	3,1	-0,25	84,7
Деятельность финансовая и страховая	149	149,4	2,1	0,69	84,9
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	97,2	471,9	6,5	-0,19	505,2
Деятельность профессиональная, научная и техническая	92,9	210,2	2,9	-0,23	82,3
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	94,4	33	0,5	-0,03	132,0
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	99,5	111,6	1,5	-0,01	858,5
Образование	104,0	106,1	1,5	0,06	3315,6
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	97,8	85,5	1,2	-0,03	483,1
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	129,6	120,9	1,7	0,38	-7556,3

Примечание. «Укр.» означает укрупнённую позицию (например, «Производство пищевых продуктов» объединено с производством напитков и табачных изделий в новой классификации Росстата ОКВЭД 2).

В каких же видах экономической деятельности спад инвестиционной активности был в этом году наиболее заметным? Рассмотрим, в первую очередь, обрабатывающую промышленность, традиционно считающуюся слабым местом российской экономики. Наиболее существенный спад инвестиций здесь зафиксирован в автомобильной промышленности и деревообработке. Если первая испытывает нехватку частных инвестиций из-за ожидания низкого внутреннего спроса (а следовательно, низкой выручки), то вторая – экспорто-ориентированная отрасль (внутренний спрос на пиломатериалы в России не столь велик) и вполне могла пострадать от санкций – известно, что российские экспортёры потеряли свои позиции на европейском рынке. Следует отметить, что **спад инвестиционной активности затронул не только ряд отраслей обрабатывающей промышленности (см. табл. 2.1), но даже такую «сильную» отрасль, как добыча нефти и газа** – уменьшение инвестиций в январе-сентябре составило здесь -0,9%. Поводов для уменьшения инвестиций в добычу топливно-энергетического сырья немало: соглашение с ОПЕК о глобальном ограничении добычи нефти, ожидаемое падение (или остановка роста) цен на нефть, общая неопределённость на сырьевых рынках. Во многом активность топливно-энергетического комплекса поддерживается за счёт инвестиций, сделанных несколько лет назад.

Спад инвестирования отмечен также в производстве и распределении газа и электроэнергии, равно как и в водоснабжении и водоотведении. Недостаток бюджетных вложений в коммунальное хозяйство отмечается уже давно, а для частных инвесторов этот сектор, по-видимому, не представляет интереса. Спад отмечен в строительстве: уменьшение инвестиций составляет -6,1% к соответствующему периоду предыдущего года, и это несмотря на наличие таких строек, как Керченский мост и спортивные объекты. Наихудшее же состояние в плане инвестирования – у гостиниц и ресторанов. В условиях падения доходов населения спрос на услуги гостиниц и ресторанов падает особенно резко, что делает их убыточными (в силу наличия большого количества благ-заменителей – домашнего питания, проживания в частном секторе).

Рис. 2.2. Рост инвестиций в основной капитал (в январе-сентябре 2017 г.) и выпуска (в январе-ноябре 2017 г.) в секторах промышленности, к тому же периоду предыдущего года, в %



Примечание. Тонкие красные линии показывают уровень показателя в среднем для промышленности. Пунктирные красные линии обозначают 100% на оси координат.

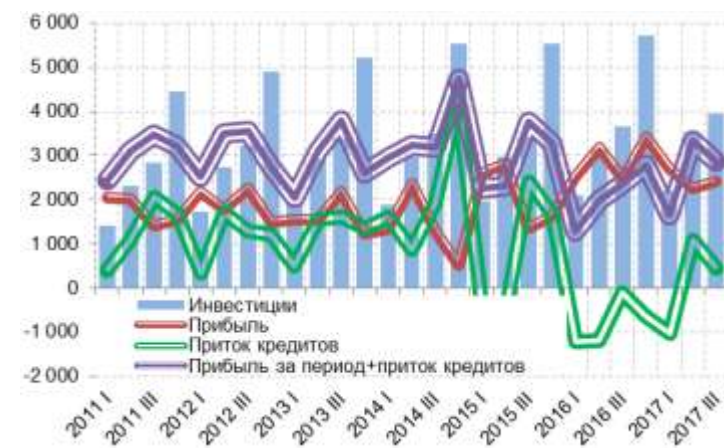
Источник: Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Стоит отметить, что в некоторых отраслях инвестиции, напротив, наращивались. Особняком тут стоит индустрия развлечений и спорт. Чемпионат мира по футболу однозначно стимулирует приток инвестиций в данный вид деятельности (не следует забывать и об Олимпиаде, в которой российские спортсмены всё же будут участвовать, хоть и не под флагами РФ). Традиционно высокие показатели по инвестициям у железнодорожного и трубопроводного транспорта. Вложения в первый связаны с реформированием РЖД, в особенности с определёнными преобразованиями в сфере пассажирских перевозок (либерализация отрасли стимулирует вложения в покупку новых вагонов). Во второй же – с продолжением реализации проектов по прокладке новых трубопроводов. Очень высокий прирост инвестиций (49%) – в финансовой деятельности. Страхование – довольно привлекательная отрасль в кризисный период.

Следует отметить, что некоторые виды обрабатывающей промышленности также испытали рост инвестиций, в первую очередь это производство одежды, текстиля и изделий из кожи. Рынок текстиля – один из наиболее быстро восстанавливающихся рынков после спада 2014–2015 г. – характеризуется высоким внутренним спросом. Рост отмечен и в производстве кокса и нефтепродуктов, химических веществ и лекарств, электронных изделий, машин и оборудования, мебели.

В целом **на инвестиционном рынке можно выделить ряд тяжелых диспропорций**. Перекос в сторону добывающих и инфраструктурных секторов наглядно проявляется, в частности, в том, что объемы инвестиций в добычу полезных ископаемых или в транспортировку и хранение (если взять ее вместе с обеспечением электрической энергией, газом и паром, водоснабжением и утилизацией отходов) примерно в два раза превышают инвестиции во всю обрабатывающую промышленность. Признаков структурной перестройки экономики не наблюдается, то есть рост инвестиционной активности в секторах очень тесно увязан с текущим ростом выпуска (индуцирован ростом – правый верхний квадрант на рис. 2.2), а т.н. «автономных» инвестиций (вне увязки с

Рис. 2.3. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли и прироста кредитов в российской экономике (поквартально), в номинальном выражении, млрд руб.



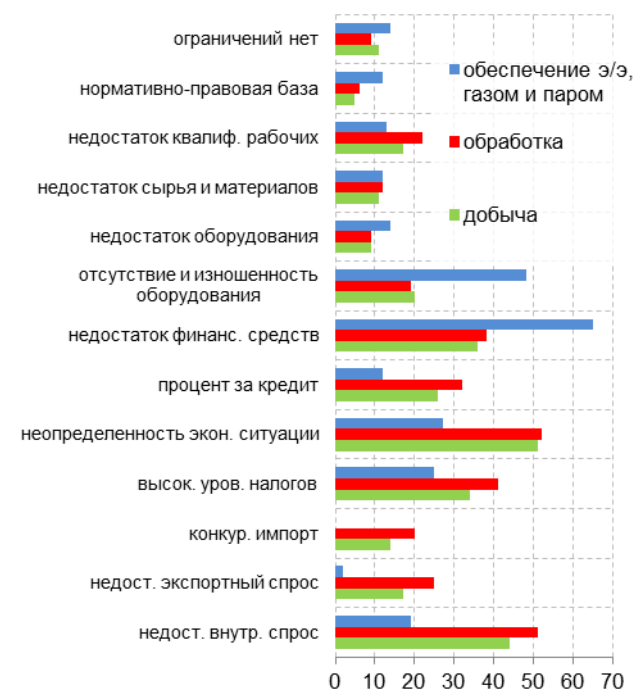
Источник: Росстат, Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

текущим ростом), инвестиций на перспективу почти нет (левый верхний квадрант на рис. 2.2). При этом ряд секторов находится в производственно-инвестиционном кризисе (металлургия, полиграфия, оптика): у них наблюдается сокращение и выпуска, и инвестиций (левый нижний квадрант на рис. 2.2).

В российских условиях перспективы роста инвестиций в значительной мере определяются возможностями по их самофинансированию – в целом по экономике показатель склонности к инвестированию из прибыли (соотношения объема инвестиций и прибыли) равен 100% (табл. 2.1). При этом у обрабатывающей промышленности этот показатель сейчас находится на уровне 56%, это значит, что для нее очень важны внешние источники долгосрочного финансирования. Во втором и третьем квартале 2017 г. можно отметить признаки активизации процессов кредитования: приток кредитов в реальный сектор стал положительным после пяти кварталов снижения (рис. 2.3). Однако этот рост неустойчив: если во втором квартале приток кредитов составил 1082 млрд руб., то в третьем уже лишь 443 млрд руб. (рис. 2.3). На фоне слабой динамики балансовой прибыли во втором и третьем кварталах, когда она относительно того же периода прошлого года сократилась на 28 и 2,5% соответственно, перспективы значимого роста инвестиционной активности, с точки зрения их финансового обеспечения, совсем не просматриваются.

В условиях тесной увязки роста выпуска и инвестиций, о чем говорилось выше, перспективы увеличения инвестиционного спроса связаны с перспективами роста выпуска вообще (на базе имеющихся незагруженных производственных мощностей), а значит, и с факторами, ограничивающими этот рост. По данным Росстата, в ноябре 2017 г. к факторам, в максимальной степени ограничивающим рост для добывающей и обрабатывающей промышленности, по-прежнему относились фактор неопределенности экономической ситуации (что делает высокорисковым или даже непросчитываемым, с точки зрения риска, множество длинных инвестиционных проектов) и недостатка внутреннего спроса. Для электроэнергетики и прочих инфраструктурных секторов

Рис. 2.4. Основные факторы, ограничивающие экономический рост в основных секторах промышленности в ноябре 2017 г., доля опрошенных респондентов, указавших на фактор, (с коррекцией на изменение панели с января 2017 г.), в %



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

– это фактор отсутствия и изношенности оборудования (вспомним коллизии с турбинами Сименса) и недостаток финансовых средств (рис. 2.4). При этом, если внести в данные опросов Росстата коррекции, связанные с изменением опросной панели в январе 2017 г. (что далеко не всегда делается), то можно отметить, что в текущем году значимость ограничений роста уменьшилась фронтально лишь для добывающей промышленности, а ухудшилась столь же широким фронтом для обрабатывающей промышленности, электроэнергетики и прочих инфраструктурных секторов (рис. 2.5). Учитывая низкие прогнозы роста по добывающей промышленности, такая ситуация говорит о неготовности российской экономики к выходу из состояния стагнации и даже ставит вопрос о вероятной новой рецессии. Пока о ее наступлении говорить рано, но текущий мониторинг, безусловно, требует сейчас повышенного внимания.

Валерий Миронов, Алексей Кузнецов

Реальный сектор

3. Прибыль экономики в январе-сентябре 2017 г.: парадоксы динамики

В январе-сентябре 2017 г. по сравнению с тем же периодом прошлого года: при опережающем росте издержек производства и реализации относительно выручки выросла прибыль от продаж; при снижении прибыли прибыльных организаций увеличилось поступление налога на прибыль; в строительстве улучшавшаяся по итогам восьми месяцев динамика прибыли в сентябре обвалилась; в машиностроении, напротив, сентябрь способствовал более чем двукратному ускорению роста прибыли. Лежат ли в основе столь странной, на первый взгляд, динамики только статистические («бумажные») причины или есть иные факторы?

Рис. 2.5. Динамики интенсивности основных факторов, ограничивающих экономический рост в основных секторах промышленности в ноябре 2017 г. относительно ноября 2016 г., разница долей опрошенных респондентов, указавших на фактор (с коррекцией на изменение панели с января 2017 г.), в %



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

По данным Росстата, в январе-сентябре 2017 г. выручка от продаж составила 117,4 трлн руб., увеличившись за год на 17,6%. Себестоимость росла заметно быстрее (на 20,7% г/г), главным образом, за счёт опережающего (в 2,5 раза) роста цен производителей в добыче (+14,6 г/г) по сравнению с переработкой (+5,8 г/г). Но из-за незначительного увеличения коммерческих и управленческих расходов (на 3,1% г/г) **динамика затрат на производство и продажу в результате опередила динамику выручки** на 1 п. п. (+18,6% г/г). Соответственно, увеличился и удельный вес затрат в выручке до 93,3% против 92,5% годом ранее. **Однако прибыль от продаж при этом выросла на 4,9% г/г.** Парадокс! Нет – простая арифметика: норма рентабельности за 9 месяцев 2017 г. снизилась относительно прошлого года, т. е. в отношении выручки к затратам (1+норма рентабельности) числитель вырос меньше, чем знаменатель, а значит, их разность (прибыль) увеличилась. И практически «вернулась» на уровень 2015 г., составив те же 7,9 трлн руб. (см. табл. 3.1).

Однако рост прибыли от продаж не должен никого вводить в заблуждение. Увы, **сальдированный финансовый результат экономики** (прибыль до налогообложения) в январе-сентябре 2017 г. **уменьшился по сравнению с прошлым годом на 714 млрд руб. (-8,8% г/г)**, тогда как в январе-сентябре 2016 г. прирост к 2015 г. составил 1366 млрд руб. (+20,3% г/г). Разнонаправленная динамика прибыли от продаж и до налогообложения за 9 месяцев 2016–2017 гг. сформировалась **благодаря вкладу прочих (ранее – внереализационных) доходов и расходов**⁶ в итоговый финансовый результат – отрицательному в текущем году (-516,9 млрд руб.) и положительному – в прошлом (+640,6 млрд руб.).

⁶ Включают доходы от участия в других организациях, проценты к получению и к уплате, а также собственно прочие доходы (в т. ч. от положительных курсовых разниц) и расходы (в т. ч. от отрицательных курсовых разниц).

Таблица 3.1. Формирование финансовых результатов экономики (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых компаний и бюджетных учреждений) в январе–сентябре 2015–2017 гг.

	9 месяцев 2017 г.	9 месяцев 2016 г.	9 месяцев 2015 г.
Выручка от продаж, млрд руб.	117 374,9	99 845,8	91 010,5
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	17,6	9,7	11,6
Себестоимость продаж, коммерческие и управленческие расходы, млрд руб.	109 472,2	92 314,9	83 144,3
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	18,6	11,0	10,8
Прибыль (минус убыток) от продаж, млрд руб.	7 902,7	7 530,9	7 866,2
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	4,9	-4,3	20,9
Сальдо прочих доходов и расходов, млрд руб.	-516,9	640,6	-1 416,0
в т.ч. проценты за кредит, отнесенные на расходы	2 381,6	2 411,1	2 200,8
Прибыль прибыльных организаций, млрд руб.	8 680,5	9 410,6	8 316,5
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	-7,8	13,2	27,6
Убыток убыточных организаций, млрд руб.	1 294,7	1 239,1	1 866,3
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	4,5	-33,6	8,7
Сальдированный финансовый результат по оперативным данным Росстата, млрд руб.	7385,8	8171,5	6450,2
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	-9,6	26,7	34,4
Сальдированный финансовый результат после пересчёта Росстатом данных за предыдущий год, млрд руб.	7 385,8	8 099,4	6 733,5
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	-8,8	20,3	35,4
<i>Справочно:</i>			
Поступление налога на прибыль (по уточнённым данным ФНС по полному кругу организаций), млрд руб.	2 482,0	2 136,1	2 094,8
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	16,2	2,0	16,2
Расчётная чистая прибыль (без учёта корректировки налоговой базы с использованием основной ставки налога на прибыль = 20%), млрд руб.	6944,4	7528,5	6653,2
к соответствующему периоду предыдущего года, в %	-7,8	13,2	21,6
Удельный вес сальдированной прибыли до налогообложения в ВВП, в %	11,2	13,1	11,1

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

В 2014–2016 гг. на квартальных данных наблюдалась высокая зависимость сальдо прочих доходов и расходов от динамики курса рубля. Падение рубля обеспечивало прибавку к прибыли от продаж в добыче топливно-энергетических ресурсов и потери в обрабатывающих производствах, при укреплении рубля ситуация была обратная. Из-за отсутствия данных Росстата о прибыли от продаж в I квартале 2017 г. по основным видам деятельности (за исключением добычи полезных ископаемых) отследить указанную зависимость в 2017 г. по экономике в целом и обрабатывающему сектору не представляется возможным. Но в добыче ТЭР картинка сложилась «классическая» (см. рис. 3.1).⁷

Кредитование является неотъемлемой составляющей производственно-хозяйственной деятельности. И Росстат в составе прочих расходов (в форме № П-3) выделяет отдельной строкой проценты по кредитам. По расчётам на основе данных Банка России, заметное снижение средних за рассматриваемый период процентных ставок на 15% (г/г) по кредитам до 1 года и на 18% (г/г) по кредитам свыше 1 года сопровождалось ростом объёмов кредитования на 12% (г/г). В результате в январе-сентябре 2017 г. сумма уплаченных процентов сократилась незначительно (на 1,2% г/г) и составила 2,38 трлн руб. (30% прибыли от продаж).

Одним из итоговых показателей прибыли является сальдированный финансовый результат (сальдированная прибыль до налогообложения), который рассчитывается как разность двух величин: прибыли прибыльных и убытка убыточных организаций. В январе-сентябре 2017 г. прибыль прибыльных организаций, формирующая базу налога на прибыль, уменьшилась на 7,8% (г/г), а убыток убыточных, напротив, подрос на 4,5% (г/г). В 2016 г. ситуация была прямо противоположная: +13,2% (г/г) и -33,6% (г/г) соответственно (см. Рис. 3.2).

При этом, по данным Росстата, приводимым на основе уточнённой и скорректированной информации ФНС, поступление налога на прибыль за 9 месяцев текущего года выросло на 16% (г/г), тогда как в прошлом году – лишь на

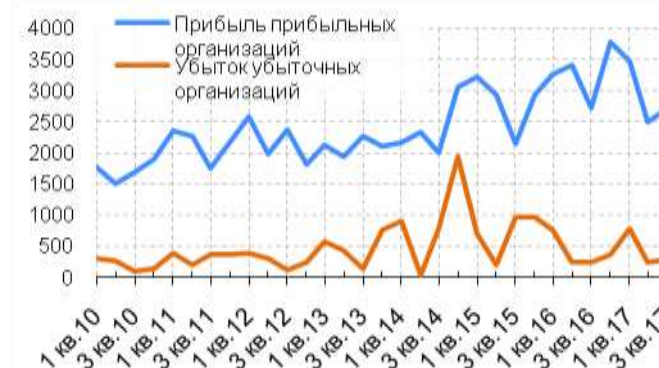
⁷ Знак «минус» в динамике курса означает укрепление рубля, «плюс» – падение, коэффициент корреляции между рассматриваемыми показателями в 2014–2017 гг. = 0,96.

Рис. 3.1. Сальдо прочих доходов и расходов (млрд руб.); прирост (снижение) курса рубля (руб. /долл. США) к предыдущему кварталу (в %) – правая шкала.



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

Рис. 3.2. Сальдированный финансовый результат прибыльных и убыточных организаций, млрд руб.



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

2% (г/г).⁸ Критическое замедление динамики в 2016 г. и её ускорение в 2017 г. обусловлено изменениями в отраслевой структуре поступивших платежей. Так, за 9 месяцев 2016 г. наибольшее сокращение зафиксировано в добыче полезных ископаемых – на 112 млрд руб. (-26% г/г), в экономике в целом – на 127 млрд руб.; наибольший прирост – в финансовой деятельности – на 181 млрд руб. (+95% г/г), всего по экономике – +326 млрд руб. За 9 месяцев 2017 г. суммарное снижение составило лишь 35 млрд руб., в том числе в операциях с недвижимостью, профессиональной, научно-технической и административной деятельности – 19 млрд руб. (-7,8% г/г); суммарный прирост – 424 млрд руб. (в том числе в транспорте и связи – +115 млрд руб. (84% г/г), в торговле – +117 млрд руб. (32% г/г). Недоимки по налогу на прибыль незначительны и не могли повлиять на общую динамику. Все данные за 2015–2016 гг. перегруппированы в соответствии с ОКВЭД 2.

По отчитавшимся перед ФНС организациям расчётная ставка налога на прибыль в 2016–2017 гг. составила 19,6%, т. е. была близка к основной ставке, равной 20%.

От налоговой статистики вернёмся к показателям, рассчитанным Росстатом по кругу организаций, указанному в таблице 3.1. Так, динамика и структура сальдированного финансового результата экономики по основным видам деятельности в январе-августе 2017 г. была рассмотрена в выпуске КГБ № 143. Здесь отметим **особенности вклада сентября в итоговую динамику**.

В сентябре 2017 г. прибыль⁹ экономики составила 1 трлн руб. (почти максимальный результат с начала года, чуть больше было лишь в марте), но при этом снизилась к

⁸ ФНС рассчитывает налоги (в т. ч. на прибыль) по полному кругу организаций, т. е. прибыль прибыльных в таблице 3.1 значительно отличается от данных ФНС. Налоговая база ФНС для исчисления налога на прибыль корректируется на доходы, исключаемые из прибыли, и на сумму убытка, уменьшающего налоговую базу за отчётный налоговый период плюс досчёты и корректировки.

⁹ Здесь и далее имеется в виду сальдированный финансовый результат (сальдированная прибыль/убыток до налогообложения) и его динамика к соответствующему периоду прошлого года.

сентябрю 2016 г.¹⁰ на 10,9%. Точно такая же динамика зафиксирована и в секторе производства товаров, и в секторе услуг. Наибольшую прибыль показала обрабатывающая промышленность (333 млрд руб.), но и здесь было падение на 6,7% (г/г). Отрицательная динамика наблюдалась во всех основных отраслях переработки за исключением машиностроительного комплекса, где прибыль выросла более чем в два раза (г/г) благодаря небывалому росту выпуска в производстве прочих транспортных средств и оборудования (+47,8% г/г) и автотранспортных средств (+15,4% г/г). Преимущественно за счёт опережающего роста цен производителей почти в полтора раза увеличилась прибыль в добыче нефти и газа, результаты добывающего сектора в целом были скромнее (+9,7 г/г). Максимальную прибыль (с начала 2017 г.) и высокую динамику показала торговля (267 млрд руб. и +58% г/г) благодаря росту оборота как розничной торговли (+3,1% г/г), так и оптовой (+4,4% г/г). В остальных отраслях сектора услуг динамика была отрицательной. Убыточным оказался сентябрь в энергетическом секторе и водоснабжении (-15 млрд руб.), а также в строительстве (-31 млрд руб.).

Прибыль в строительстве имеет ярко выраженный сезонный характер со снижением прибыли и даже с убытками в последнем месяце квартала, но **сентябрьский убыток 2017 г. стал абсолютным рекордом** с 2005 г. Похоже, сказался пересчёт Росстатом динамики строительных работ в текущем году с положительной (по итогам восьми месяцев) на отрицательную (по итогам девяти месяцев). А финансовый результат строительства, который мог ухудшиться в попавшие под пересчёт месяцы, в полном объёме был отнесён на сентябрь. Это в практике Росстата, ведь отчётным является показатель прибыли (убытка) нарастающим итогом с начала года.

Динамика и структура сальдированного финансового результата по видам экономической деятельности в январе-сентябре 2017 г. с учётом сентябрьского вклада сложилась следующим образом (см. табл. 3.2).

¹⁰ Прибыль в сентябре 2016 г. в ОКВЭД 2 рассчитана по темпам Росстата в январе-сентябре и январе-августе 2017 г. к соответствующему периоду 2016 г. по сопоставимому кругу видов деятельности.

Таблица 3.2. Сальдированный финансовый результат экономики (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и государственных учреждений) по видам экономической деятельности в январе–сентябре 2016–2017 гг., ОКВЭД 2

	9 месяцев 2017 г., млрд руб.	9 месяцев 2016 г., млрд руб.	Прирост (снижение), млрд руб.	Структура, 9 месяцев 2017 г., %	Структура, 9 месяцев 2016 г., %
Всего	7385,8	8099,4	-713,6	100,0	100,0
из них:					
сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	231,6	257,0	-25,4	3,1	3,2
добыча полезных ископаемых	1890,3	1580,5	309,8	25,6	19,5
в том числе:					
добыча сырой нефти и природного газа	1165,4	839,6	325,8	15,8	10,4
обрабатывающие производства	2122,1	2360,5	-238,4	28,7	29,1
из них:					
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	234,5	260,3	-25,8	3,2	3,2
производство кокса и нефтепродуктов	556,2	344,6	211,6	7,5	4,3
химическое производство (включая лекарственные средства)	283,8	431,2	-147,4	3,8	5,3
металлургическое производство и готовых металлических изделий	640,5	877,6	-237,1	8,7	10,8
машиностроение	220,3	178,5	41,8	3,0	2,2
обеспечение электр. энергией, газом и паром, кондиционирование воздуха, водоснабжение, утилизация отходов	428,2	423,5	4,7	5,8	5,2
строительство	27,3	81,3	-54,0	0,4	1,0
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	1033,2	1329,7	-296,5	14,0	16,4
транспортировка и хранение	790,0	806,9	-16,9	10,7	10,0
деятельность в области информации и связи	268,6	270,5	-1,9	3,6	3,3
прочие услуги	594,5	989,4	-394,9	8,0	12,2

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

В заключение отметим, что с учётом вклада девяти месяцев в годовую прибыль экономики, рассчитанного за период 2006–2016 гг. и составившего 73%, по итогам 2017 г. можно ожидать получение сальдированного финансового результата в размере 9,9–10,4 млрд руб. С учетом роста налогообложения (с использованием основной ставки налога на прибыль) это означает, что объем прибыли, остающейся в распоряжении организаций (после налогообложения), в 2017 г. окажется на 8% меньше, чем в 2016 г., и лишь на 1% больше, чем в кризисном 2015 г. Вполне очевидно, что это отрицательным образом скажется на склонности к инвестированию.

Елена Балашова

Платёжный баланс

4. Избыток валюты уходит за рубеж

Согласно оценке Банка России, профицит счёта текущих операций (СТО) за январь–ноябрь 2017 г. составил 35,6 млрд долл., а чистый отток капитала частного сектора – 28 млрд долл. Причём в последние месяцы приток валюты по текущему счёту усилился. Её избыток абсорбировался ростом спроса на валюту со стороны частного сектора. Стабилизация нефтяных цен и инерционность оттока капитала могут привести к росту давления на рубль в наступающем году.

Основной вклад в увеличение профицита СТО, безусловно, внёс экспорт товаров. Топливный экспорт следовал за ростом нефтяных цен, в то время как экспорт прочих товаров стагнировал. Устранение сезонности и случайных колебаний в динамике прочего экспорта (рис. 4.1) показывает, что в последние пять месяцев стоимость этой группы товаров практически не меняется и составляет чуть более 12 млрд долл. В совокупности с заморозкой добычи нефти и снижением

Рис. 4.1. Экспорт товаров, млрд долл.



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

физических объёмов экспорта топлива это сдерживает рост всего экспорта, стоимость которого по итогам года может составить 353 млрд долл.

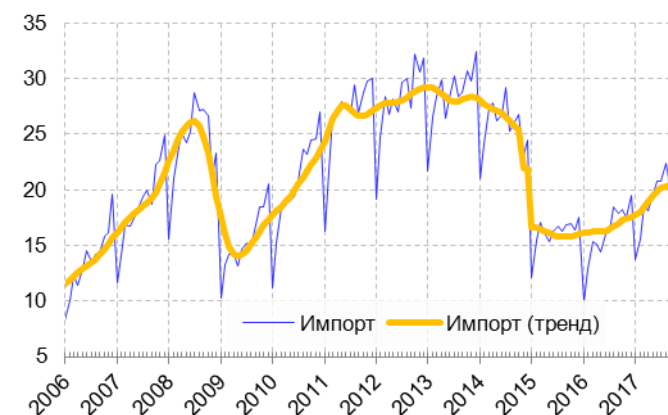
В последнем квартале текущего года **динамика товарного импорта немного ускорилась**. Если в августе-сентябре ежемесячный рост стоимости (с устранёнными сезонностью и случайными колебаниями, тренд) не превышал 1%, то в декабре, по нашим оценкам, импорт вырос на 1,4%. Впрочем, это меньше по сравнению, например, со вторым кварталом, когда наблюдалась тенденция быстрого восстановления импорта темпами 2–3% в месяц. В результате стоимость импорта по итогам текущего года может составить 237 млрд долл. (рост на 24% г/г).

Нефтяное ралли во втором полугодии привело к опережающему росту стоимости экспорта по сравнению с импортом и росту профицита торгового баланса. В последние месяцы профицит составлял 10–12 млрд долл. Одновременно **снижалось отрицательное сальдо прочих текущих операций** (рис. 4.3). Это **привело к росту профицита СТО**, который, по нашим оценкам, увеличился до 6,7 млрд долл. в ноябре и может составить 7,6 млрд долл. в декабре. Таким образом, в целом за год приток валюты по текущим операциям возрастёт до 43 млрд долл., или почти в 1,7 раза по сравнению с предыдущим годом.

С осени текущего года **имел место вывоз капитала за рубеж**. Исходя из оценок Банка России за 11 месяцев, в ноябре чистый отток капитал частного сектора превысил 4 млрд долл. (рис. 4.4). Резко возросший отток капитала является оборотной стороной текущего счёта в условиях благоприятной внешней конъюнктуры. Основной вопрос – насколько устойчив отток капитала?

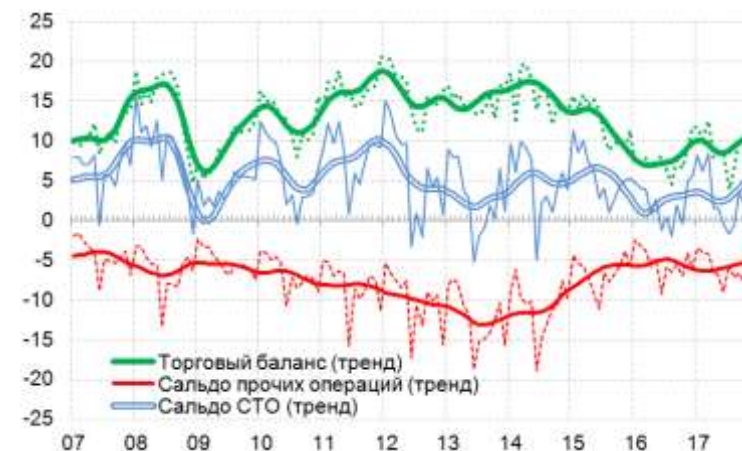
Практически весь отток в текущем году сформировался за счёт банковской системы, в которой сформировался избыток валютной ликвидности. Банки продолжали активно гасить внешний долг, при этом сокращая не только внешние обязательства, но и активы. Однако в операциях с зарубежными активами банковской системы включена **покупка наличной валюты** для нефинансового

Рис. 4.2. Импорт товаров, млрд долл.



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

Рис. 4.3. Сальдо счёта текущих операций (СТО), млрд долл.



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

сектора (7,4 млрд долл. за полугодие, или почти 15 млрд долл. в годовом выражении), главным образом, населения. Таким образом, помимо собственных операций банковской системы, в оттоке капитала существенную роль играло население и реальный сектор, операции которых более инерционны, чем банковские.

По состоянию на середину текущего года, **объем наличной валюты у нефинансового сектора достиг рекордной величины** 54,6 млрд долл. (рис. 4.5) и к концу года, скорее всего, будет ещё выше. Следует обратить внимание, что с начала 2016 года в условиях падения реальных доходов населения объем наличной валюты непрерывно растёт (на 15 млрд долл. за полтора года), даже при укреплении рубля.

Ещё одним важным участником валютного рынка в текущем году, помимо частного сектора, стал Минфин. **С ростом нефтяных цен увеличился объём покупки валюты Минфином.** С февраля по ноябрь Минфин купил 10,3 млрд долл. (рис. 4.6). В том числе, в ноябре объёмы покупки валюты выросли до 1,9 млрд долл. В декабре может прибавиться ещё 3,7 млрд долл. Всего же в текущем году будет куплено валюты на сумму чуть более 14 млрд долл. Это примерно треть профицита СТО.

Однако **продажи ОФЗ нерезидентам (приток валюты) полностью компенсировали покупку валюты Минфином** на внутреннем рынке. Другими словами, операции Минфина были нейтральны для платёжного баланса в целом. За январь–октябрь Минфин, по нашим оценкам, продал нерезидентам ОФЗ на сумму более 11 млрд долл. (рис. 4.7). При этом доля нерезидентов на рынке ОФЗ в текущем году превысила треть всего рынка, что делает его крайне уязвимым в случае ухода краткосрочных инвесторов.

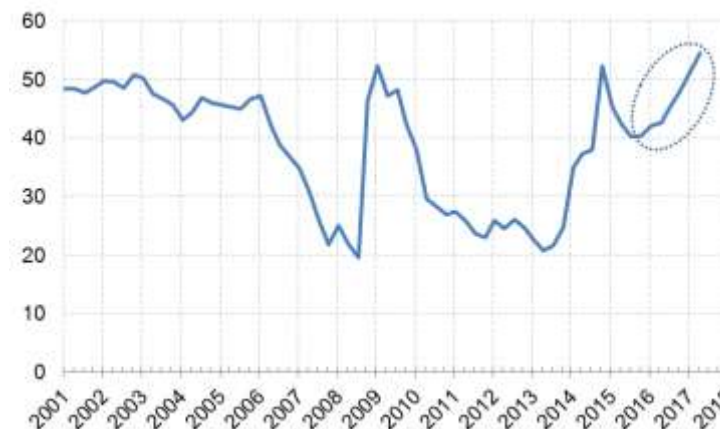
В целом платёжный баланс в текущем году сложился благоприятно для обменного курса, который колебался в достаточно узком (в отличие от предыдущего года) диапазоне 56–61 руб./долл. **Что нас ждёт в 2018 году?** Мы исходим из

Рис. 4.4. Чистый приток (+)/отток (-) капитала частного сектора, млрд долл.



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

Рис. 4.5. Объем наличной валюты нефинансового сектора, млрд долл.



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

предпосылки стабилизации нефтяных цен в диапазоне 50–60 долл./барр. (об этом говорит консенсус-прогноз Центра развития, Рейтер и прогноз Банка России). В этом случае надо готовиться к сокращению торгового профицита из-за стагнации экспорта и роста импорта, пусть и вялого на фоне слабого внутреннего спроса. В случае возобновления роста реальных доходов населения мы ожидаем увеличение выплат нерезидентам по текущим трансфертам. Как следствие, произойдёт **резкое в полтора-два раза сокращение профицита СТО**.

Одновременно можно ожидать **сохранение чистого оттока капитала, сопоставимого с уровнем 2016–2017 гг.** Этому будет способствовать дальнейшее снижение ставки Банка России при одновременном росте ставок за рубежом, что снижает инвестиционную привлекательность российских активов. К тому же макроэкономические показатели свидетельствуют об ухудшении состояния экономики в конце 2017 года. Покупка наличной валюты нефинансовым сектором вряд ли сократится в условиях смены правительства и неопределённости экономической политики. При этом инвестиции нерезидентов в ОФЗ могут сократиться, особенно в случае ужесточения западных санкций. А новая формула покупки валюты Минфином приведёт к росту спроса на неё со стороны денежных властей.

Иными словами, **мы ожидаем усиление давления на рубль** в ближайшее время как со стороны частного сектора, так и государства. В то же время резких изменений валютного курса не произойдёт, поскольку Банк России в состоянии удовлетворить растущий спрос на валюту за счёт уже опробованных инструментов валютного РЕПО.

Сергей Пухов

Рис. 4.6. Покупка валюты Минфином, млрд долл.



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

Рис. 4.7. Вложения нерезидентов в ОФЗ



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

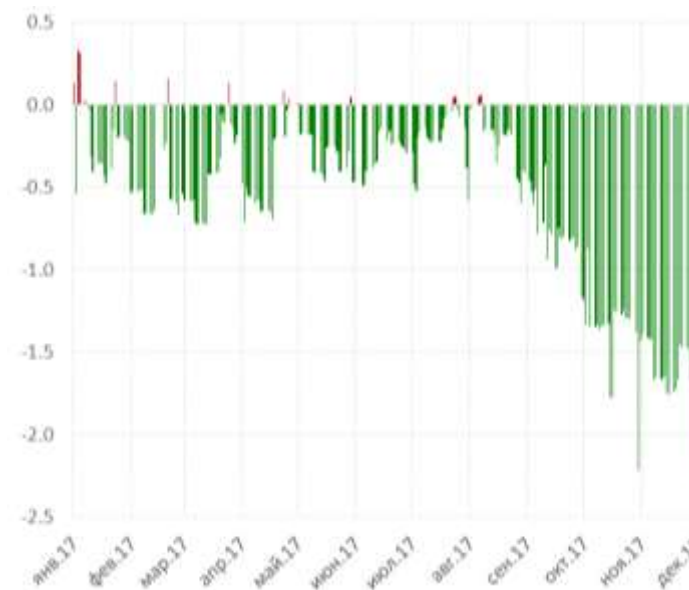
Банки

5. Продолжат ли «падать» банки?

Главным событием уходящего года можно признать крах таких крупнейших частных российских банков, как Открытие, Бинбанк и Промсвязьбанк. Если «падение» одного банка такого размера ещё можно объяснить частными причинами, то последовательное принятие Банком России на санацию двух системно значимых кредитных организаций и одной просто значимой (Бинбанк) наводит на вполне естественную мысль о системности проблемы.

Для того чтобы ответить на вопрос о системности происходящего падения крупных частных банков, обратимся к статистике, которая может помочь выявить наличие дисбалансов в банковском секторе. Прежде всего, отметим, что с начала этого года российская банковская система живёт в уже подзабытых условиях структурного профицита ликвидности (см. рис. 5.1). Напомним, что структурный дефицит ликвидности банковского сектора – это состояние банковского сектора, характеризующееся существованием у кредитных организаций устойчивой потребности в привлечении ликвидности за счет операций с Банком России. Обратная ситуация – наличие устойчивой потребности у кредитных организаций в размещении средств в Банке России – представляет собой структурный профицит ликвидности. Отметим, что наличие структурного профицита (утрировано, когда в системе денег больше, чем необходимо для её бесперебойного функционирования) не означает, что ни один из банков не испытывает потребности в ликвидности. Вполне возможна ситуация, что ряд банков даже в условиях общего избытка денежных средств не способен выполнять свои текущие обязательства без обращения за рефинансированием в Банк России или за заимствованиями на межбанковский рынок. Иными словами, денег в системе много, но распределены они могут быть весьма неравномерно. Назовём значительным дисбалансом ситуацию, при которой подобный недостаток ликвидности у части банков носит устойчивый и существенный характер.

Рис. 5.1. Структурный дефицит (+)/профицит (-) ликвидности банковского сектора, трлн руб.



Источник: Банк России.

Теперь обратимся к совместной динамике двух видов депозитных ставок – ставкам по депозитам физлиц и юрлиц. Первые назовём «розничными», вторые – «оптовыми». Исходя из экономической логики, в период существования избытка ликвидности спрос на депозиты со стороны банков должен падать, что приводит к двум последствиям. Во-первых, снижению цены денег (ставок). Во-вторых, к возникновению «скидки за опт», когда принципиально большие объёмы средств размещаются под более низкую ставку. В переводе на язык банковского бизнеса, депозиты предприятий («оптовые») привлекаются кредитными организациями по ставкам ниже, чем депозиты населения («розничные»). Именно такая ситуация наблюдалась в российской экономике в прошлом. И наоборот, когда банковская система находится в состоянии структурного дефицита ликвидности, то растёт спрос на привлечение средств банками, ставки растут, и возникает «надбавка за опт». То есть, депозиты предприятия начинают обходиться банкам дороже, чем депозиты населения. Подобная закономерность, повторим, вполне экономически обоснованная, существовала в предыдущие годы (см. рис. 5.2). И вот в 2017 г. налицо расхождение между режимом функционирования банковской системы в условиях избыточной ликвидности и соотношением «оптовых» и «розничных» цен депозитов. Это говорит о наличии крайне серьезных дисбалансов внутри самой системы, когда основной объём ликвидности концентрируется в ограниченном количестве банков, в то время как остальные кредитные организации испытывают ее дефицит, причем, некоторые из них достаточно жесткий. Именно повышенный спрос со стороны этих банков и приводит к наблюдаемой инверсии депозитных ставок плюс препятствует более активному снижению общего уровня ставок в экономике (а отнюдь не ставшая неким жупелом ключевая ставка ЦБ РФ). Естественным способом устранения такого дисбаланса является нормальное функционирование российской экономики, когда в результате нормальной же хозяйственной деятельности ее агентов деньги фактически сами собой растекаются внутри неё, пополняя пассивную базу разных банков, обслуживающих разных клиентов. Раз такой естественный процесс не идет, то мы можем делать вывод об имеющемся системном сбое в работе банковского сектора, имеющим первопричиной системный сбой в нефинансовом секторе экономики.

Рис. 5.2. Динамика эффективных депозитных ставок, в % годовых



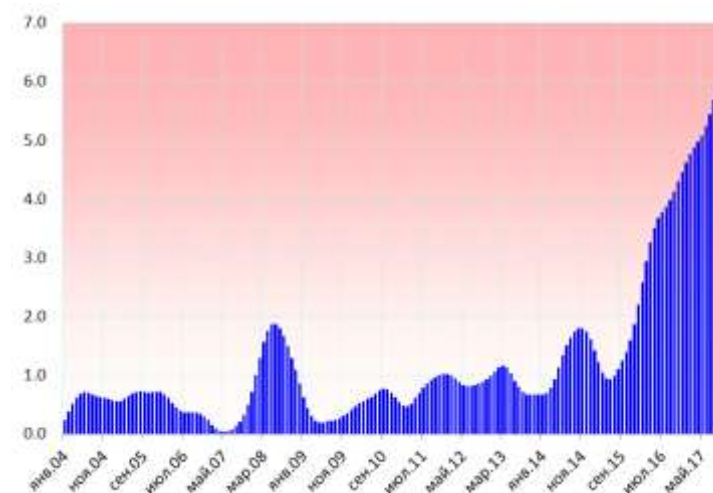
Источник: банковская отчетность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Другим индикатором, который дает информацию о наличии или отсутствии дисбалансов, является рассчитываемый Центром развития Индекс общей разбалансированности банковской системы. Для вычисления данного индекса суммируются остатки на счетах межбанковских кредитов по всем кредитным организациям. Получившийся результат правится на величину «трансфертов» внутри некоторых банковских групп и соотносится с общей суммой обязательств банковской системы. Система считается внутренне сбалансированной, если доля подобных операций не превышает естественного «технического» уровня. Так вот, динамика этого индекса в 2017 г. можно определить как «зашкаливающую» (см. рис. 5.3). Отметим, что в нем как раз и «сидят» три крупнейших банка, принятых на санацию Банком России. А также те банки, которые только ждут своей участи...

Таким образом, исходя из приведенных данных, мы можем с уверенностью говорить о сохраняющихся внутри российской банковской системы очень серьезных дисбалансах, которые так или иначе должны будут разрешиться. «Мирным» способом разрешения может стать ускорение здорового экономического роста, под которым мы понимаем, прежде всего, рост частного сектора экономики. Это приведет к соответствующему росту клиентской базы частных банков, как крупных, так и средних, что позволит избежать дальнейшей волны их «падения». Если же в ближайшем обозримом будущем этот сценарий не начнет реализовываться, то нам придется стать свидетелями продолжения громких уходов с рынка и/или на санацию кредитных организаций, имеющих в настоящее время серьезные проблемы с ведением бизнеса. Другим следствием отсутствия такого роста станет весьма медленное снижение процентных ставок в экономике, несмотря на низкую инфляцию, а также отсутствие значимого платежеспособного спроса на банковские кредиты. Ну и наконец, процесс огосударствления банковской системы примет, видимо, необратимый характер. Необратимой в рамках существующей в стране социально-экономической парадигмы.

Дмитрий Мирошниченко

Рис. 5.3. Индекс общей разбалансированности банковской системы



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

Население

6. Доходы снижаются на фоне роста зарплат и пенсий, социальное неравенство сохраняется на прежнем уровне

В январе-октябре 2017 г. выросли реальные заработные платы и пенсии (на 3,0 и 3,9% соответственно). Но даже такая положительная динамика основных компонентов доходов населения не привела к росту реальных располагаемых доходов: они снизились на 1,3% (см. рис. 6.1).

В 2016 г. ситуация была похожа за одним исключением: рост реальных заработных плат на 2,3% сопровождался снижением реальных размеров пенсий на 1,9%, зато реальные располагаемые доходы снизились на 5,9%.

Одной из причин сложившейся ситуации с заметным отставанием темпов роста доходов населения от темпов роста заработных плат и пенсий может быть падение доходов населения, не связанных с заработными платами и пенсиями. Данные Росстата о динамике компонентов денежных доходов населения показывают, что за 9 месяцев 2017 г. (по отношению к тому же периоду 2016 г.) отрицательные темпы роста были свойственны доходам от предпринимательской деятельности и особенно от собственности, но суммарная доля этих компонентов доходов населения невелика и составила за три квартала 2017 г. только 15% (см. рис. 6.2).

Особый же интерес вызывает динамика оплаты труда.

Динамика заработной платы публикуется Росстатом по данным официальной статистики, которая отражает в основном крупные и средние предприятия и ту отчетность, которую они подают о своих сотрудниках. Поэтому данные Росстата о среднемесячной заработной плате охватывают далеко не всех работников, занятых в экономике (самозанятые и занятые в неформальном секторе не

Рис. 6.1. Динамика реальных показателей денежных доходов населения в 2014–2017 гг., в %



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

Рис. 6.2. Динамика показателей структуры денежных доходов населения, в % в реальном выражении



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

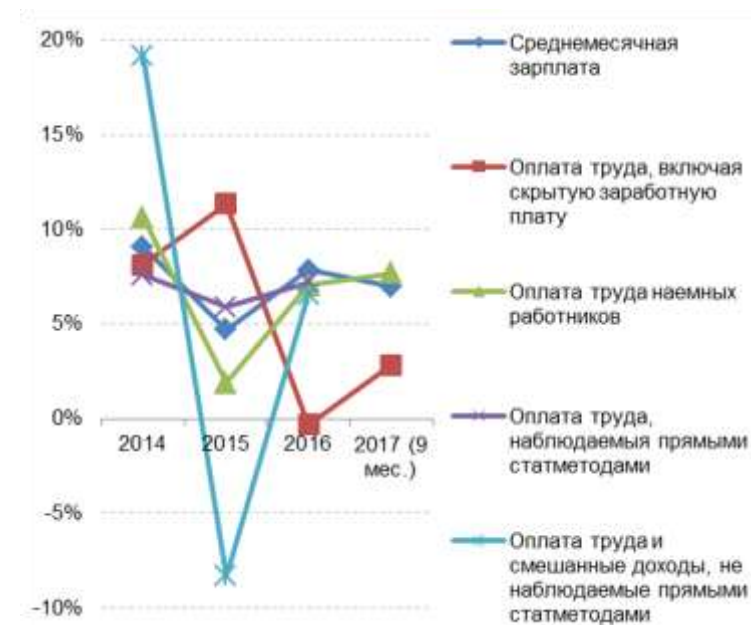
учитываются этой статистикой) и даже не все доходы от занятости на предприятиях («серая» зарплата также не попадает в данные для расчета этого показателя).

Для того чтобы оценить эту значительную часть денежных доходов населения, которая не наблюдается прямыми статистическими методами, составляется баланс денежных доходов и расходов, где на основе данных о совершенных расходах и приросте сбережений доходы дооцениваются. Проблемы, связанные с таким методом оценки, уже анализировались нами ранее.¹¹ Данные по ВВП в разрезе источников доходов также указывают на сложность оценки ненаблюдаемых смешанных доходов. На рис. 6.3 видны различия в темпах прироста отдельных показателей оплаты труда по различным видам статистики, особенно в 2014–2015 гг.

Следовательно, на разрыв значений показателей заработной платы и пенсий и доходов населения влияют как оценка ненаблюдаемых доходов от занятости, так и низкие темпы прироста некоторых доходов населения.

Снижение реальных располагаемых доходов населения в 2017 г. происходило на фоне стабильной социальной дифференциации: социально-экономическое неравенство за 9 месяцев 2017 г. не изменилось по отношению к тому же периоду 2016 г. Остались прежними как параметры распределения общего объема денежных доходов населения, так и значения коэффициентов фондов и Джини (см. табл. 6.1). Наши оценки показывают, что за 2017 г. значения показателей социально-экономической дифференциации населения будут примерно на уровне их значений в 2016 г.

Рис. 6.3. Динамика показателей номинальных доходов населения из разных отраслей статистики, в %



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

¹¹ См. «Комментарии о государстве и бизнесе» № 133.

Таблица 6.1. Распределение общего объема денежных доходов населения по 20-процентным доходным группам (в %) и коэффициенты социально-экономической дифференциации

	I–III квартал 2016 г.	I–III квартал 2017 г.
Денежные доходы	100	100
в том числе по 20-процентным группам населения:		
первая (с наименьшими доходами)	5,6	5,6
вторая	10,4	10,4
третья	15,3	15,3
четвертая	22,7	22,7
пятая (с наивысшими доходами)	46	46
Коэффициент Джини (индекс концентрации доходов)	0,4	0,4
Коэффициент фондов, раз	14,3	14,3

Источник: Росстат.

Рост уровня бедности в третьем квартале 2017 г. по сравнению с третьим кварталом 2016 г. затормозил снижение соответствующего показателя за январь–сентябрь 2017 г.: доля населения с доходом ниже прожиточного минимума за три квартала 2017 г. уменьшилась по сравнению с январем–сентябрем 2016 г. с 13,9 до 13,8%. Однако численность бедных не изменилась и осталась на уровне 20,3 млн чел., что можно объяснить округлением и динамикой численности населения в целом.

Снижающийся уровень бедности при начавшемся (очень скромном) росте экономики во многом связан с низкими темпами роста прожиточного минимума в Российской Федерации, в том числе и вследствие низкой инфляции.¹² В среднем для всего населения за январь–октябрь 2017 г. он составил в среднем 3,2% (3,4–3,5% для трудоспособного населения и пенсионеров, 3,1% – для детей). Можно предположить, что уровень бедности за год будет немного ниже его значения в 2016 г.

Светлана Мисихина

¹² См. подробнее «Комментарии о государстве и бизнесе» № 137.

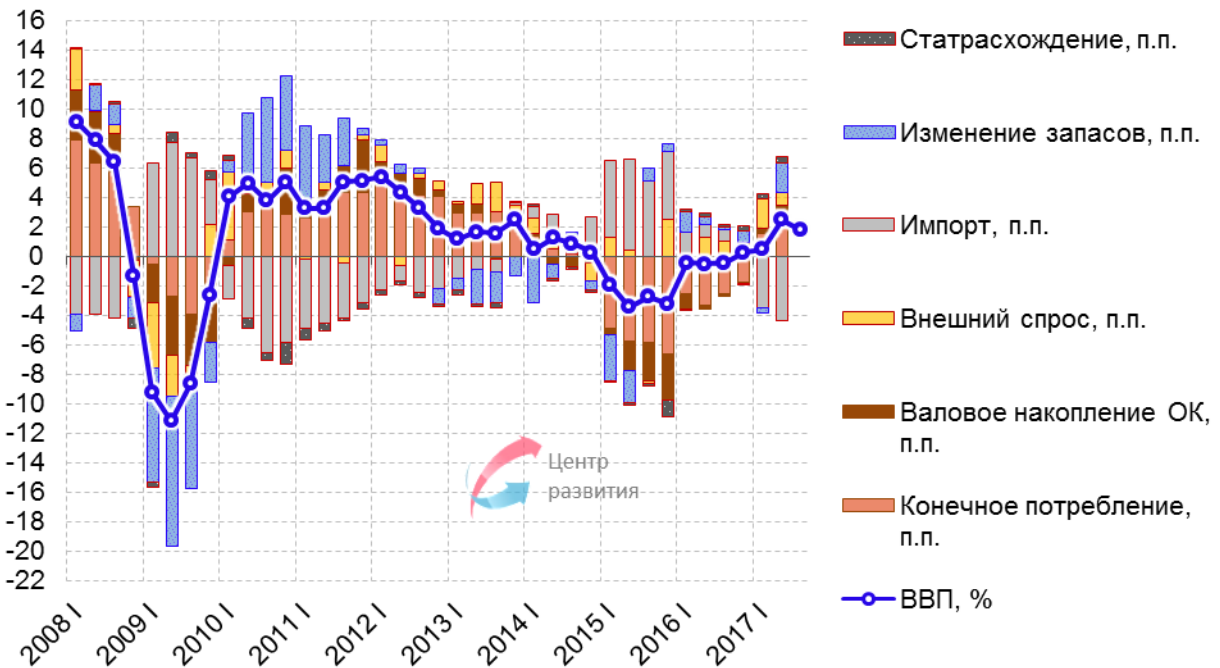
Таблица 6.2. Показатели бедности в России

	Численность населения с денежными доходами ниже величины прожиточного минимума:	
	млн человек	в процентах от общей численности населения
2014		
2015		
2016		
I квартал	23,4	16,0
II квартал	19,8	13,5
I полугодие	21,4	14,6
III квартал	18,8	12,8
Январь–сентябрь	20,3	13,9
IV квартал	14,8	10,1
Год	19,6	13,4
2017		
I квартал	22	15
II квартал	20,2	13,8
I полугодие	21,1	14,4
III квартал	19,2	13,1
Январь–сентябрь	20,3	13,8

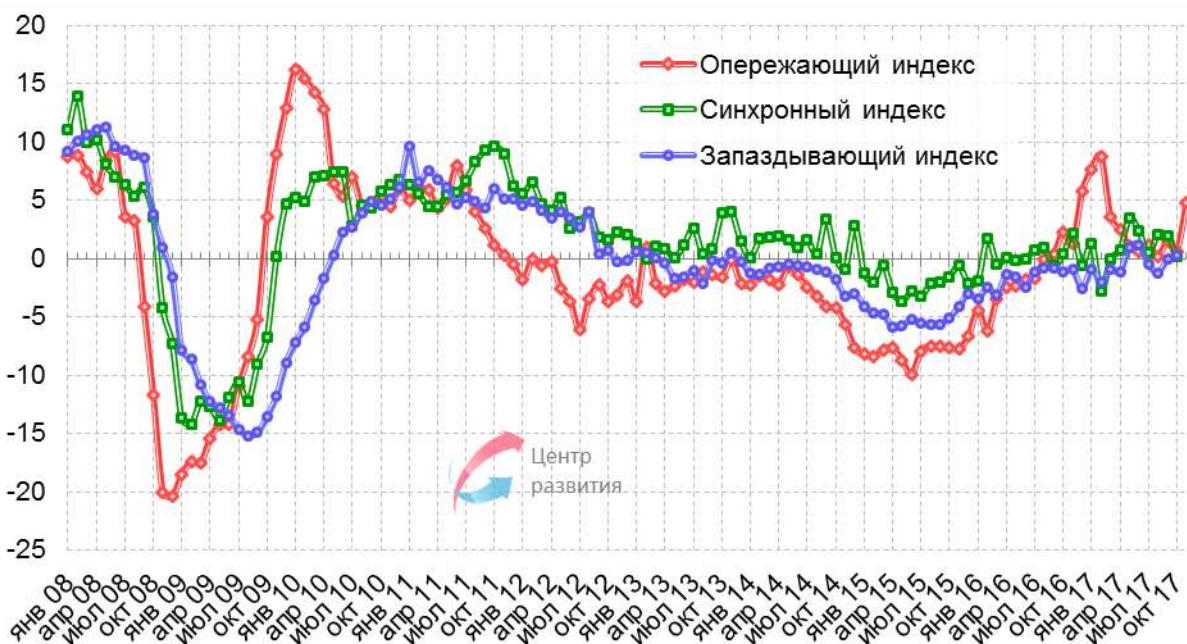
Источник: Росстат.

Экономика в «картинках»

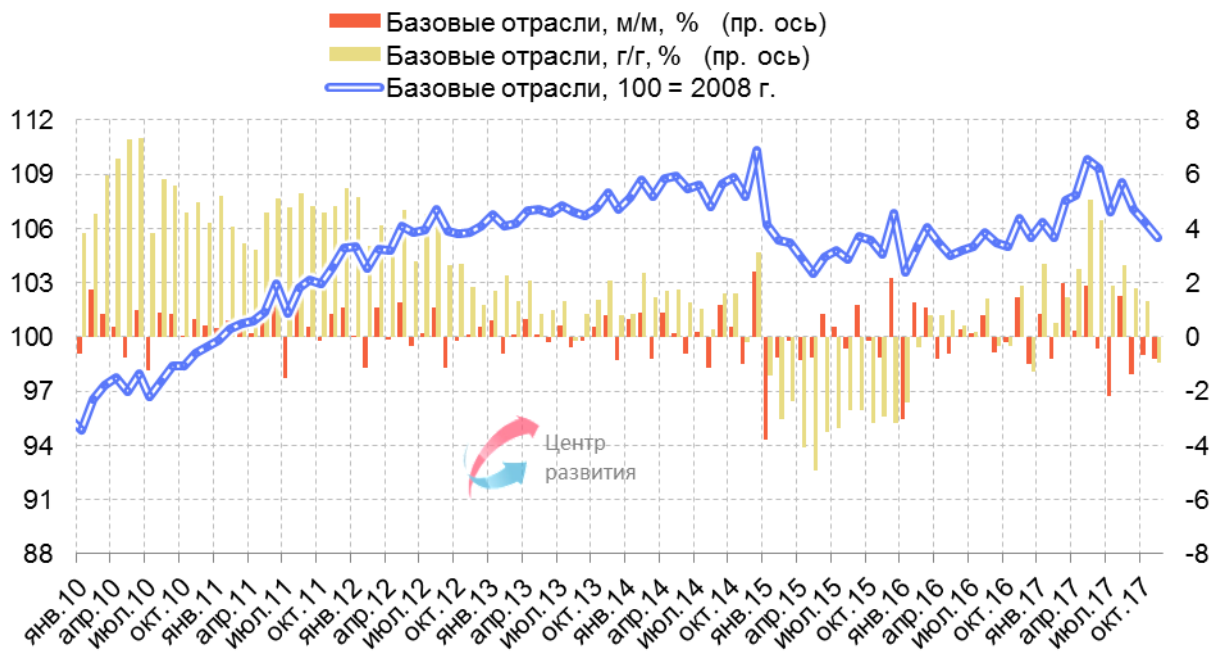
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса
(прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)



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

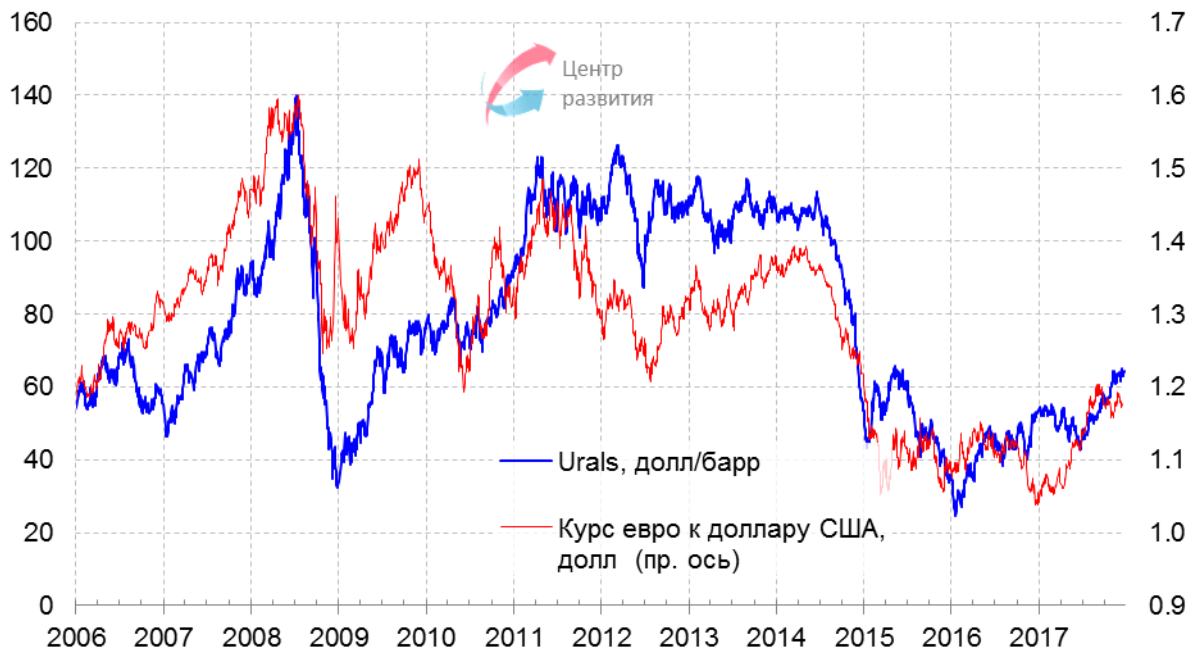


Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)



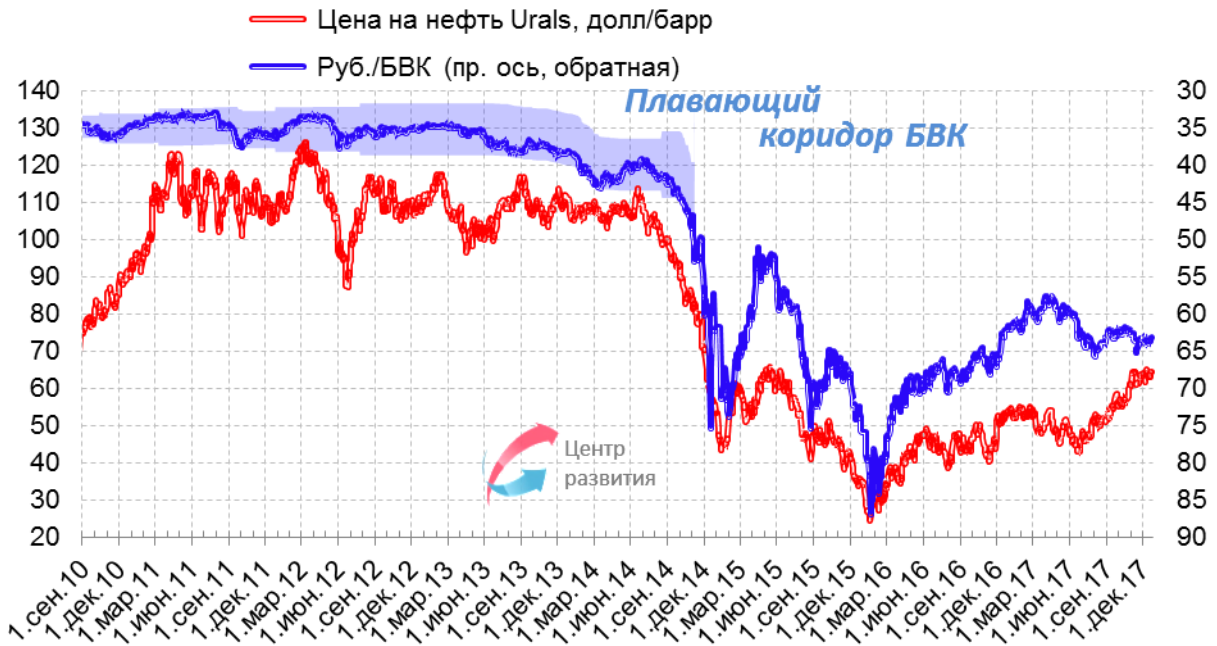
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

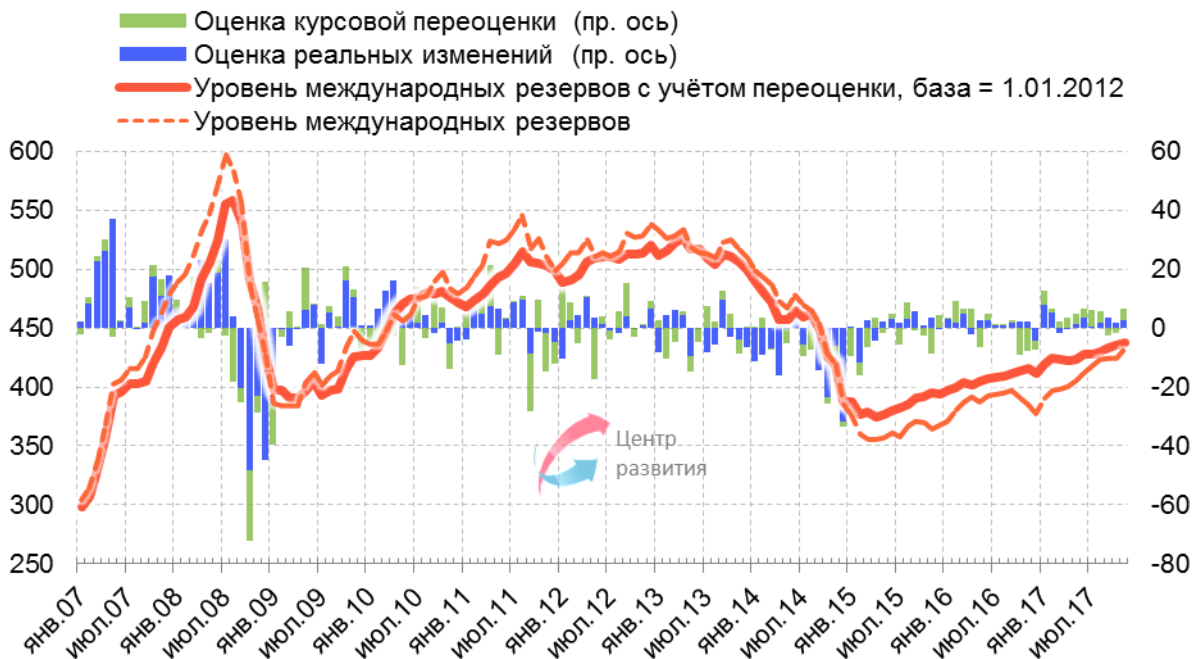


Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW

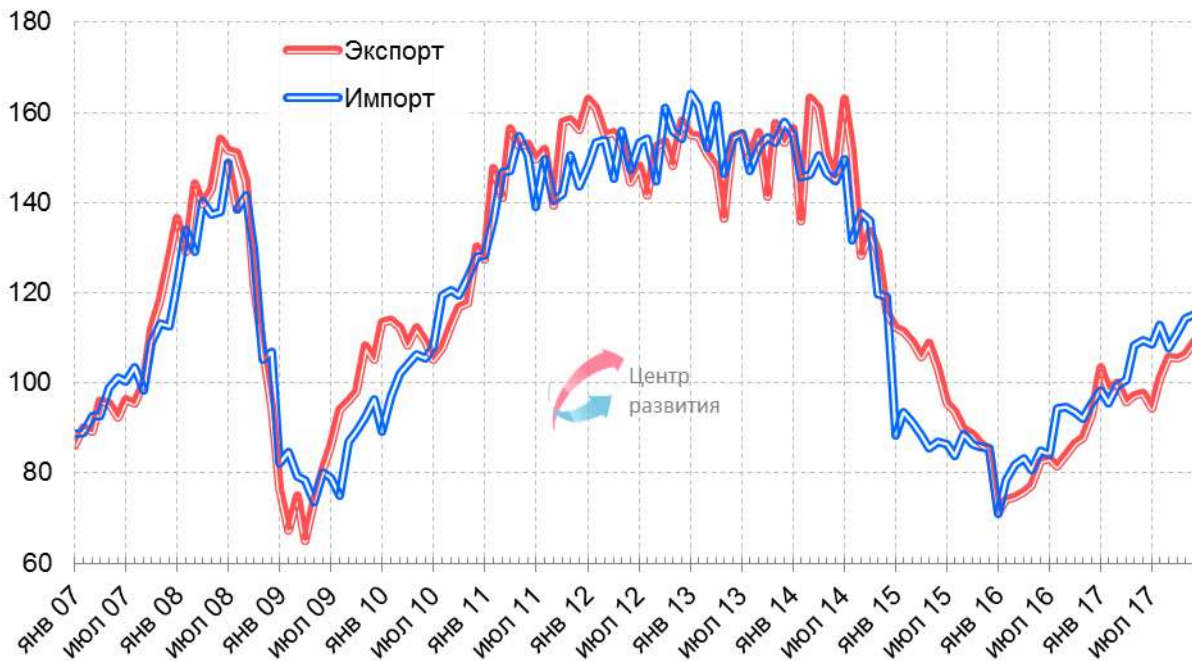


Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд долл.



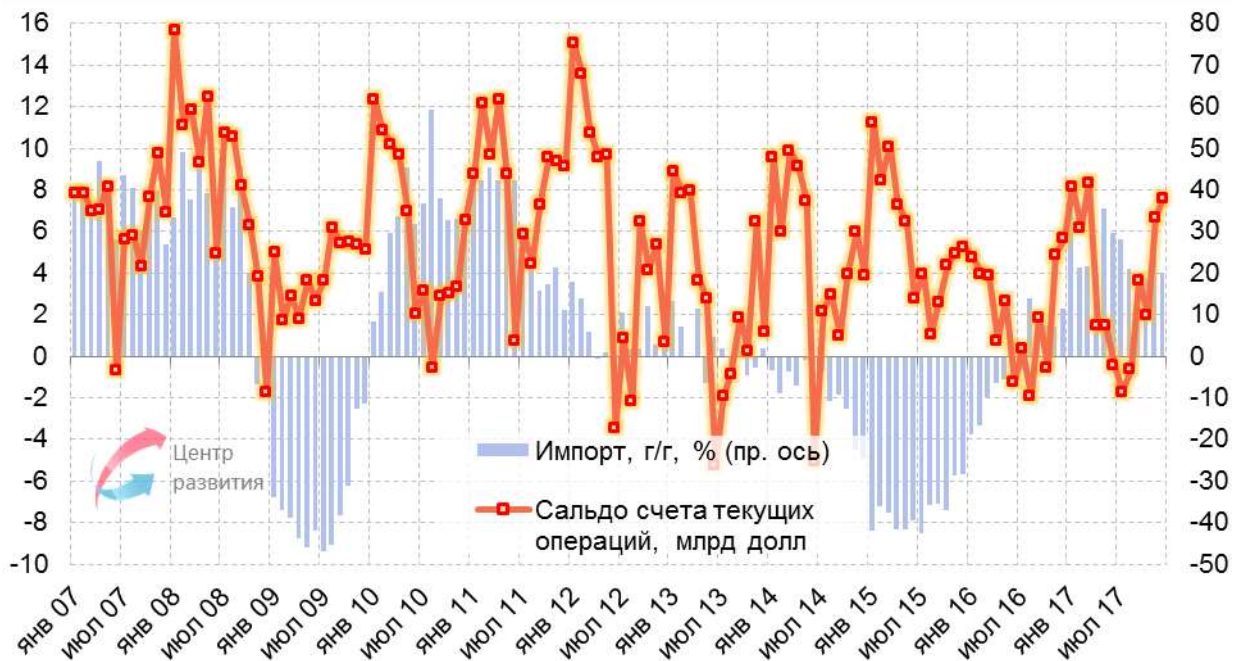
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100 = 2007 г.), в %^[1]

NEW

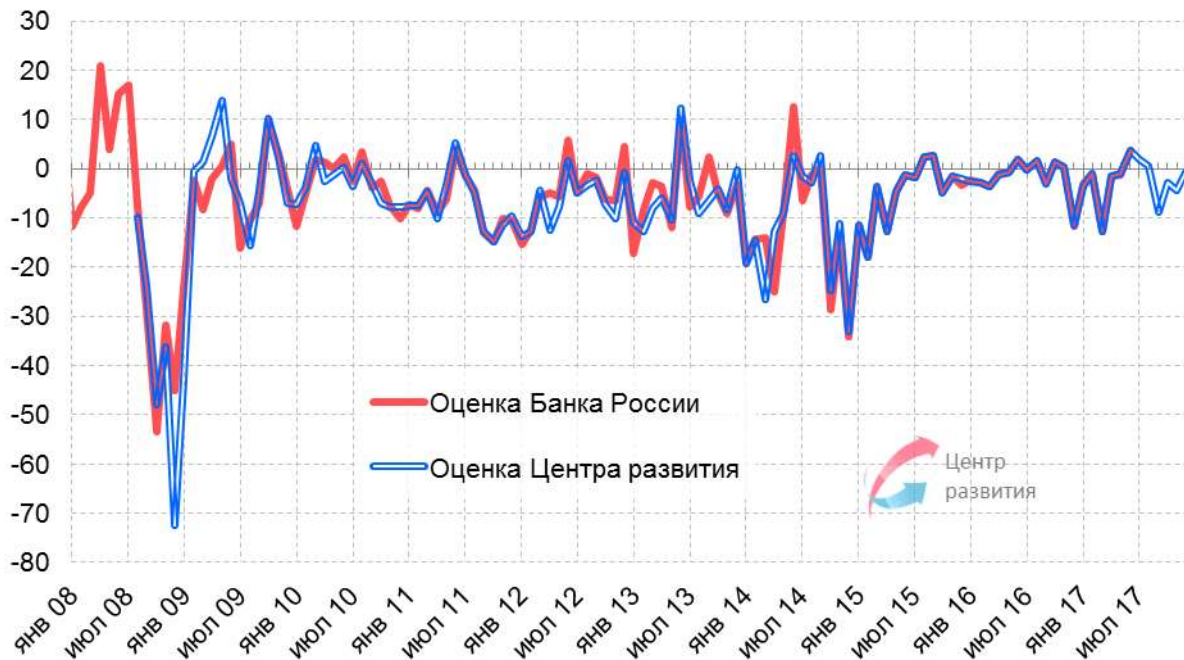


Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров^[1]

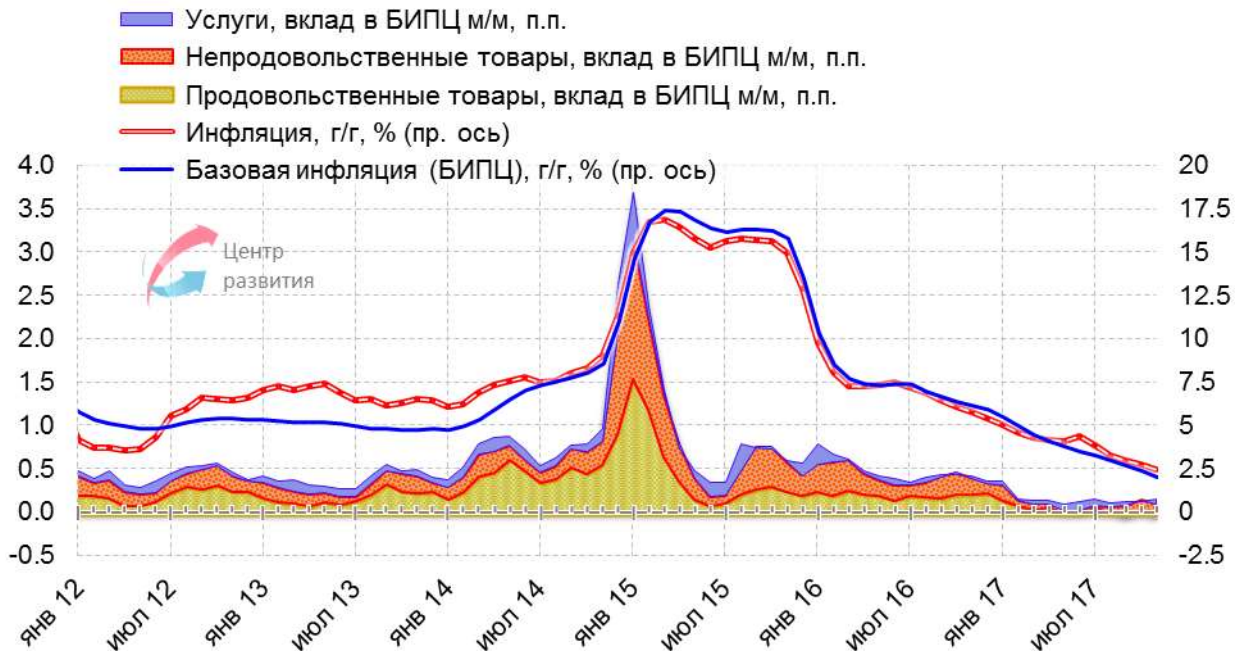
NEW



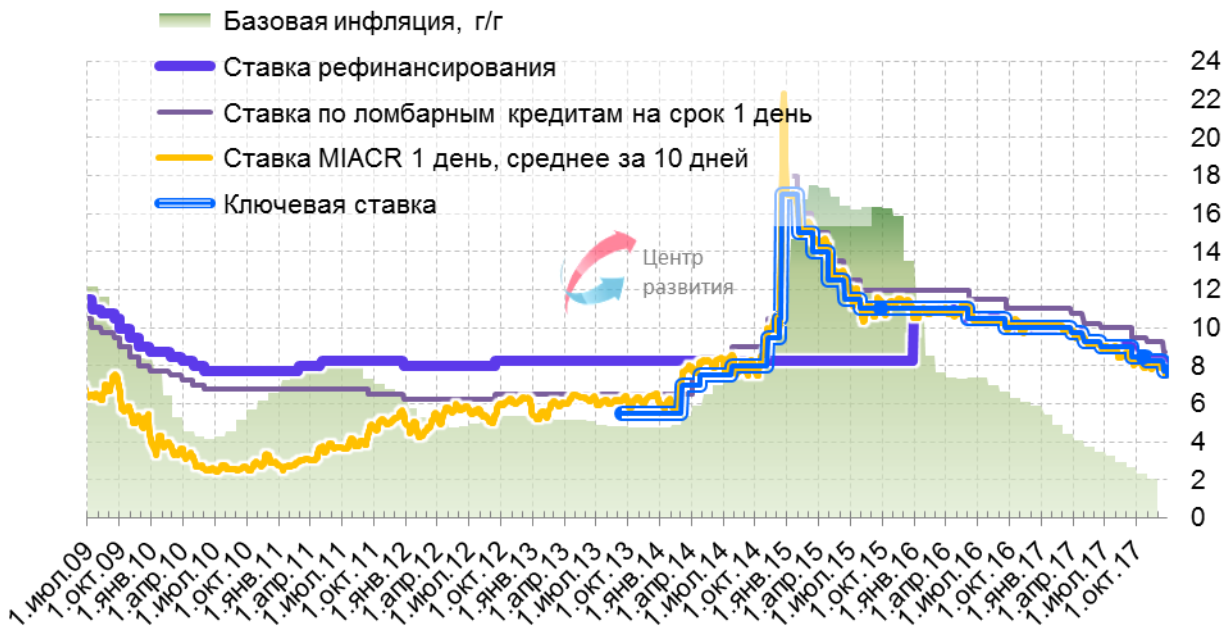
Чистый приток капитала, млрд долл.



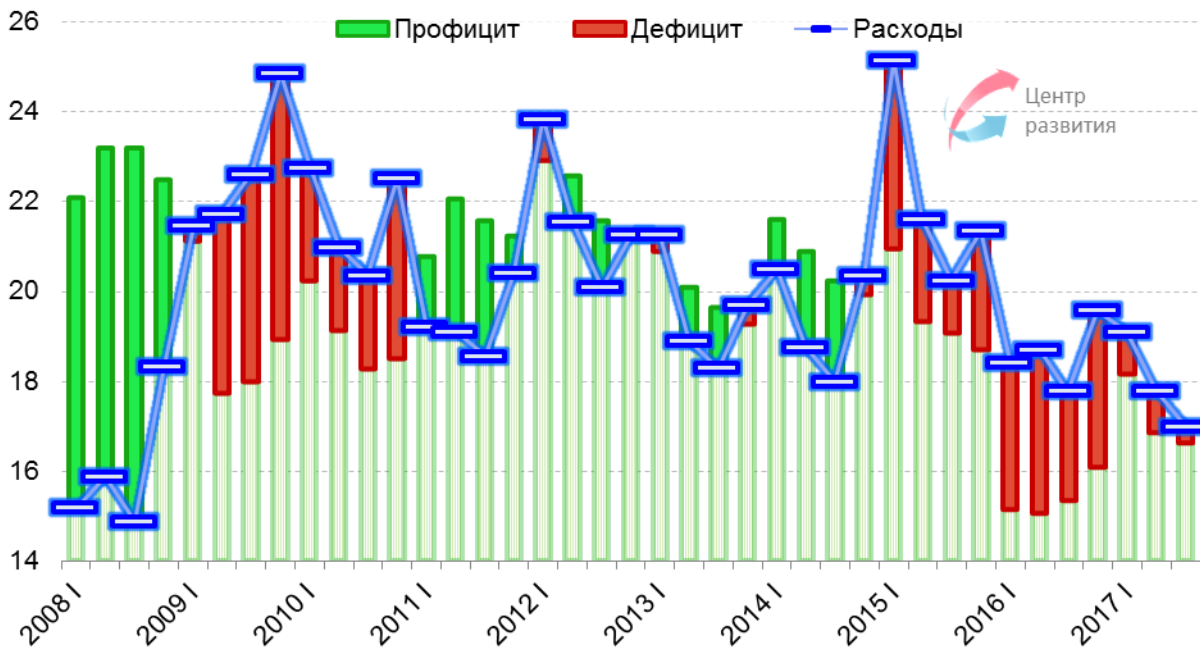
Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент^[2]



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

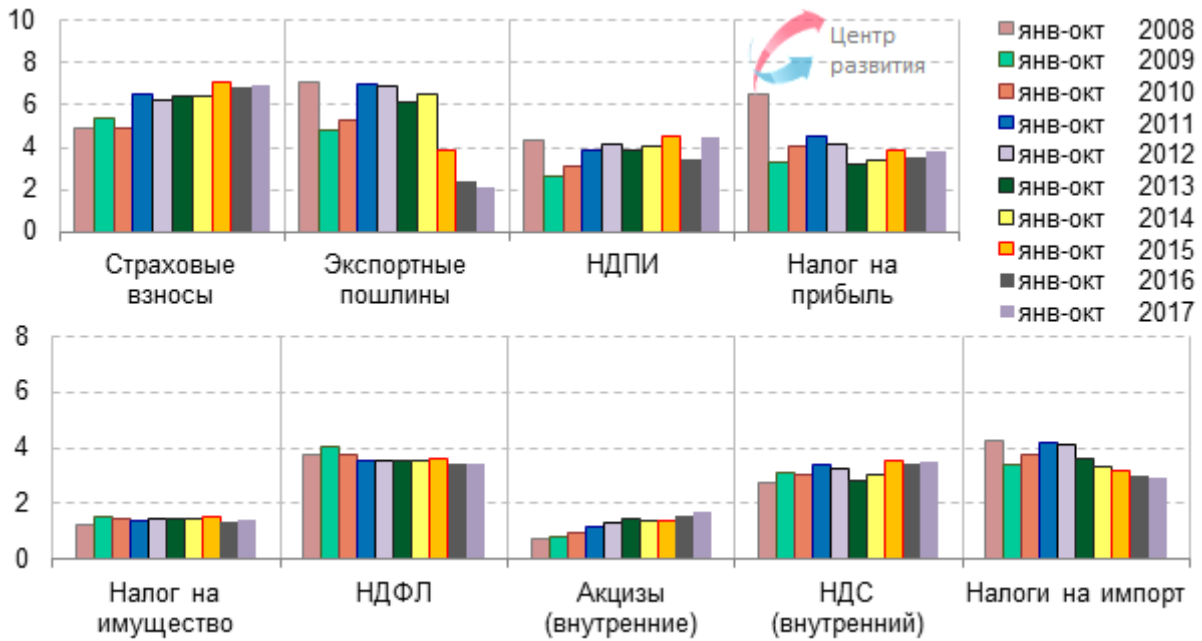


Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП



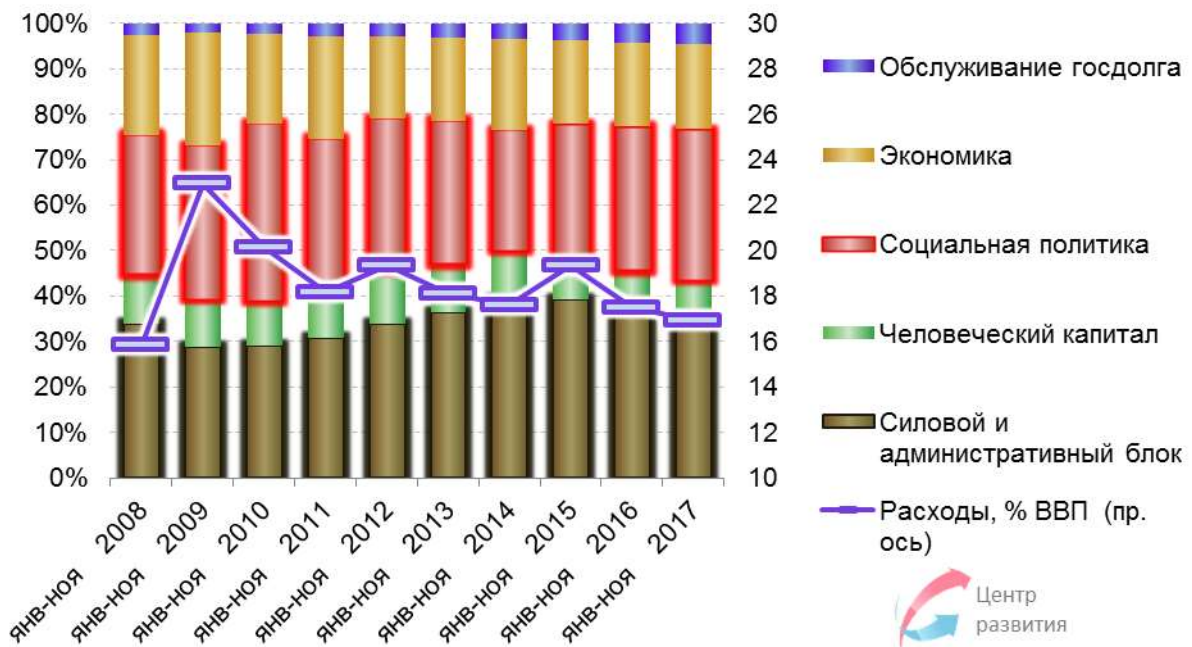
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП^[3]

NEW

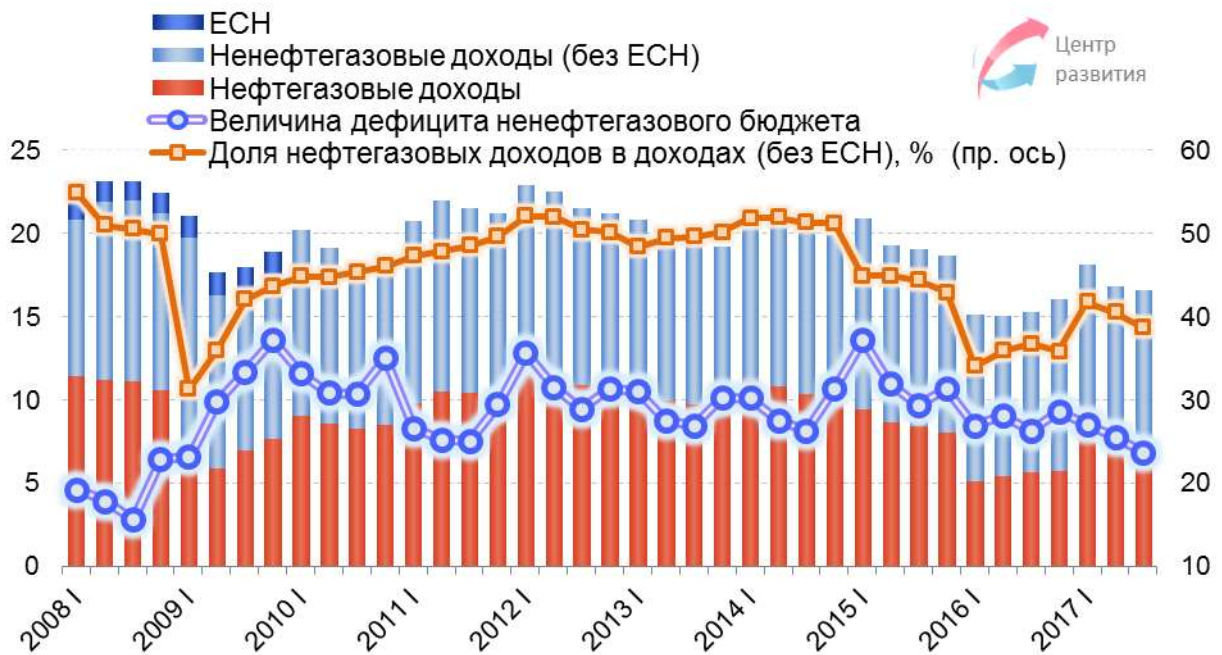


Структура расходов федерального бюджета, в %

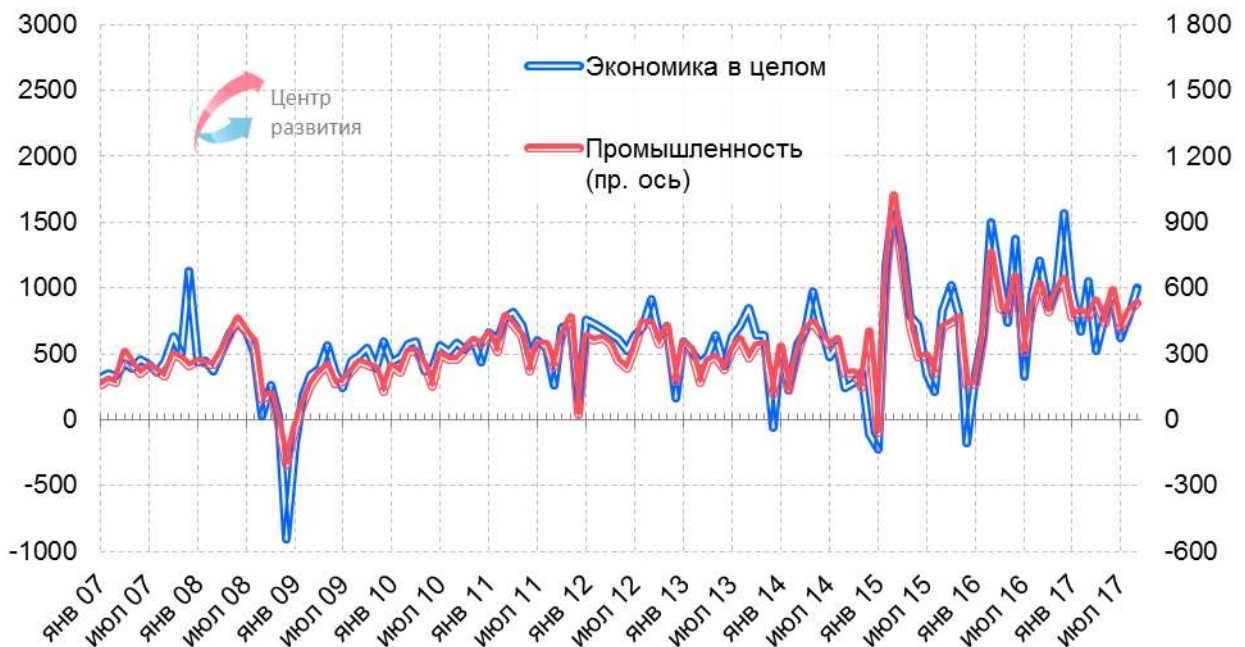
NEW



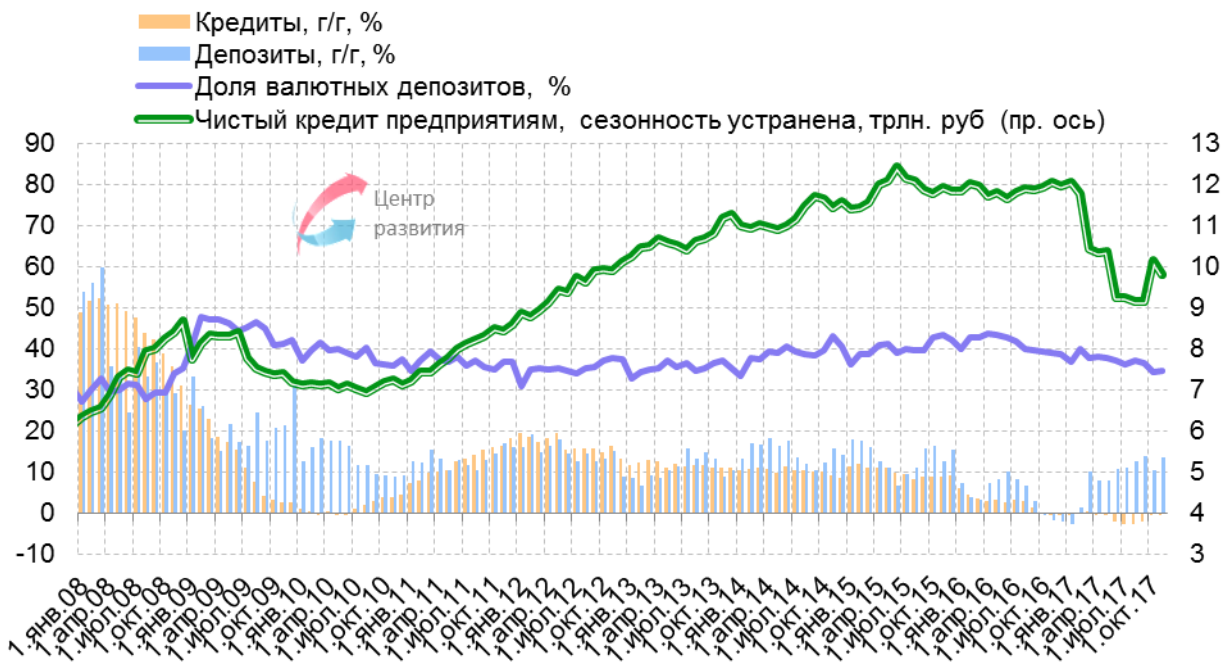
Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП^[4]



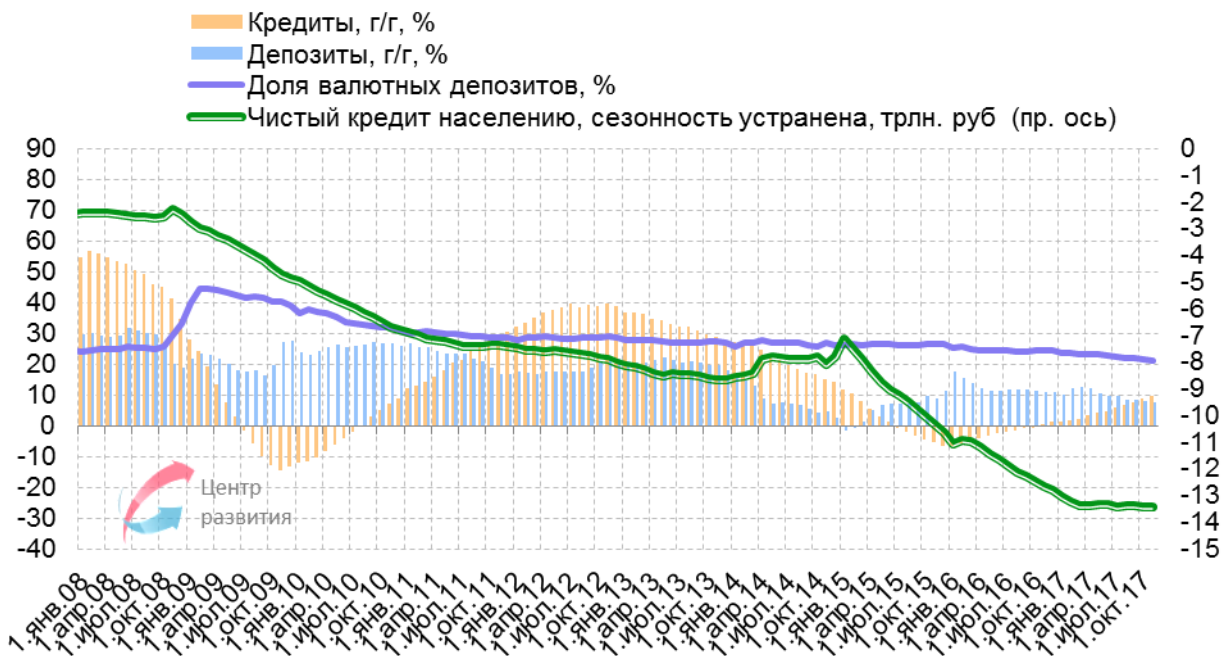
Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд руб.



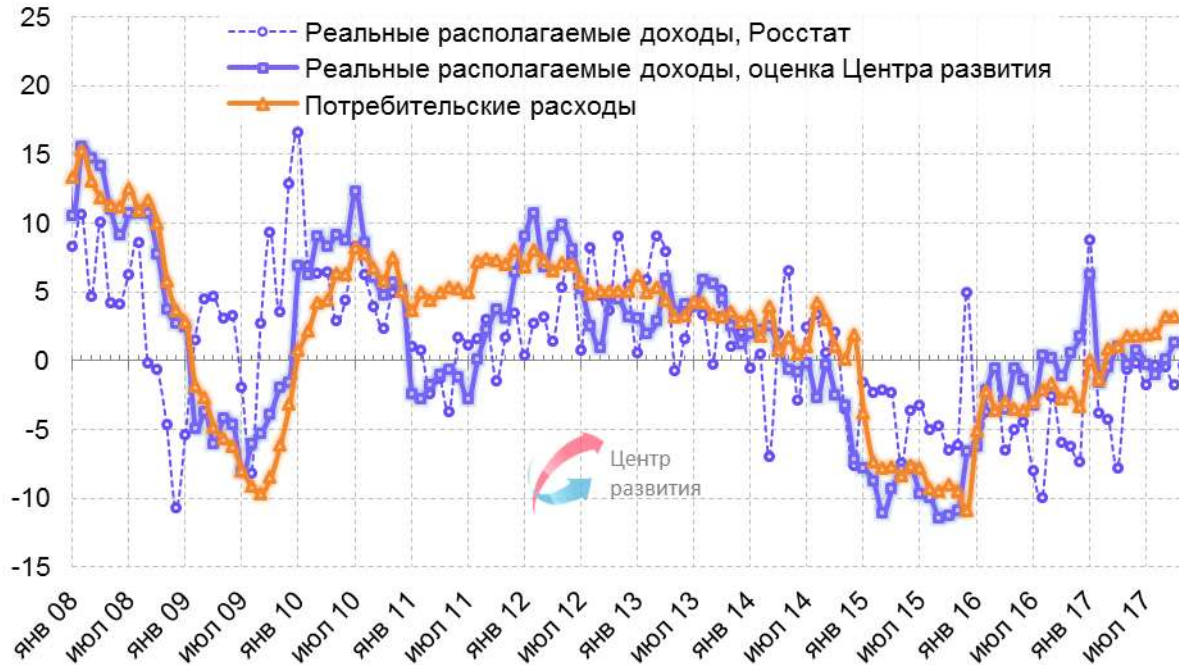
Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



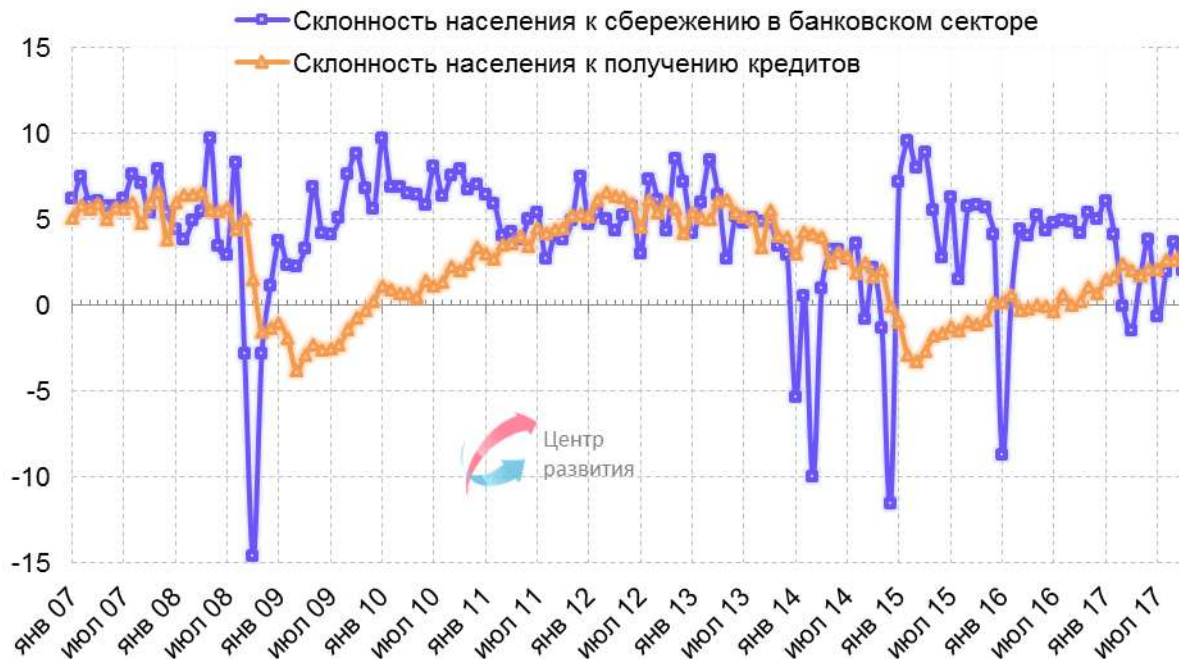
Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



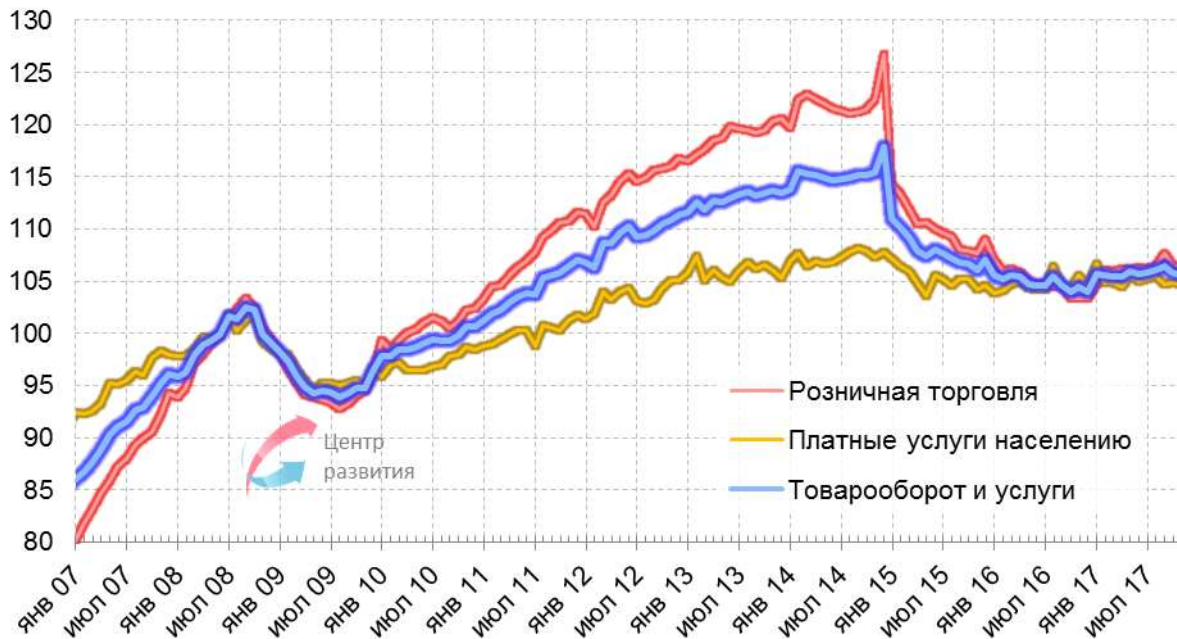
Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



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



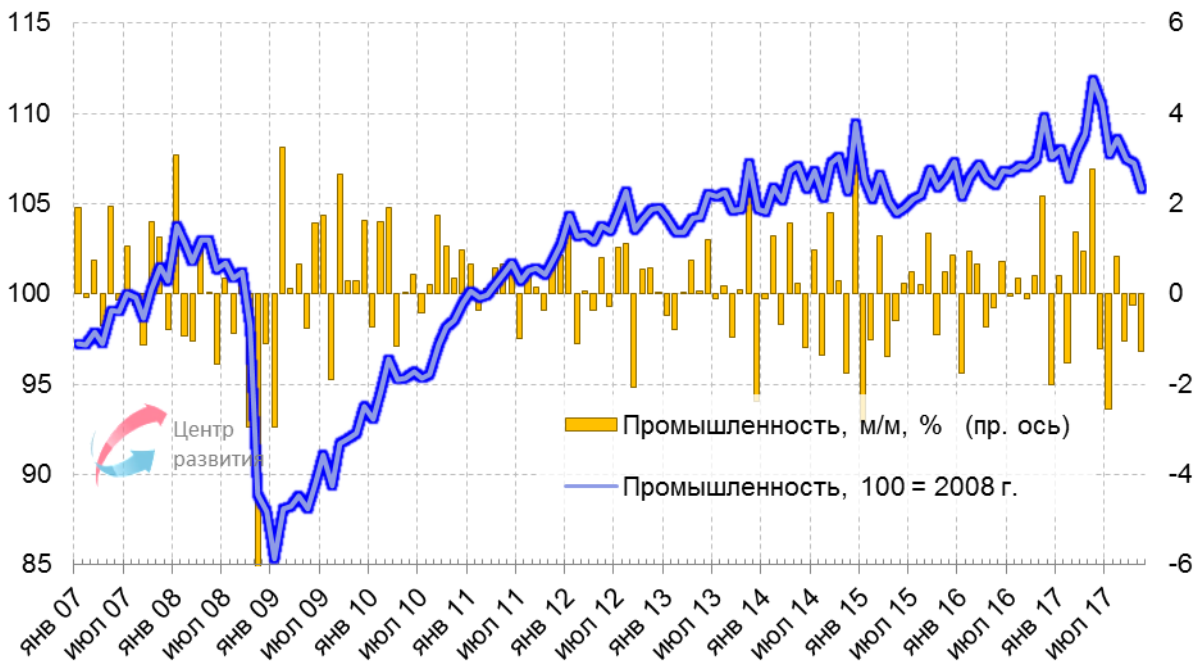
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)



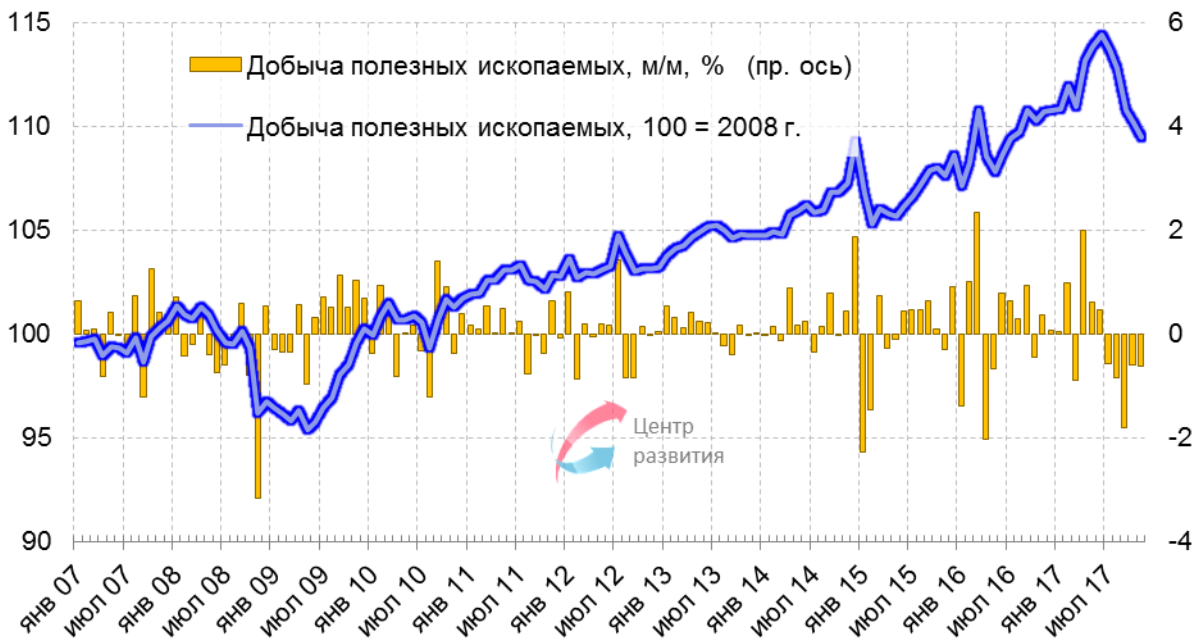
Динамика инвестиций в основной капитал и строительства (100 = 2008 г., сезонность устранена)



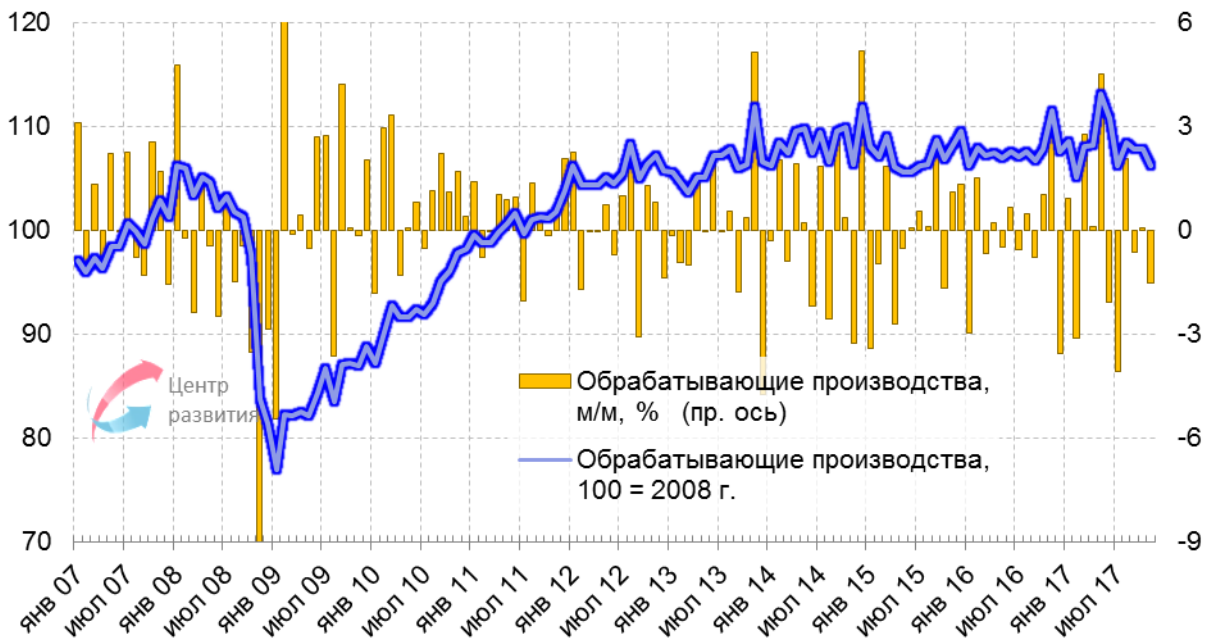
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



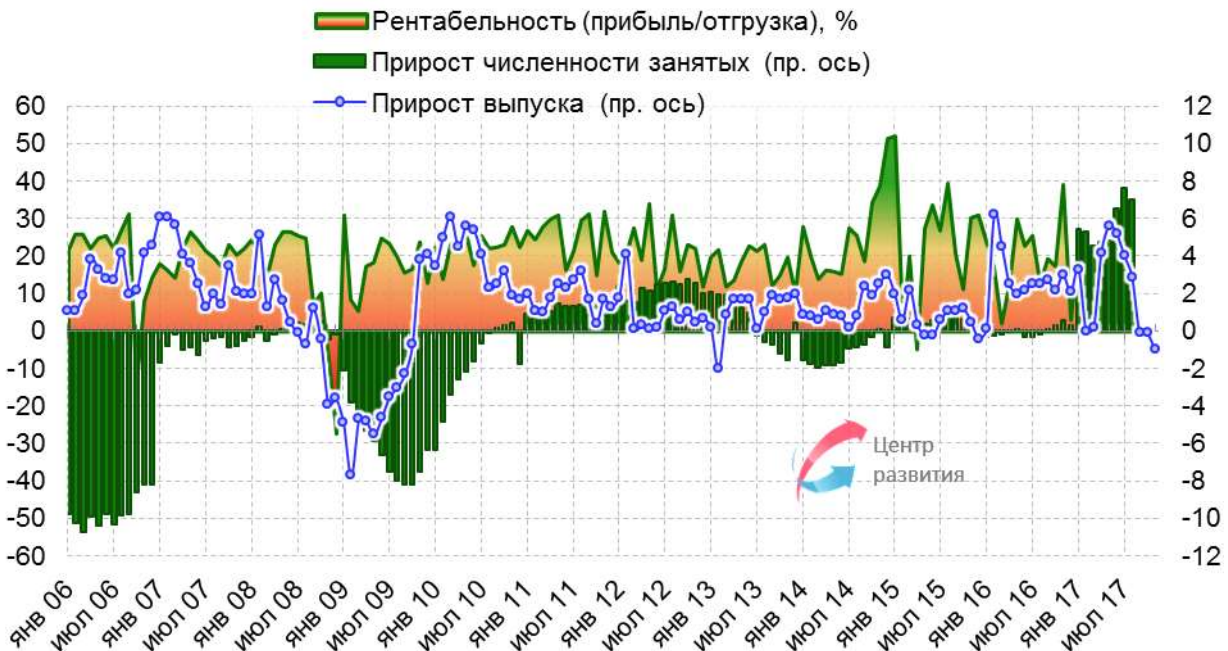
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)



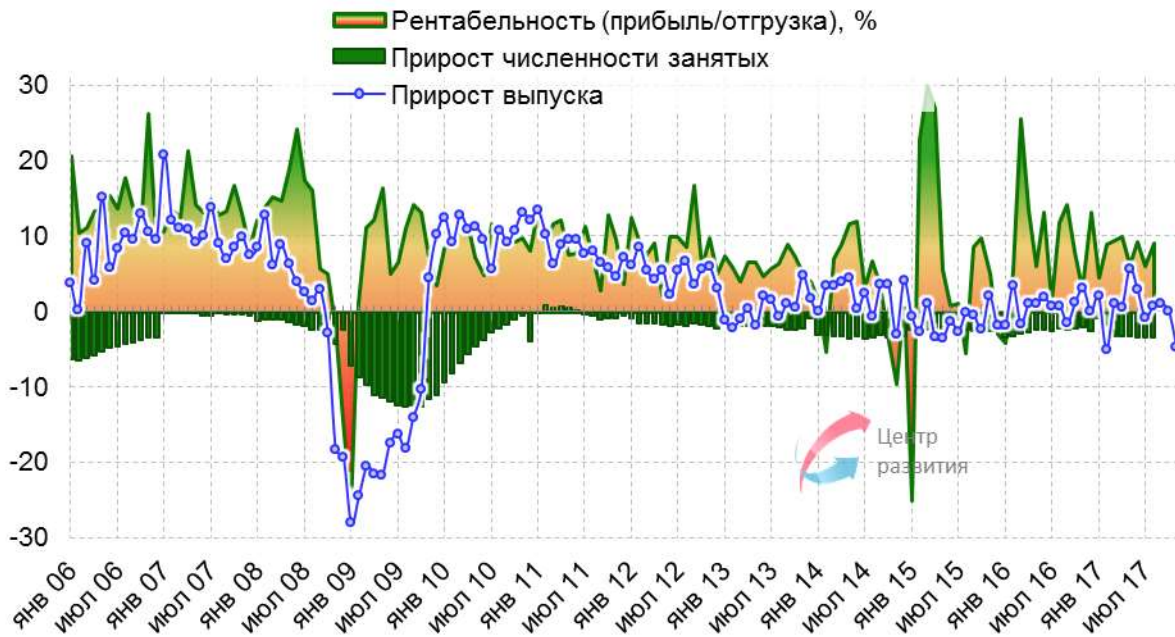
Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)



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

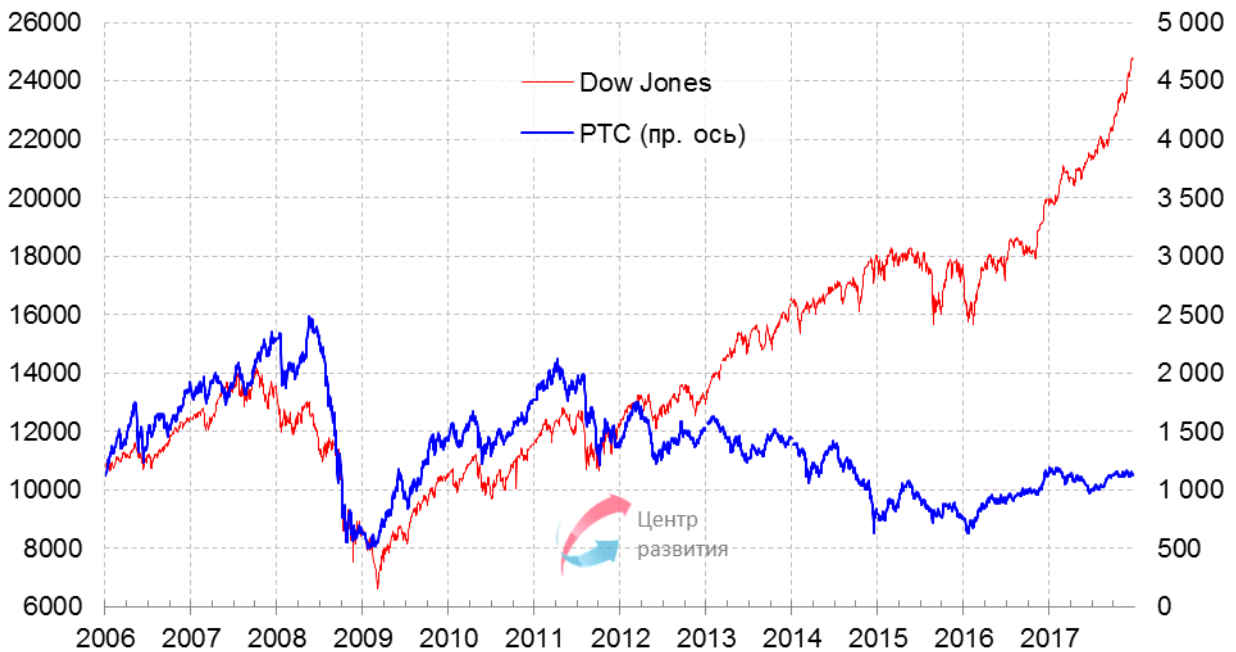


Показатели состояния обрабатывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



Динамика фондовых индексов

NEW



КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

^[1] Данные по внешней торговле за ноябрь–декабрь 2017 г. и по счету текущих операций за период с июля по декабрь 2017 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

^[2] 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.

^[3] 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.

^[4] 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, <http://www.dcenter.ru>.

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

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

Исследование осуществлено в рамках программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2017 году