



Комментарии о Государстве и Бизнесе

Φ 93

1–15 мая 2015 г.

РОССИЙСКИЕ ГЛУБИНЫ

КОММЕНТАРИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Слабость внутреннего спроса продолжает тормозить экономику
КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗ	Опрос профессиональных прогнозистов: чуть меньше пессимизма
ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЬГИ	Пик годовой инфляции пройден
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Реальный сектор в первой половине 2015 года: девальвационные стимулы и финансовые проблемы
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	Рубль дорожает на фоне высокого оттока капитала
БЮДЖЕТ	Исполнение федерального бюджета за первые четыре месяца 2015 года – предварительные итоги

ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

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

Российские глубины

В прошлую пятницу Росстат отчитался о падении российского ВВП в первом квартале на 1,9% к первому кварталу 2014 г., предоставив, тем самым, первое официальное статистическое подтверждение экономического спада. Опубликованная цифра оказалась в границах ожидаемых экспертами значений, более того, её можно расценивать даже как сравнительно позитивную. В самом деле, падение ВВП менее, чем на два процента, после многомесячных ожиданий «самого сложного в истории современной России кризиса», не выглядит чем-то устрашающим.

Но какой градус оптимизма в данной ситуации, действительно оправдан? Рассмотрение количественной стороны вопроса заставляет вспомнить, что спад начался в январе 2015 г. и затем усиливался. Стало быть, цифра по динамике ВВП за первый квартал скрывает истинные масштабы падения год к году, достигшего в марте примерно -2,8%. Кроме того, сказался эффект низкой базы первого квартала 2014 г., на который пришлось завершение сочинской стройки, крымские события и вывод средств западных инвесторов из развивающихся экономик. Если предположить, что в оставшиеся три квартала 2015 г. ВВП сохранится на уровне первого квартала, падение экономики по итогам года составит около 3,0%. Так что настраиваться на двухпроцентное падение по итогам года пока преждевременно.

Примерно такого мнения, по-видимому, придерживаются профессиональные прогнозисты, «усредненное» мнение которых указывает на падение ВВП в 2015 г. на 3,6%. При этом эксперты постепенно избавляются от излишнего пессимизма – всего

кварталом ранее они ожидали спад на 4,0%. Более того, если раньше консенсус-прогноз прироста ВВП в 2016 г. составлял -0,1%, что указывало на продолжение рецессии, то теперь экономисты склонны ожидать в следующем году начала достаточно робкого, но всё же восстановления российской экономики.

Между тем, российская экономика посылает достаточно противоречивые сигналы о её текущем состоянии. С одной стороны, явно наблюдается стабилизация в финансовой сфере. Месячная инфляция опустилась до преддевальвационных значений, процентные ставки снижаются, курс рубля отыграл более половины девальвации и т.д. С другой стороны, в реальном секторе продолжается ухудшение ситуации. Не указывает пока на достижение кризисного дна и наша система опережающих индикаторов.

На этом фоне вполне ожидаемым был возврат Банка России к некоторым элементам политики таргетирования валютного курса (возобновление валютных интервенций, а теперь и отмена годовых валютных РЕПО). Это и понятно: от крепкого рубля сейчас мало пользы. В свою очередь попытка регулятора ослабить рубль может помочь не только смягчить падение производства, но и снизить бюджетный дефицит, который в существующих условиях может финансироваться почти исключительно за счет отнюдь не бездонного Резервного фонда.

Николай Кондрашов

Комментарии

Циклические индикаторы

1. Слабость внутреннего спроса продолжает тормозить экономику

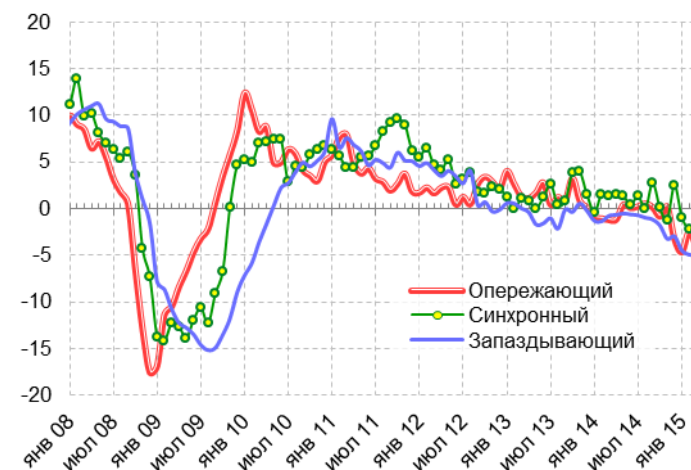
В апреле 2015 года Сводный опережающий индекс (СОИ)¹ чуть вырос, но остался в отрицательной области (-3,8%). Рецессия продолжается, и явных признаков выхода из нее в ближайшие два-три месяца не видно.

Главными негативными факторами для СОИ в апреле стала динамика нефтяных цен, фондовых индексов, денежной массы и новых заказов. Все эти показатели ухудшились по сравнению с 2014 г. И хотя по отношению к предыдущему месяцу некоторые из этих индикаторов несколько улучшились, динамика СОИ позволяет предположить, что объемы производства всей российской экономики по-прежнему будут отставать от прошлогодних уровней. **Момент окончания рецессии в реальном секторе пока не просматривается, несмотря на явную стабилизацию финансового сектора.** Особенно показательно в этом смысле продолжающееся сокращение объемов новых заказов и закупок сырья в промышленности. Слабость внутреннего спроса еще долго будет мешать переходу российской экономики на траекторию устойчивого роста.

Сергей Смирнов

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

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



Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Консенсус-прогноз

2. Опрос профессиональных прогнозистов: чуть меньше пессимизма

В первой половине мая 2015 года Институт «Центр развития» провел очередной кварталный Опрос профессиональных прогнозистов относительно их видения перспектив российской экономики в 2015–2016 гг. и далее до 2021 г. В опросе приняли участие 32 эксперта из России и других стран.

По сравнению с предыдущим опросом, который проводился в середине февраля, экспертные оценки стали несколько менее пессимистическими, что и неудивительно: начавшееся замедление роста цен, заметная ревальвация рубля, снижение геополитических рисков, естественно, понуждают к пересмотру прогнозов.

Выделим три основных отличия результатов последнего опроса от предыдущего (табл. 2.1).

Во-первых, консенсус-прогноз падения ВВП в 2015 г. стал более умеренным (-3,6% вместо -4,0%), а на 2016 г. консенсус-прогноз вообще предполагает умеренный рост (при этом только 7 из 32 экспертов все-таки прогнозируют продолжение рецессии в следующем году). Тем не менее, прогноз на весь 2015 год в целом значительно хуже, чем предварительные итоги первого квартала, когда реальный ВВП снизился на 1,9% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года. Это означает, что **за оставшиеся три квартала 2015 г. эксперты ожидают снижения ВВП в среднем на 4,2% год к году** – в два с лишним раза больше, чем за январь-март. **Долгосрочные прогнозы роста ВВП по-прежнему едва превышают 2% в год.**

Во-вторых, изменилась прогнозируемая траектория валютного курса. Если три месяца назад она предполагала плавное снижение среднегодового курса доллара к рублю примерно с 64 руб./долл. в 2015 г. до 60 руб./долл. в 2021 г., то теперь она

Участники опроса

Альфа-Банк
Bank of America Merrill Lynch
The Boston Consulting Group
BCS
Capital Economics
ЦМАКП
Центр развития
Экономическая экспертная группа
Economist Intelligence Unit
Евразийская экономическая комиссия
Газпромбанк
HSBC Bank (RR)
ING Bank
Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН
Институт экономики РАН
Институт экономической политики им. Гайдара
JPMorgan
КАМАЗ
Лукойл
Morgan Stanley
МТС-банк
Otkritie Capital
Raiffeisen Bank
Ренессанс Капитал
Всероссийский банк развития регионов
Sberbank CIB
UBS
UniCredit Bank
Уралсиб
Внешэкономбанк
The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW)
ВТБ Капитал

предполагает плавный рост с 57 до тех же самых 60 руб./долл. Таким образом, **консенсус-прогноз долгосрочного равновесного курса составляет 60 руб./долл.** С учетом прогнозируемой инфляции, которая, как предполагается, должна резко замедлиться начиная со следующего года, это означает довольно существенное (примерно на 40%) реальное укрепление рубля.

Таблица 2.1. Консенсус-прогнозы на 2015–2021 гг.

Показатель	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Последний опрос (08–18.05.2015)							
Реальный ВВП, % прироста	-3,6	0,7	1,4	1,8	1,9	2,2	2,4
Индекс потребительских цен, % прироста (дек./дек.)	12,4	7,4	6,3	5,5	5,6	5,4	5,2
Курс доллара, руб./долл. (среднегодовой)*	57,2	58,4	58,4	57,6	58,1	59,2	60,0
Цена нефти Urals, долл./барр. (в среднем за год)	59	68	73	76	79	81	83
Предыдущий опрос (03–16.02.2015)							
Реальный ВВП, % прироста	-4,0	-0,1	1,0	1,7	1,9	2,3	2,2
Индекс потребительских цен, % прироста (среднегодовой)	12,7	7,6	7,0	6,1	6,2	5,6	5,4
Курс доллара, руб./долл. (среднегодовой)	63,7	62,6	61,9	59,1	60,5	59,3	59,7
Цена нефти Urals, долл./барр. (в среднем за год)	57	68	74	80	84	87	90

* – Участники Опроса прогнозируют курс доллара на конец года. Среднегодовой курс рассчитан как среднее между оценками на начало и конец периода.

Источник: Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Наконец, в-третьих, **долгосрочный консенсус-прогноз нефтяных цен стал менее оптимистичным.** Раньше он предполагал рост цен на нефть марки Urals к 2021 г. до 90 долл./барр. (в среднем за год), теперь – только до 83 долл./барр. При этом прогнозы на 2015–2017 гг. остались практически без изменений.

Сергей Смирнов

Инфляция и деньги

3. Пик годовой инфляции пройден

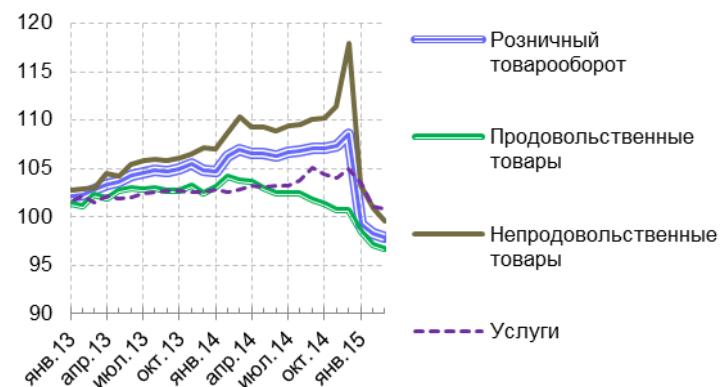
В апреле 2015 года рост цен в очередной раз ополовинился, опустившись ниже прошлогодних уровней. Продолжающийся укрепляться рубль и ослабевающий потребительский спрос создают предпосылки для ещё большего снижения месячной инфляции.

За апрель потребительские цены в России выросли на 0,5% – против 1,2% за март и 2,2% за февраль. Темп месячного роста цен опустился до 6% годовых – примерно такие темпы наблюдались в предшествовавшие девальвации 2012–2013 гг. Столь стремительное затухание инфляционной волны, накрывшей российский потребительский рынок в конце прошлого года, обусловлено слабостью потребительского спроса (-8,7% по розничному товарообороту и -2,0% по платным услугам, март к марту прошлого года, рис. 3.1) и ростом рубля, отыгравшим уже половину девальвации (укрепление номинального эффективного курса рубля на 9,3% и 12,1% в марте и апреле соответственно, рис. 3.2). Темп 12-месячной инфляции, достигнув в марте 16,9% (максимума с марта 2002 г.), опустился до 16,4% в апреле.

Пик месячного роста цен в большинстве групп товаров и услуг пришёлся на январь, после чего начался переход к более стабильной ценовой динамике, а где-то и к снижению цен. **Процесс адаптации цен к новым условиям по-прежнему идёт очень неравномерно:** одни товары и услуги ещё дорожают под воздействием завершившейся в феврале девальвации, другие – дешевеют вслед за укрепляющимся с марта рублём.

Темп месячного роста цен на продовольствие в апреле снизился до 0,3% с 1,3% в марте и 2,9% в феврале (сезонность устранена). С одной стороны, замедление роста цен наблюдается практически по всем продуктовым группам. При этом быстрее, чем на 2% в месяц, дорожают лишь чай и кофе (3,5% за апрель, сезонность

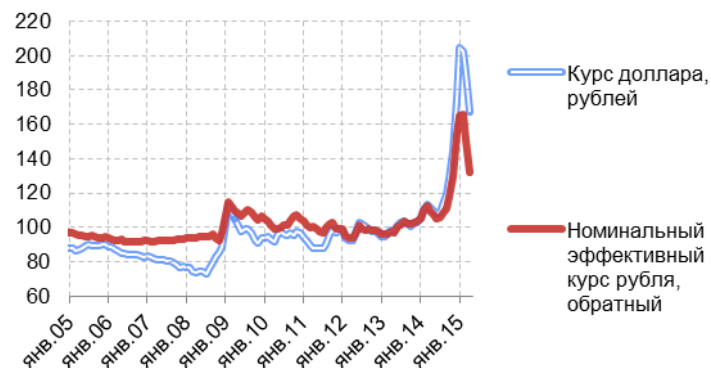
Рис. 3.1. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)



Примечание. Последняя точка – март 2015 г.

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

Рис. 3.2. Динамика номинального курса рубля (100 = 2013 г., рост индекса – ослабление рубля)



Примечание. Последняя точка – апрель 2015 г.

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

устранена). С другой стороны, снижение цен наблюдается лишь в нескольких группах продовольствия: плодоовощная продукция (-3,6%), сахар (-3,9%), яйца (-1,9%), сыр (-0,4%). В остальных группах рост цен в среднем составляет 1,4%, то есть сохраняются значимые резервы для дальнейшего снижения продовольственной инфляции. Важно также то, что дешевеющие плодоовощи, внесшие в продовольственную инфляцию за месяц отрицательный вклад в размере 0,4 п.п., вероятно, будут продолжать дешеветь не один месяц: после исчерпания эффекта укрепления рубля начнёт сказываться появление нового урожая.

Таблица 3.1. Динамика ключевых индикаторов инфляции, в %

	2014									2015			
	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр
<i>В приростах за месяц</i>													
Инфляция	0,9	0,9	0,6	0,5	0,2	0,7	0,8	1,3	2,6	3,9	2,2	1,2	0,5
Базовая инфляция (Росстат)	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,9	0,8	1,0	2,5	3,5	2,3	1,5	0,8
Базовая инфляция (ЦР)	0,9	0,9	0,7	0,5	0,6	0,8	0,8	1,0	2,6	3,7	2,4	1,4	0,7
Базовая инфляция (Росстат), с.у.	1,0	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	2,7	3,5	2,4	1,5	0,8
Базовая инфляция (ЦР), с.у., в т.ч.	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	2,7	3,7	2,4	1,3	0,8
продовольственные товары, с.у,	1,4	1,7	1,4	1,0	1,0	1,2	0,9	1,3	2,4	4,1	3,1	1,6	1,1
непродовольственные товары, с.у,	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	2,7	3,5	2,3	1,5	0,9
платные услуги, с.у,	0,9	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4	0,9	1,1	3,8	3,3	0,9	0,1	-0,5
Непродовольственная базовая инфляция (ЦР), с.у.	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	3,0	3,5	1,9	1,2	0,6
<i>В приростах за год</i>													
Инфляция	7,3	7,6	7,8	7,4	7,5	8,0	8,3	9,1	11,4	15,0	16,7	16,9	16,4
Базовая инфляция (Росстат)	6,5	7,0	7,5	7,8	8,0	8,2	8,4	8,9	11,2	14,7	16,8	17,5	17,5
Базовая инфляция (ЦР)	5,9	6,5	7,0	7,3	7,5	7,7	8,1	8,6	11,0	14,6	16,8	17,5	17,3

Примечание. С.у. – сезонность устранена.

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

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

Месячная инфляция в **непродовольственных товарах** снижается медленнее, чем в продовольствии: 0,9% в апреле против 1,4% в марте и 2,1% в феврале (сезонность устранена). При этом значимого снижения цен (темпом более 0,5% в месяц) не наблюдается даже в товарных группах, наиболее оперативно реагирующих на курсовые колебания. Зато всё ещё активно отыгрывают девальвацию моющие средства и парфюмерно-косметические товары (+3,8% и +2,6% соответственно).

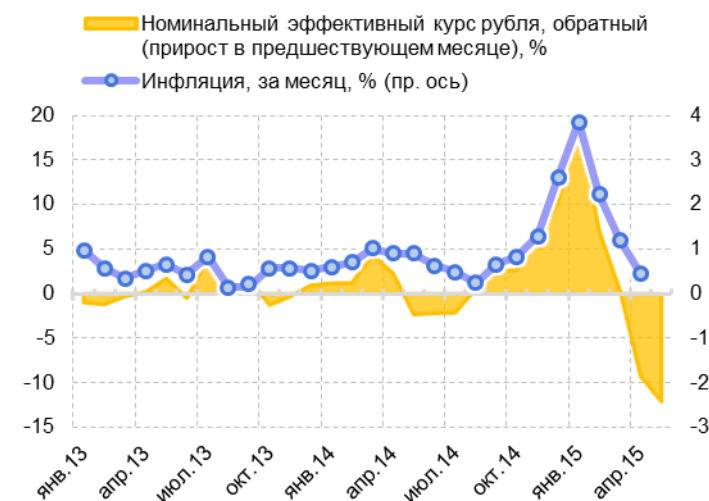
Если товары продолжают дорожать, то стоимость **платных услуг населению** в апреле в среднем не изменилась (0,0%, без устранения сезонности²), что, впрочем, обусловлено снижением стоимости услуг зарубежного туризма на 5,2%. Остальные услуги продолжают расти в цене несколько повышенными после девальвации темпами (хотя и не превышающими 1%, после устранения сезонности). Динамика индекса цен платных услуг в целом следует колебаниям стоимости услуг зарубежного туризма, зависящих от курса рубля.

Текущая динамика потребительских цен и её компонент в сочетании с продолжавшимся вплоть до мая укреплением рубля говорит о том, что **сохраняется потенциал дальнейшего замедления месячной инфляции**, способной приблизиться к дефляционным уровням. Если учесть, что в мае прошлого года наблюдалась повышенная инфляция (из-за проблем на продовольственных рынках и ослабления рубля), то по итогам мая можно с большой степенью уверенности ожидать продолжения быстрого снижения темпа скользящей годовой инфляции. На этом фоне снижение Банком России ключевой ставки с 14,0% до 12,5% с 5 мая текущего года выглядит вполне логичным шагом, обусловленным, впрочем, и нежеланием регулятора переукреплять рубль: и экономическому росту вредно, и бюджет лишается доходов, и инфляцию постдевальвационным укреплением рубля сильно не собьёшь (рис. 3.3). Поэтому ожидаемым для нас было и решение Банка России вернуться с 13 мая к практике пополнения международных резервов путём скупки валюты на валютном рынке. Стабилизации инфляции это не воспрепятствует.

Николай Кондрашов

² В платных услугах велик вклад регулируемых секторов.

Рис. 3.3. Краткосрочное влияние курса рубля (показан на графике с запаздыванием в 1 месяц) на инфляцию



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

Реальный сектор

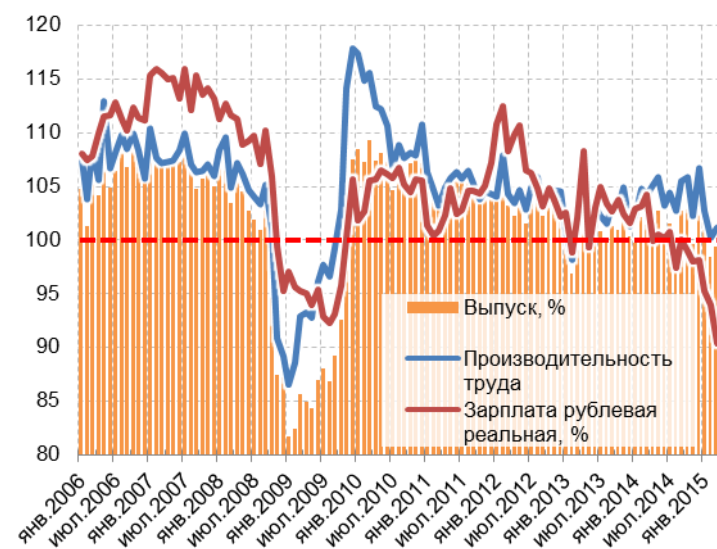
4. Реальный сектор в первой половине 2015 года: девальвационные стимулы и финансовые проблемы

В прошедшие месяцы 2015 года реальный сектор экономики, с одной стороны, под влиянием произошедшей девальвации рубля и снижения кредитных рейтингов понес определенные финансовые потери, а с другой – заметно повысил ценовую конкурентоспособность своей продукции.

Состояние реального сектора российской экономики в прошедшие месяцы текущего года выглядит противоречиво. С одной стороны, темпы сокращения выпуска промышленности в первом квартале составили всего 0,4% относительно того же периода прошлого года, что значительно меньше темпов падения экономики в целом (около 1,8%). При этом темпы прироста производительности труда в марте оттолкнулись от нулевой линии и составили, по нашей оценке, около 1,2% относительно того же периода прошлого года (рис. 4.1). Таким образом, пока не намечается того провала в динамике производительности, которым характеризовался кризис 2008–2009 гг., когда на пике падения снижение производительности в промышленности достигало -17% (в январе 2008 г., рис. 4.1).

При этом темпы падения реальной заработной платы в промышленности, достигшие в марте -9,6% в рублевом выражении, сейчас выше, чем в ходе прошлого спада. С одной стороны, это негативно сказывается на динамике спроса, а с другой – способствует снижению удельных трудовых издержек, а значит, росту конкурентоспособности отечественных товаров. О взаимной компенсации позитивных и негативных факторов, влияющих на спрос и выпуск, может говорить тот факт, что ожидания роста спроса и выпуска в апреле, по данным опросов Росстата, прекратили падение и остались на уровне марта (до этого снижение наблюдалось непрерывно с ноября 2014 года, рис. 4.2).

Рис. 4.1. Динамика индикаторов состояния промышленности в целом, рост год к году, в %



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

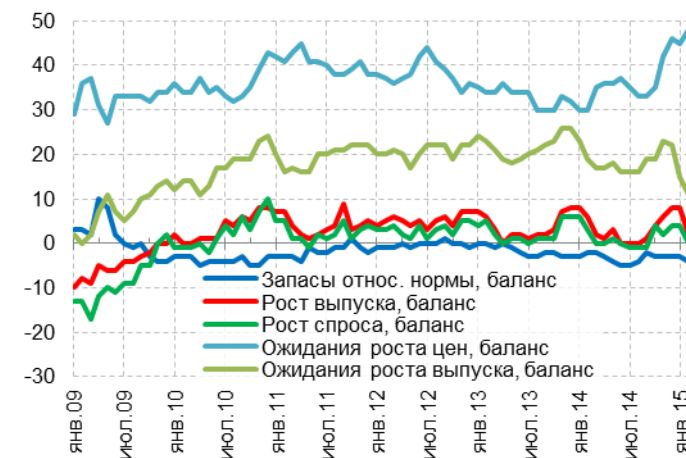
С другой стороны, ряд факторов характеризует состояние реального сектора российской экономики негативно. Прежде всего, это **обострение финансовых проблем**, как это почти всегда бывает при сильном падении национальной валюты в силу утяжеления выплат валютных долгов компаниями и снижения страновых кредитных рейтингов³.

В России постдевальвационный финансовый синдром проявляется, в частности, в значительно более интенсивном оттоке валютных средств из реального сектора (по сравнению с валютным шоком 2008–2009 гг.). Это связано с сильным сокращением объемов валютной задолженности, что может объясняться как фактором более сильного падения курса и связанным с этим ростом рисков и падением кредитных рейтингов, так и с фактором финансовых санкций, препятствующих рефинансированию долгов и понуждающих использовать валютные резервы компаний или Банка России (в случае использования компаниями валютных займов регулятора).

С учетом недавно вышедших данных Банка России, сокращение общей валютной задолженности российских компаний, банков и государства на начало апреля текущего года (всего около 559,4 млрд. долл.) по сравнению с ее пиком в начале июля 2014 г. составило 173,4 млрд. долл., в том числе в реальном секторе она сократилась на 95,6 млрд. долл. Аналогичное сокращение валютной задолженности в период между 1 июля 2008 г. и 1 января 2009 г. составило 88 и 33,6 млрд. долл. соответственно (рис. 4.3). Таким образом, сейчас отток средств из экономики, связанный с валютно-финансовыми пертурбациями, составил примерно на 85 млрд. долл. больше.

Перспективы преодоления торможения в реальном секторе, а значит, и в экономике в целом, зависят от возможности усиления стимулирующей роли денежно-кредитной политики Банка России (в частности, снижения ключевой ставки в реальном выражении), поскольку потенциал наращивания антикризисной

Рис. 4.2. Динамика показателей конъюнктурных опросов Росстата по промышленности России в январе 2009 – апреле 2015 г. (использованы материалы ИСИЭЗ НИУ ВШЭ)



Примечание. Баланс оценок=разница долей опрошенных в %:

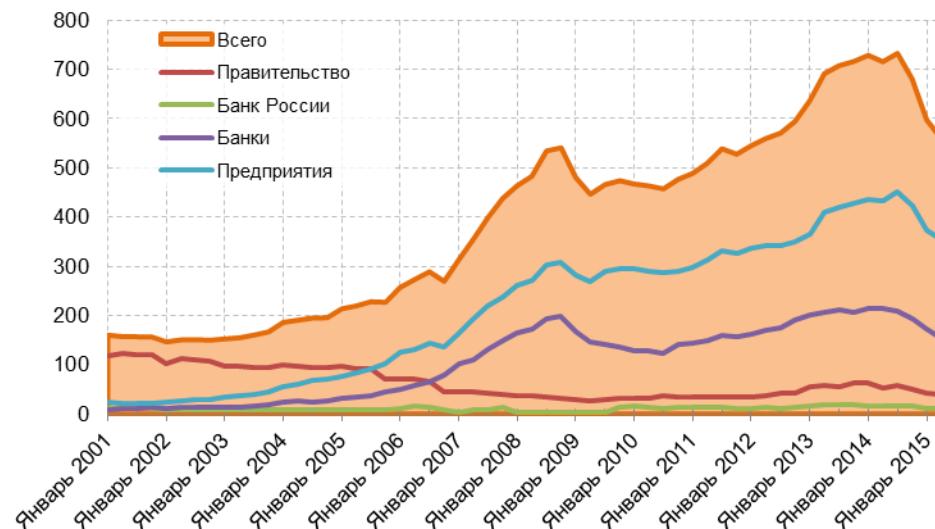
1. подтверждающих рост или снижение показателя в данном месяце;
2. ожидающих роста или снижения показателя в течение ближайших трех месяцев;
3. утверждающих, что показатель находится выше или ниже нормы.

Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

³ См., например: Calvo G., Reinhart C. Fixing for Your Life: NBER Working Paper 8006, 2000.

активности бюджетных властей – в условиях падения нефтегазовых доходов – чрезвычайно ограничен.

Рис. 4.3. Динамика объема внешней задолженности российского государства, банков и компаний в период с начала января 2001 г. по начало апреля 2015 г., млрд. долл.

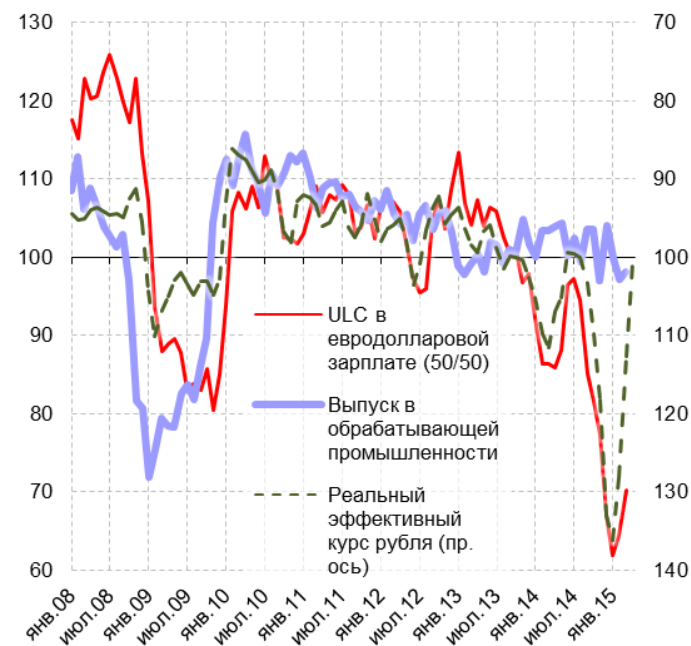


Источник: Банк России.

В то же время возможное ослабление денежно-кредитной политики опасно перетоком дешевых денег на валютный рынок, а значит, и повышением вероятности возникновения новой девальвационной волны. В связи с этим не перестает обсуждаться вопрос о равновесном уровне курса рубля: следует ли нам ожидать еще каких-то больших подвижек курса или только его колебания примерно на нынешнем уровне?

Реальный эффективный курс в апреле текущего года ослаб всего на 0,7% относительно апреля 2014 г., хотя еще в январе это падение превышало 36% в годовом выражении (рис. 4.4). Хотя в целом за январь-апрель реальный

Рис. 4.4. Динамика индикаторов конкурентоспособности обрабатывающей промышленности, рост год к году, в %



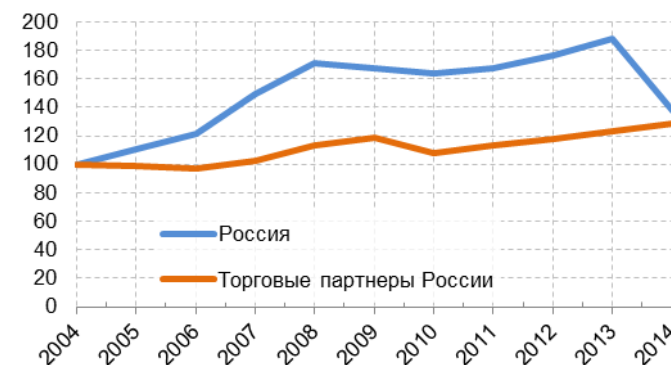
Источник: CEIC Data, Банк России, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

эффективный курс рубля был слабее, чем в том же периоде прошлого года, на 19,8%, однако стремительный возврат к докризисным уровням ставит вопрос о его фундаментально обоснованных значениях. А также о том, не будет ли рубль укрепляться и дальше, что может сначала негативно воздействовать на реальный сектор, а в недалеком будущем привести к новому падению курса. Ведь, как известно, девальвации национальных валют – при всех их плюсах с точки зрения стимулирования спроса (за счет его легального «перевода» с рынков торговых партнеров на собственный рынок) – плохи, в частности, тем, что формируют ожидания новых девальваций. Особенно если они сопровождаются скачком инфляции, быстро съедающей созданные падением валюты ценовые преимущества.

Равновесность курса валюты в сырьевой экономике определяется, в частности, и тем, насколько укрепление ее реального эффективного курса (ведущее, помимо прочего, к удорожанию товаров, производимых национальными производителями, относительно конкурентов) компенсируется ростом эффективности производства по сравнению с «портфелем» торговых партнеров⁴. Поэтому для определения равновесности курса в сугубо прикладных исследованиях нередко используется либо сопоставление динамики реального эффективного курса и дифференциала (разности) темпов роста производительности труда в стране и у ее торговых партнеров, либо сравнение темпов роста удельных трудовых издержек, выраженных в единой валюте (при прочих равных).

Наши расчеты, основанные на доступных данных по промышленности⁵, показывают, что в период 2004–2013 гг. рост удельных трудовых издержек в долларовой выражении в обрабатывающей промышленности России (по нашим оценкам, на 88%) значительно опережал их рост у торговых партнеров России, где

Рис. 4.5. Динамика удельных трудовых издержек в валютном выражении в обрабатывающей промышленности России и у «портфеля» ее торговых партнеров, 2004=100%



Примечание. Для расчета динамики индикатора у портфеля торговых партнеров России в качестве весов использованы их доли во внешнеторговом обороте России.

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

⁴ См., например: Spatafora, Nicola ; Stavrev, Emil //The Equilibrium Real Exchange Rate in a Commodity Exporting Country: The Case of Russia, May 01, 2003 (<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=16500>)

⁵ Данные в ОКВЭД ограничены периодом с 2004 г.

они выросли более чем на 23%.⁶ При этом по итогам 2014 года – с учетом падения курса рубля и снижения удельных трудовых издержек (в российской обрабатывающей промышленности они, по нашим расчетам, сократились почти на 27%) – разрыв с 2004 г. составил лишь 10%. А в текущем году и он исчез – по итогам первого квартала 2015 года удельные трудовые издержки на фоне быстрого снижения заработной платы упали в обработке более чем на 30% по отношению к тому же периоду прошлого года (рис. 4.5).

Если использовать данные за более длинный период – с 1995 по 2014 гг. – и в оценке фундаментальной стоимости рубля ориентироваться на подход, учитывающий только баланс темпов укрепления реального эффективного курса и разницы в темпах роста производительности труда в России и у ее торговых партнеров⁷, то рубль по итогам 2014 года выглядел скорее переоцененным – по нашим оценкам, примерно на 18% (рис. 4.6, сплошная линия). Это примерно соответствует масштабам ослабления рубля за январь-апрель текущего года, что позволяет говорить о нахождении рубля сейчас на равновесном уровне. Схожие выводы в своем недавнем отчете сделали и экономисты американской Citigroup, используя похожую методику⁸. Однако, на наш взгляд, однозначно полученные оценки толковать нельзя, вопрос требует дальнейшего изучения (на что нужно время)⁹.

⁶ Для стран - торговых партнеров России для периода 2004–2011 гг. использовались данные по динамике ULC отдельных стран, рассчитываемые Бюро трудовой статистики США (BLS). При этом для периода 2012–2014 гг. использовались наши оценки.

⁷ Она, по нашим оценкам для экономики в целом, в кумулятивном выражении составляет около 41%.

⁸ <https://ir.citi.com/8VyOehuOFiyImbDrLfX6ypWeMS3nACR1VwmVCAAAAFmB1t9Iij9DtdzrZEbdedtfLhEK8TNeSY%3D>
<http://quote.rbc.ru/pda/stock/news/2015/04/03/34342032.shtml>

⁹ На наш взгляд, крайне важно учитывать тот факт, что если взять в расчет сильнейшее укрепление рубля в далеком 1995г. (то есть принять за 100% не 1995г., а 1994г.), то и сейчас (с учетом кумулятивно накопленного укрепления) рубль выглядит (при прочих равных!) все еще переоцененным (см. рис. 4.2, пунктирная линия). В 1995 г., по данным Банка международных расчетов (BIS), реальный эффективный курс российского рубля укрепился в среднегодовом выражении примерно на 28%. При этом достоверными данными о росте производительности труда за 1994 г. мы не располагаем, но они, судя по всему, принципиально картину не изменят.

Рис. 4.6. Динамика реального эффективного курса рубля (REER) и дифференциала производительности труда для экономики России и ее торговых партнеров, 1994 или 1995 г.=100%



Примечание. Для расчета динамики индикатора у портфеля торговых партнеров России в качестве весов использованы их доли во внешнеторговом обороте России.

Источник: BIS (Bank for International Settlements), OECD, Росстат, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ с использованием базы данных WIOD.

Резюмируя, можно сказать, что с учетом долгосрочных тенденций развития российской экономики рубль сейчас вряд ли недооценен, особенно если учесть низкие цены на нефть. Исходя из этого, тенденция к его укреплению, если такая сейчас сформируется и укрепится, вряд ли будет оправданной – во всяком случае, в точки зрения текущей конкурентоспособности реального сектора и среднесрочной макроэкономической стабильности.

Валерий Миронов, Алексей Немчик

Платёжный баланс

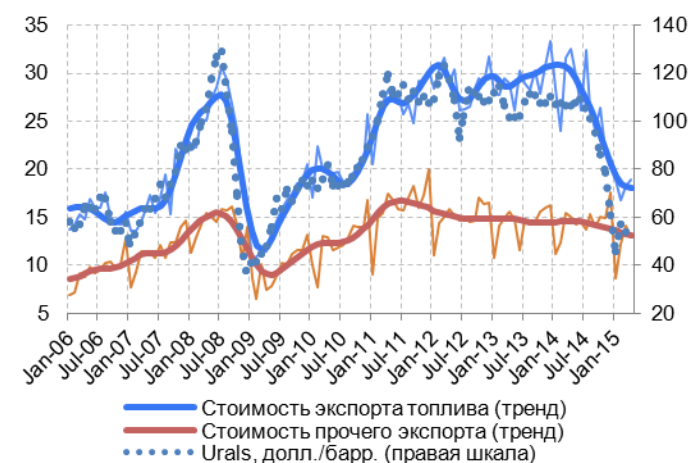
5. Рубль дорожает на фоне высокого оттока капитала

В апреле 2015 года укрепление рубля не привело к росту импорта, что говорит о слабости внутреннего спроса. При этом чистый отток капитала частного сектора, хотя и снизился до 12 млрд. долл., по итогам четырёх месяцев текущего года сохраняется на высоком уровне (45 млрд. долл.).

В апреле стоимость экспорта товаров, согласно нашим оценкам, составила 32 млрд. долл. Экспорт топлива растёт второй месяц подряд, но из-за обвального падения нефтяных цен во втором полугодии 2014 г. его стоимость (19 млрд. долл.) остаётся существенно ниже (более чем на 40%) прошлого года (рис. 5.1). По-прежнему растут физические объёмы экспорта нефти и нефтепродуктов, в то время как поставки газа значительно (почти на 20% за четыре месяца) отстают от прошлогодних показателей.

Стоимость прочего (нетопливного) экспорта в апреле, согласно нашим расчётам, опустилась ниже 13 млрд. долл., что на 14% ниже, чем год назад. Негативная тенденция в этой укрупнённой товарной группе в последние несколько лет (рис. 5.1) хорошо коррелирует с понижательной динамикой индекса цен на нетопливные товары, ежемесячно публикуемой МВФ.

Рис. 5.1. Стоимость экспорта товаров, млрд. долл.



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

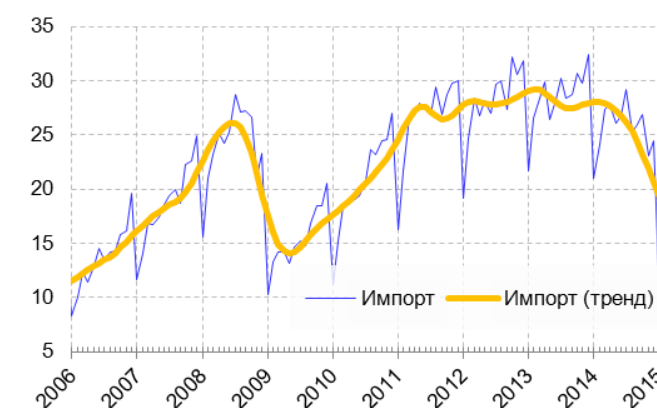
Стоимость импорта товаров, рассчитанная на основе данных таможенной статистики, в апреле снизилась почти на 40% год к году, до 16,5 млрд. долл. (рис. 5.2). С исключённой сезонностью импорт сократился более чем на 6% к предыдущему месяцу. Примечательно, что падение импорта продолжается несмотря на два месяца укрепления рубля к доллару.

Положительное сальдо торгового баланса в апреле превысило 15 млрд. долл. (рис. 5.3), что на четверть ниже рекордных показателей, но вполне комфортно для сохранения устойчивости счёта текущих операций (СТО) и платёжного баланса в целом. Совокупное отрицательное сальдо баланса услуг, доходов, оплаты труда и трансфертов, скорее всего, составило примерно 6 млрд. долл. С учётом дефицита по неторговым операциям положительное сальдо СТО в прошлом месяце, по нашим оценкам, снизилось до 9 млрд. долл., лишь незначительно (в пределах одного миллиарда долларов) уступив показателям марта текущего года и апреля 2014 г.

Международные резервы Банка России, по нашим расчётам, сократились в апреле на 3,4 млрд. долл. (за вычетом валютной переоценки). При этом регулятор не проводил валютных интервенций. Таким образом, чистый отток капитала частного сектора в апреле превысил 12 млрд. долл. (профицит СТО + снижение валютных резервов), что в полтора раза выше, чем в предыдущий месяц. Всего за четыре месяца текущего года из страны вывезено не менее 45 млрд. долл., но при этом интенсивность оттока капитала по сравнению с декабрьским всплеском постепенно снижается.

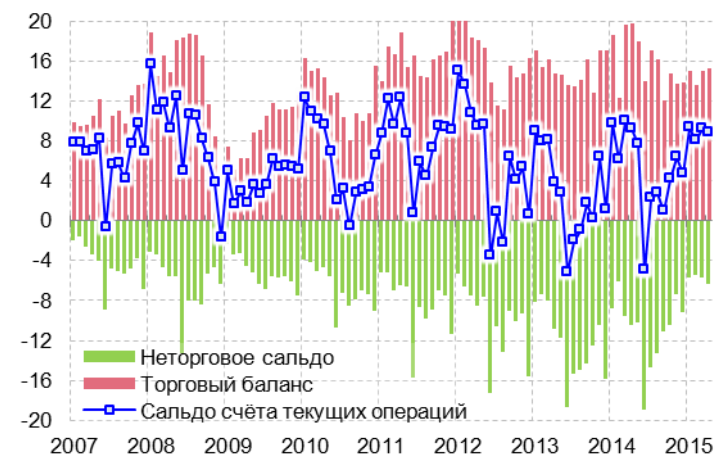
На прошлой неделе Банк России возобновил покупки валюты на внутреннем рынке в объёме до 200 млн. долл. в день. Похоже, о свободном плавании на ближайшую перспективу можно забыть: чтобы предотвратить дальнейшее укрепление рубля, сокращению объёма валютного РЕПО Центробанк предпочёл вернуться к практике валютных интервенций. Это явный сигнал рынку, что регулятор собирается ограничить спекулятивные операции (валюта-рубль-облигации-рубль-валюта), прекрасно понимая возможные последствия раскочки

Рис. 5.2. Стоимость импорта товаров, млрд. долл.



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

Рис. 5.3. Счёт текущих операций, млрд. долл.



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

валютного рынка. По нашему мнению, уже с мая текущего года профицит счета текущих операций начнёт сокращаться, и на фоне закрытия краткосрочных операций нерезидентами (как правило, они ограничиваются сроком 3–6 месяцев) можно ожидать возобновление снижения рубля.

Сергей Пухов

Бюджет

6. Исполнение федерального бюджета за первые четыре месяца 2015 года – предварительные итоги

По данным Федерального казначейства, за первые четыре месяца 2015 года соотношение доходов федерального бюджета и уточненного годового плана существенно превышает аналогичные показатели за 2013 и 2014 годы. Если внешняя конъюнктура не ухудшится, годовой план по доходам бюджета может быть заметно перевыполнен.

В соответствии с принятыми в апреле поправками в Закон о федеральном бюджете на 2015–2017 гг., в 2015 г. доходы федерального бюджета должны составить 12 540 млрд. руб. Такой объем доходов рассчитан при средней за год цене на нефть 50 долл./барр. и обменном курсе 61,5 руб./долл.

Посмотрим, как выполняются эти важнейшие внешние предпосылки. По данным ЦБ РФ, средний обменный курс доллара к рублю за январь–апрель 2015 г. составил 59,7 руб., а средняя цена на нефть марки Urals за первые четыре месяца составила 55 долл. По нашим модельным оценкам, в 2015 г. увеличение цены на нефть на 1 долл./барр. приводит к увеличению бюджетных доходов на 130 млрд. руб., а

Рис. 5.4. Чистый приток («+»)/отток («-») капитала частного сектора, млрд. долл.



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

уменьшение обменного курса рубля на 1 руб. сокращает доходы федерального бюджета на 85–87 млрд. руб. Суммарное влияние отклонений фактических уровней валютного курса и нефтяных цен от их прогнозных значений привело к увеличению доходов федерального бюджета на 450–470 млрд. руб. в годовом измерении и на более чем 150 млрд. руб. за первые четыре месяца 2015 г.

Из данных таблицы 6.1 следует, что поступления основных видов ненефтегазовых доходов по отношению к ВВП в 2015 г. превышают соответствующие показатели за 2013 и 2014 гг. (или равны, как для НДС на импорт). Эти данные подтверждают тезис о возможном перевыполнении годового плана по доходам федерального бюджета при сохранении важнейших внешних предпосылок исполнения бюджета на средних уровнях января-апреля 2015 г. А это, в свою очередь, позволит сэкономить средства Резервного фонда.

Из данных таблицы 6.1 следует также, что отношение доходов федерального бюджета к ВВП в 2015 г. снизилось более чем на 1 процентный пункт по сравнению с показателем 2014 г. Это произошло за счёт ещё более резкого (на 2,3 процентных пункта) снижения отношения нефтегазовых доходов и ВВП. В общем, как оказалось, снижение цен на нефть – верный путь к освобождению федерального бюджета от нефтегазовой зависимости.

Расходы федерального бюджета за январь-апрель 2015 г. профинансированы на 36,4% от уточненного годового плана, в 2013 г. этот показатель составлял 32%, в 2014 году – 31%. На основе данных таблицы 6.2 можно сделать вывод о том, что высокие показатели исполнения бюджета по расходам связаны с масштабным авансированием исполнения оборонного заказа.

Дефицит федерального бюджета за первые четыре месяца 2015 г. равен 994 млрд. руб. (4,4% ВВП). Помимо дефицита бюджета, за этот период было профинансировано сокращение государственного внешнего долга на сумму 165 млрд. руб. При этом, по данным казначейства, финансовый итог операций с ценными бумагами за первые четыре месяца составил -1,5 млрд. руб., а дополнительные расходы на выдачу бюджетных кредитов составили 55 млрд.

Таблица 6.1. Доходы, расходы и дефицит федерального бюджета, в % к ВВП

	2013	2014	2015
Доходы	20,9	21,4	20,2
Нефтегазовые доходы	10,3	11,3	9,0
НДС на товары, реализуемые на территории России	3,1	3,5	4,1
НДС на импорт	2,5	2,4	2,4
Акцизы	0,7	0,7	0,8
Расходы	20,9	20,9	24,6
Дефицит	0,0	0,6	-4,4

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

Таблица 6.2. Исполнение плана расходов по разделам бюджетной классификации, в %

Всего	36,4
Общегосударственные вопросы	29,8
Национальная оборона	54,8
Национальная безопасность	28,6
Национальная экономика	26,5
Жилищно-коммунальное хозяйство	35,1
Охрана окружающей среды	51,8
Образование	40,6
Культура	32,3
Здравоохранение	43,2
Социальная политика	32,2
Физкультура и спорт	36,5
СМИ	41,9
Обслуживание долга	33,3
Межбюджетные трансферты общего характера	38,3

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

руб., что только увеличило потребность в финансовых ресурсах. Общий объем средств, необходимый для финансирования бюджетного дефицита и перечисленных операций превысил 1,2 трлн. руб. Какие же источники финансирования были использованы?

По данным того же Федерального казначейства, на финансирование бюджетного дефицита в январе-апреле текущего года было потрачено 500 млрд. руб. средств Резервного фонда. По нашему мнению, в качестве недостающих источников финансирования на сумму около 700 млрд. руб. были использованы средства бюджетополучателей, находящиеся на казначейском счете. Масштабное авансирование бюджетополучателей в начале года, в особенности в сфере оборонного заказа, является частью Антикризисного плана Правительства РФ и особенностью исполнения федерального бюджета в 2015 г. Именно эти операции привели к повышенным показателям исполнения бюджета по расходам. Разумеется, средства бюджетополучателей, формально использованные на финансирование бюджетного дефицита, в течение года придется вернуть. Финансирование этих операций будет осуществлено за счёт доходов федерального бюджета и средств Резервного фонда (в поправках к федеральному бюджету предусмотрено расходование средств Резервного фонда на сумму свыше 3 трлн. руб.; по состоянию на 6 мая 2015 г. оставшийся объем средств в Резервном фонде составлял 3 950 млрд. руб.).

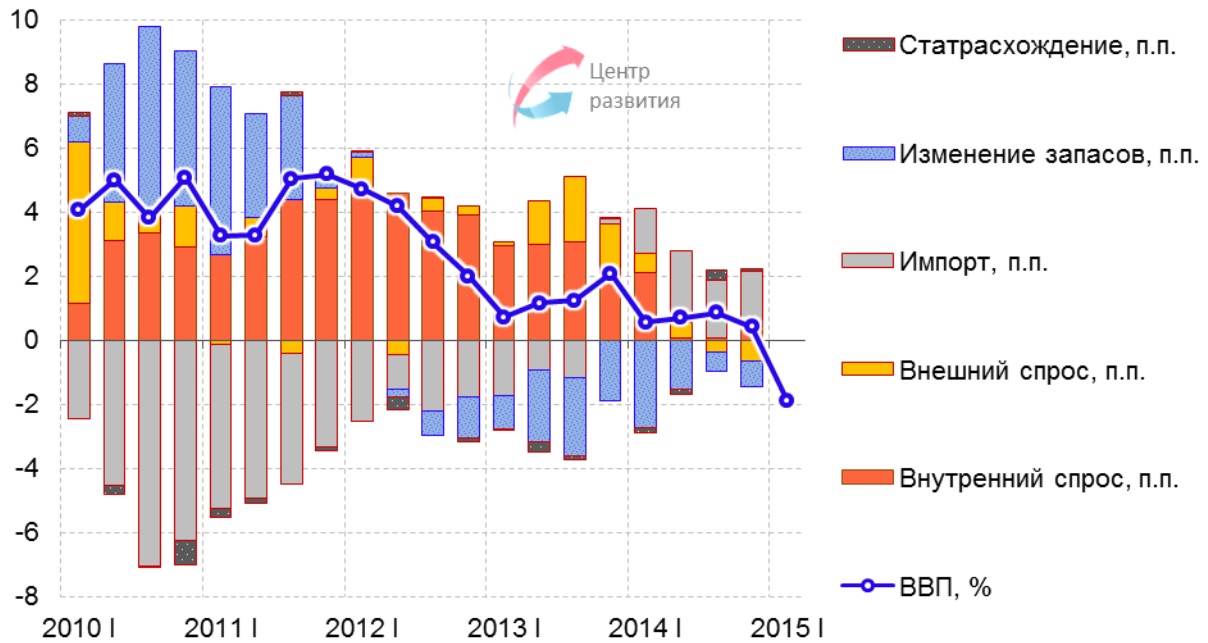
В заключение повторим озвученный ранее тезис: при сохранении нынешних конъюнктурных условий годовой план по доходам федерального бюджета может быть перевыполнен по меньшей мере на 450–470 млрд. руб. Надеемся, что план по расходам пересматриваться в сторону увеличения не будет.

Андрей Чернявский

Экономика в «картинках»

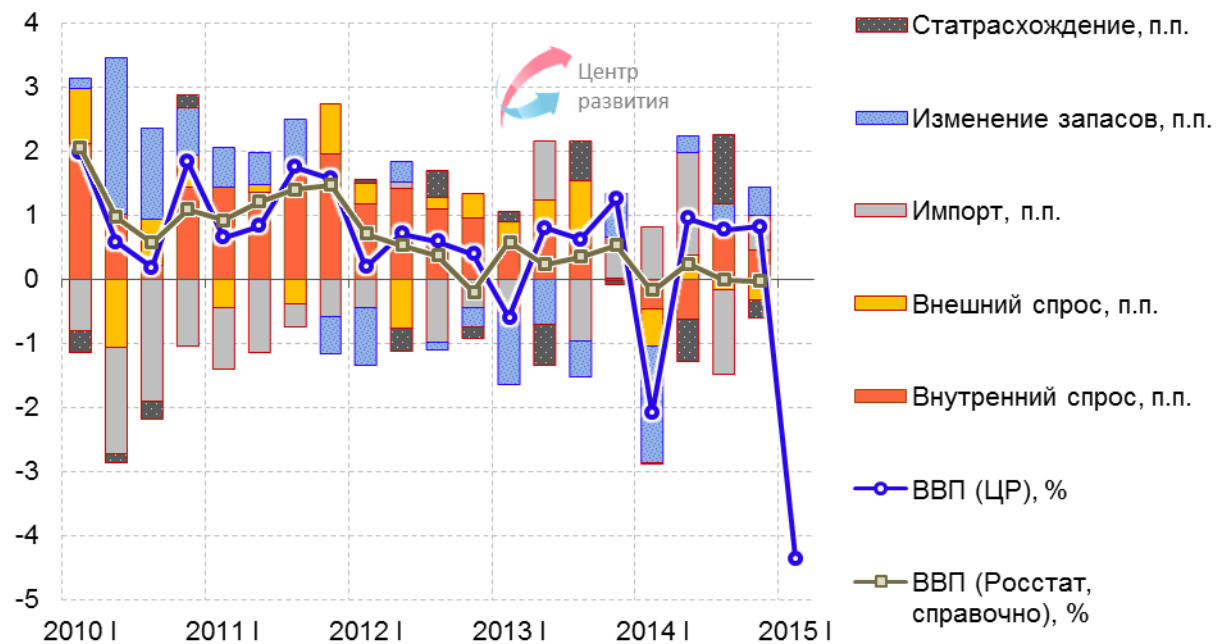
Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к соответствующему кварталу предыдущего года)

NEW

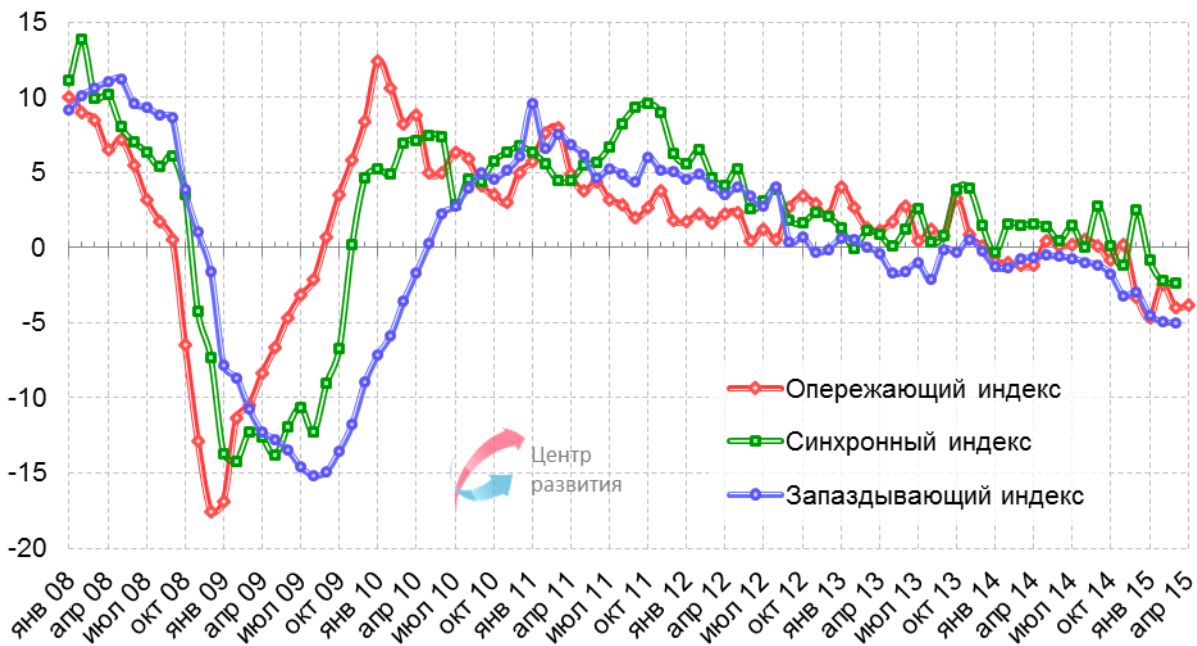


Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)

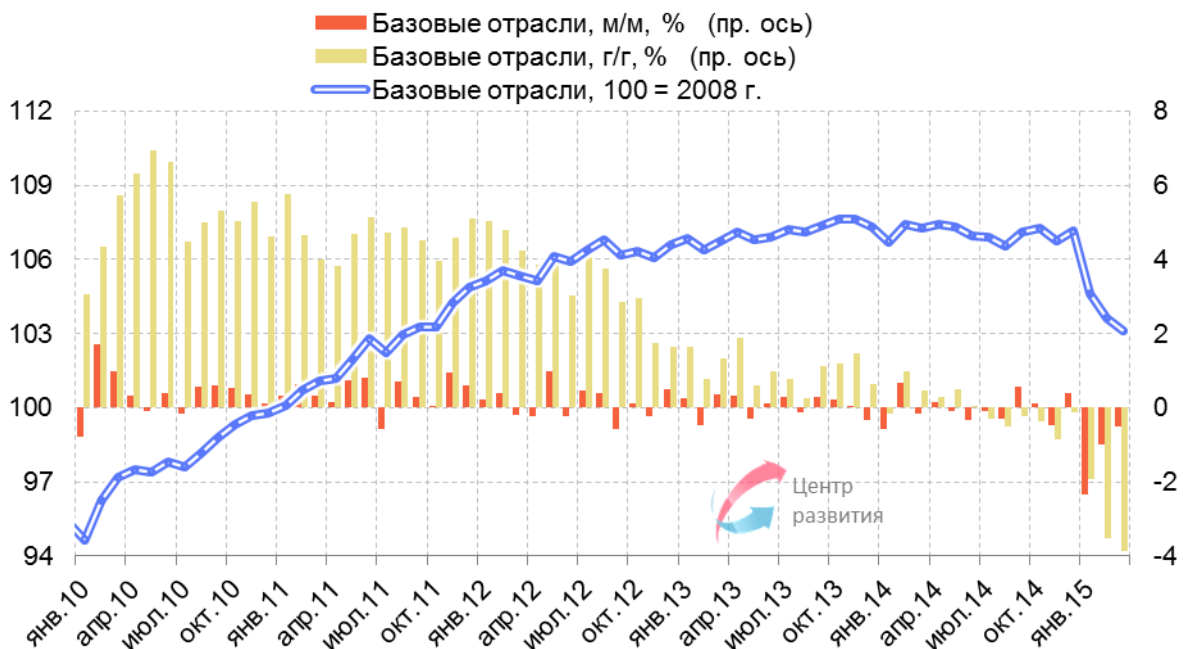
NEW



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

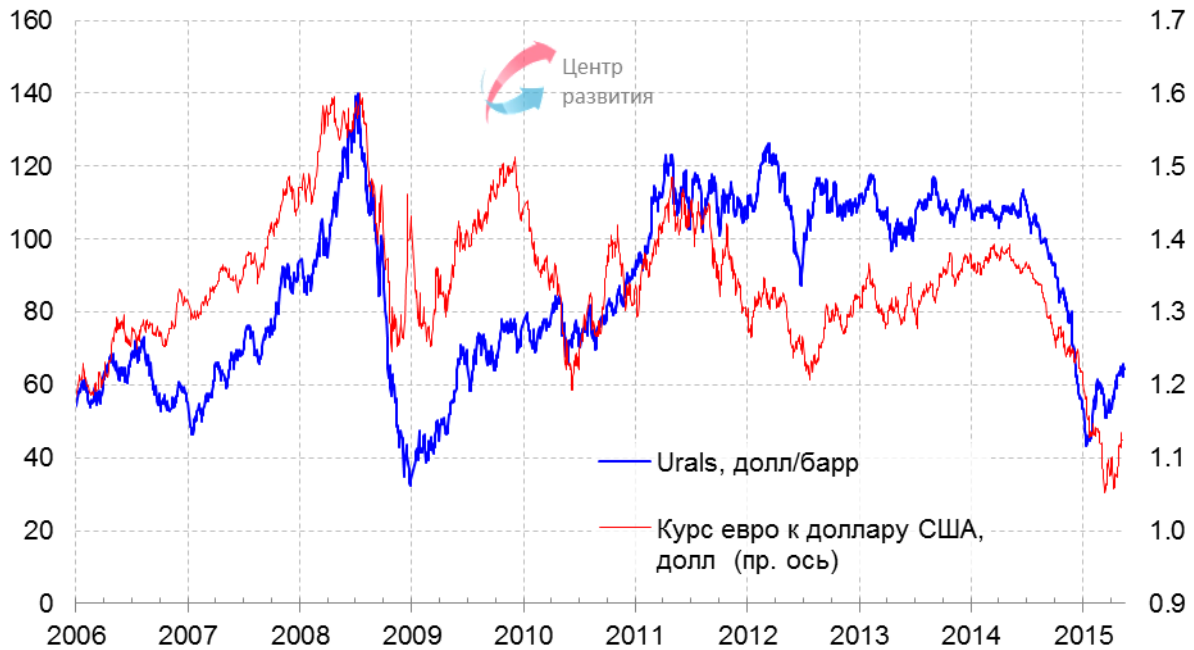


Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)



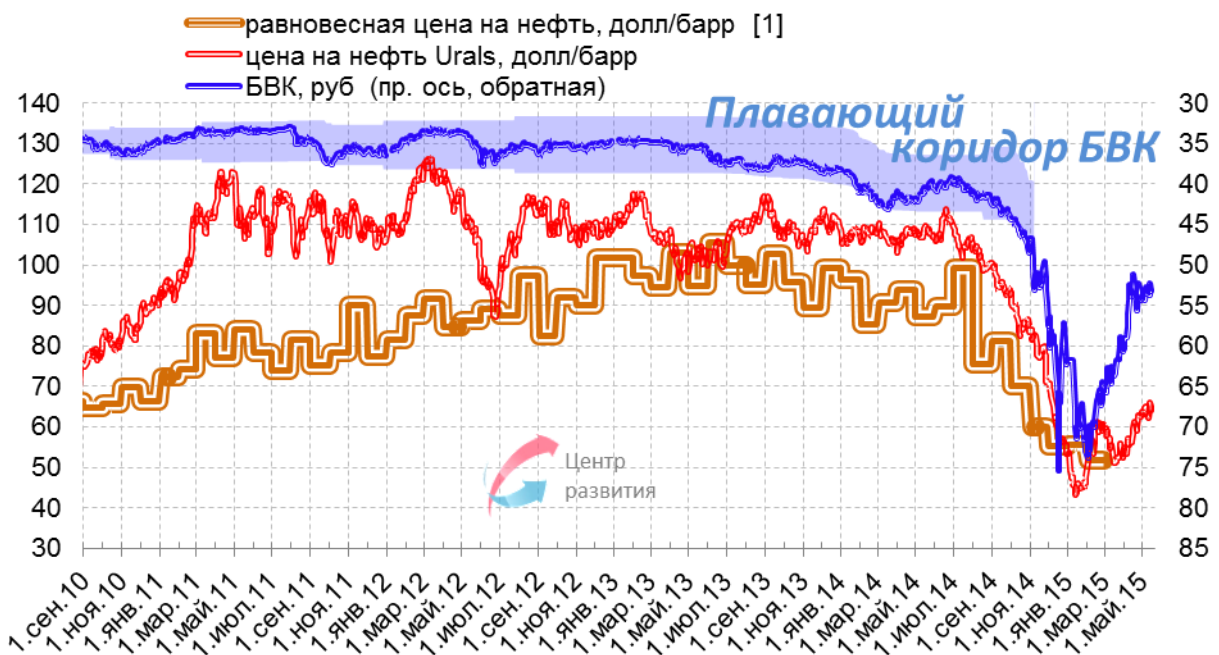
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW



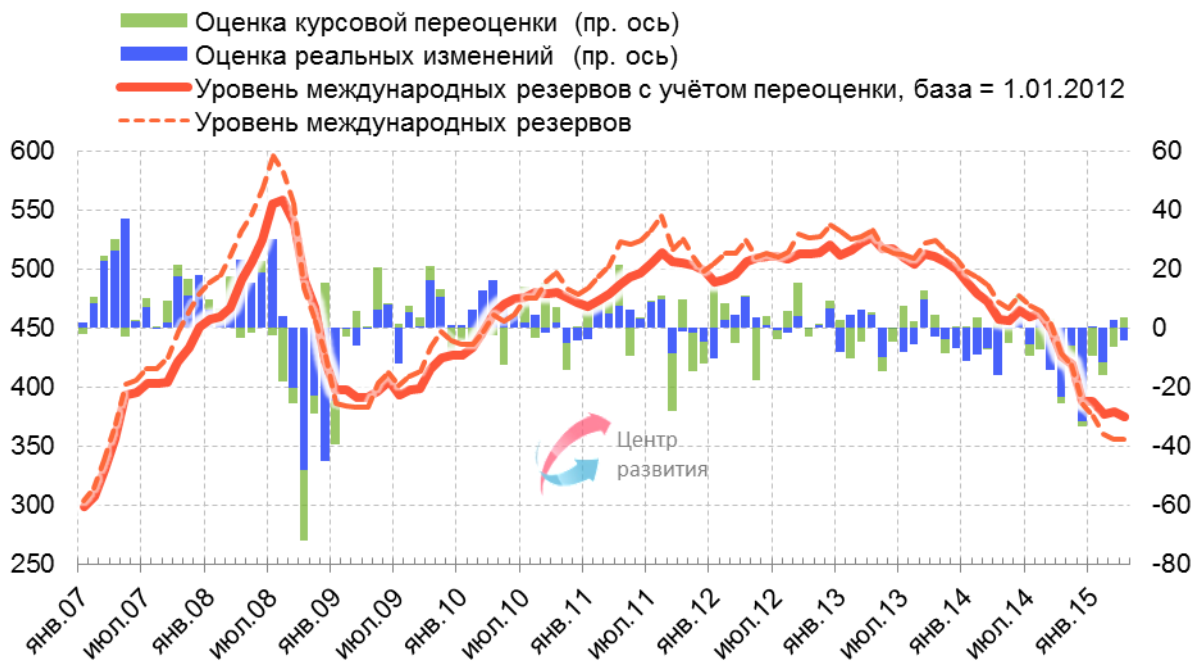
Динамика цен на нефть и курса рубля

NEW



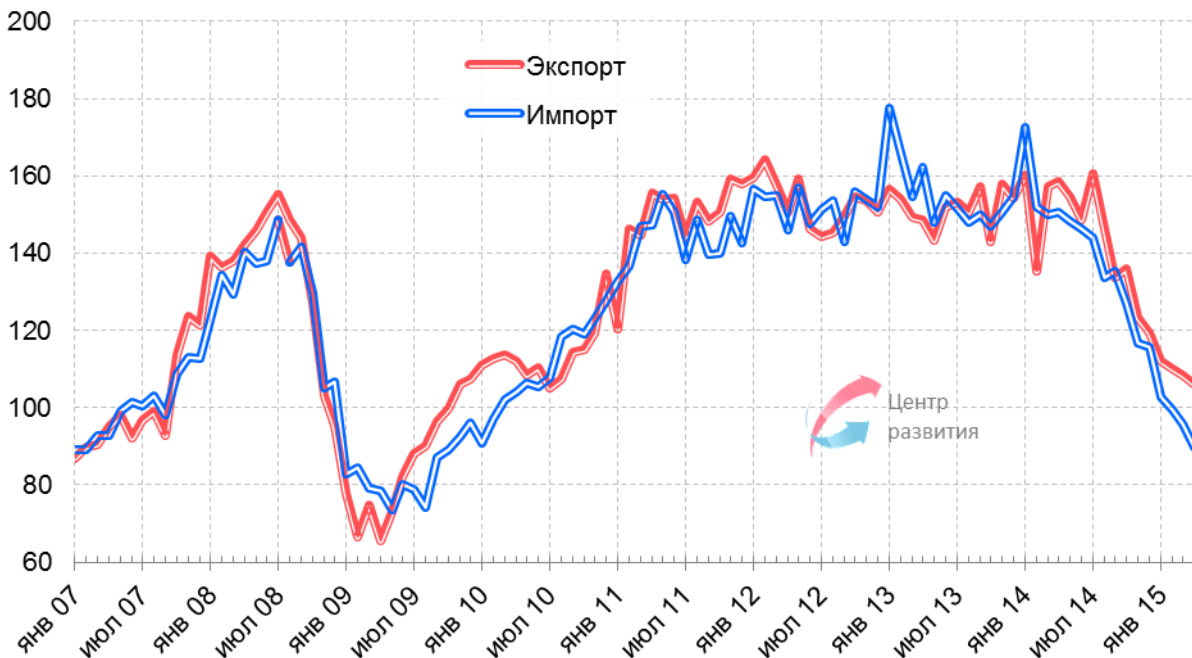
Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд. долл.

NEW



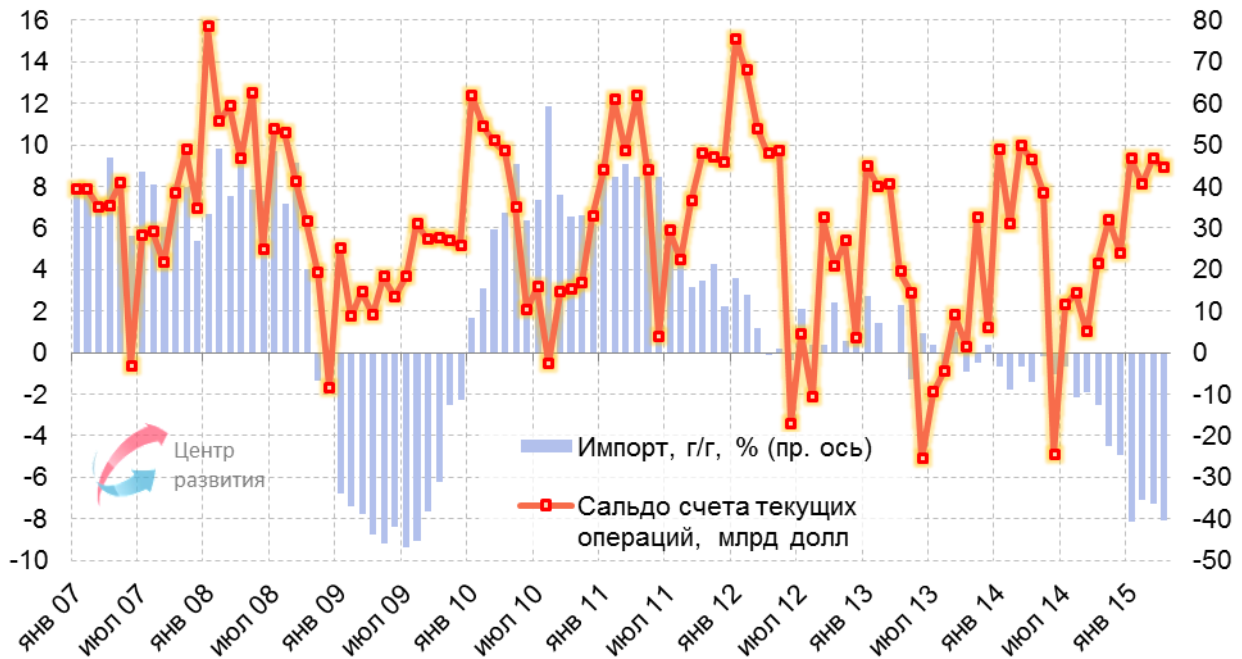
Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100=январь.2007), в % [2]

NEW



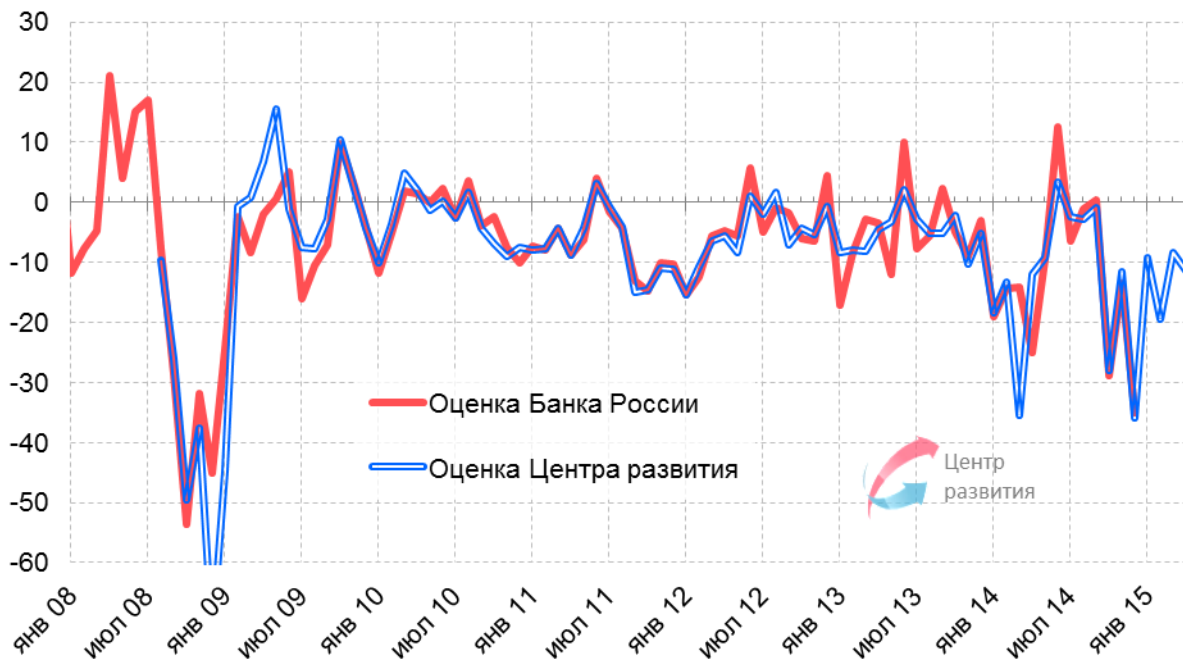
Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров^[2]

NEW



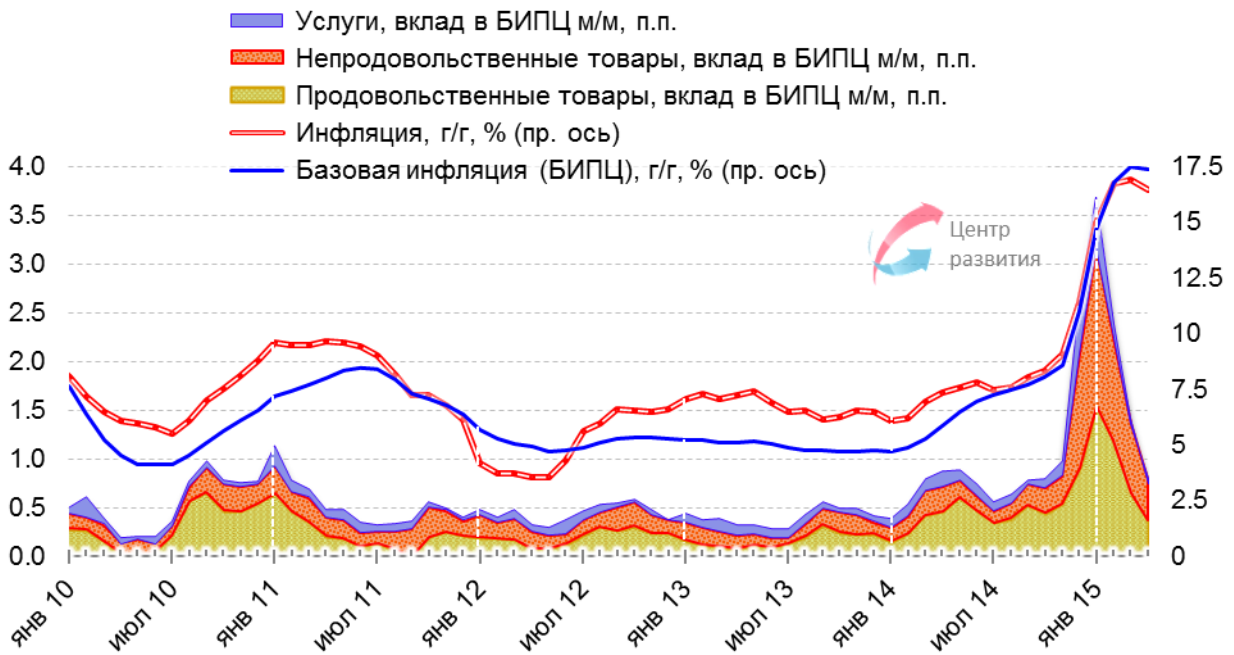
Чистый приток капитала, млрд. долл.

NEW



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

NEW

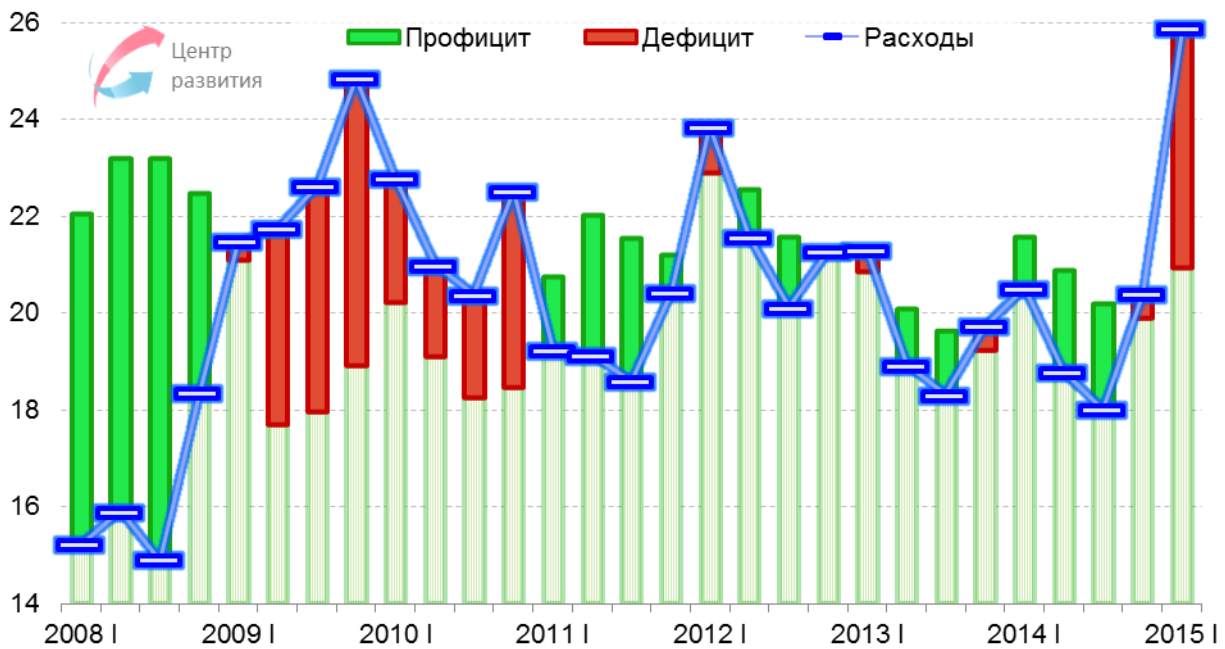


Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %

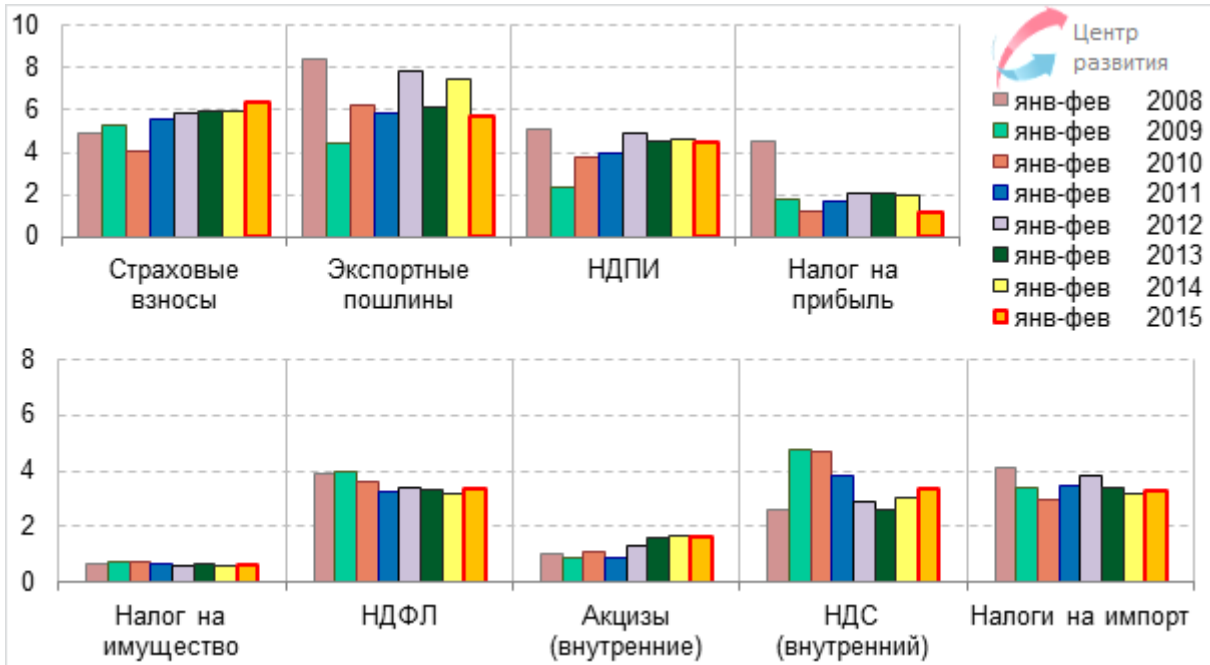
NEW



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

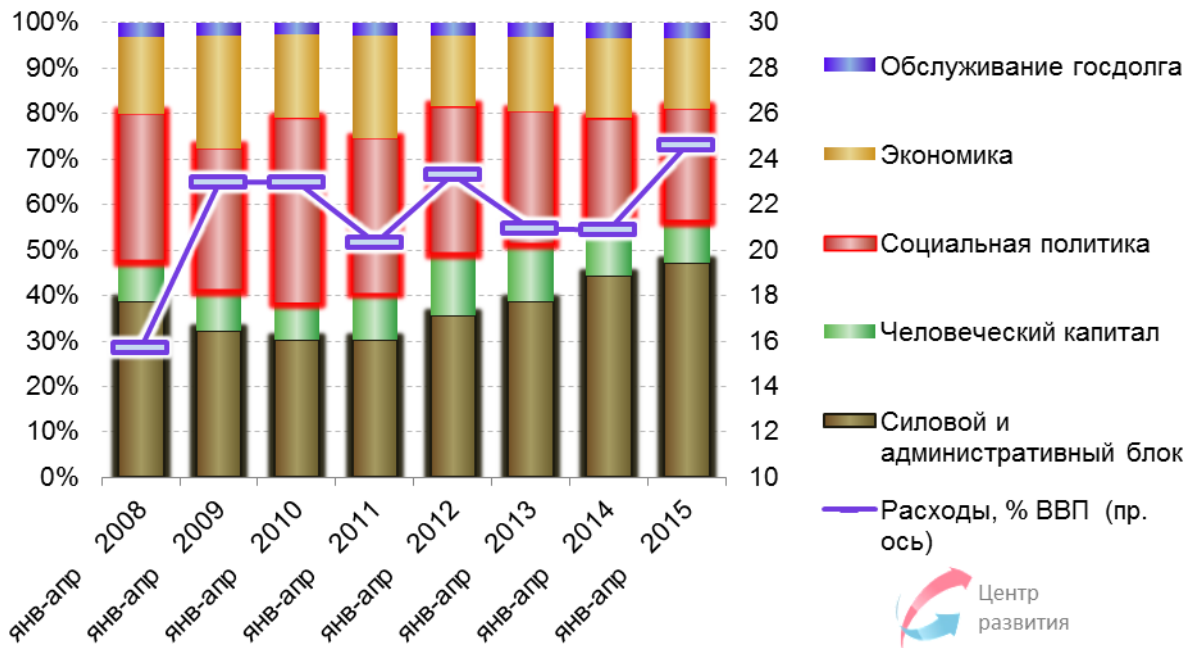


Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП^[4]



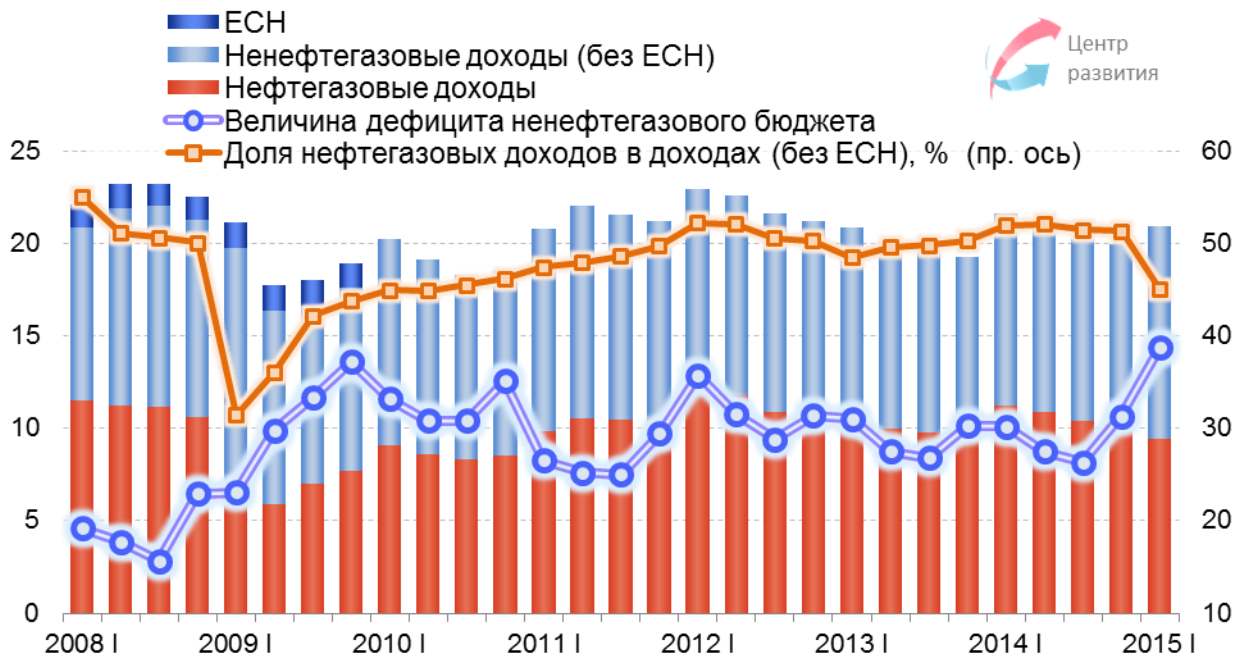
Структура расходов федерального бюджета, в %

NEW

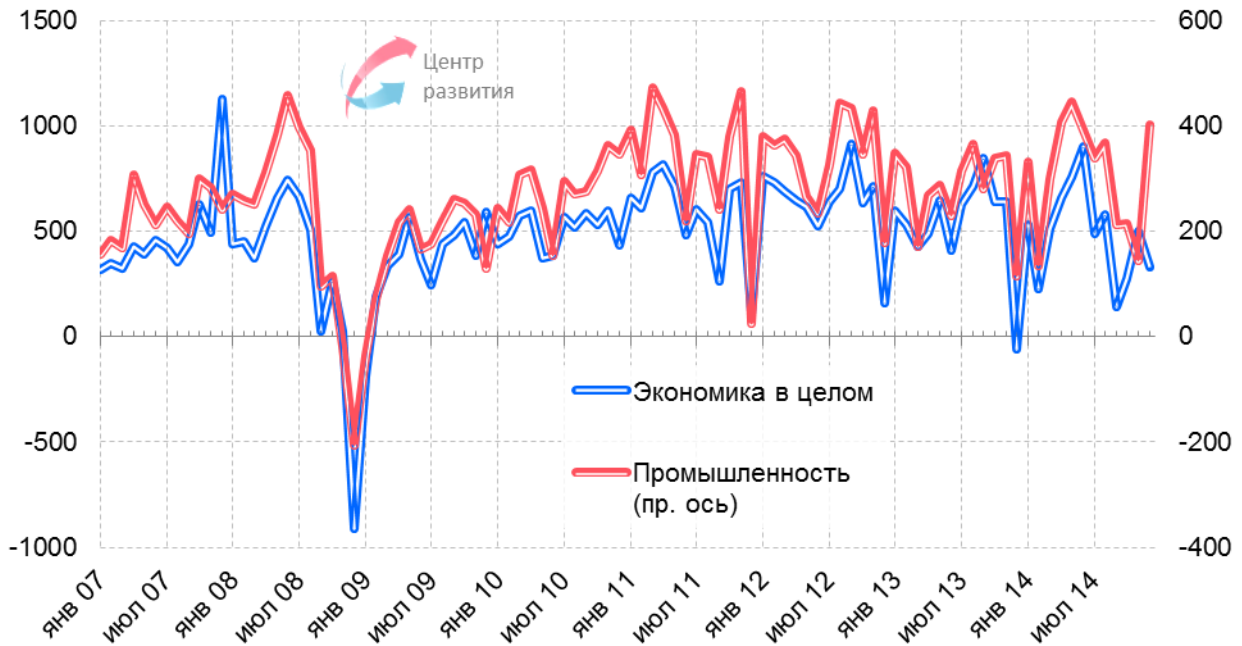


Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП^[5]

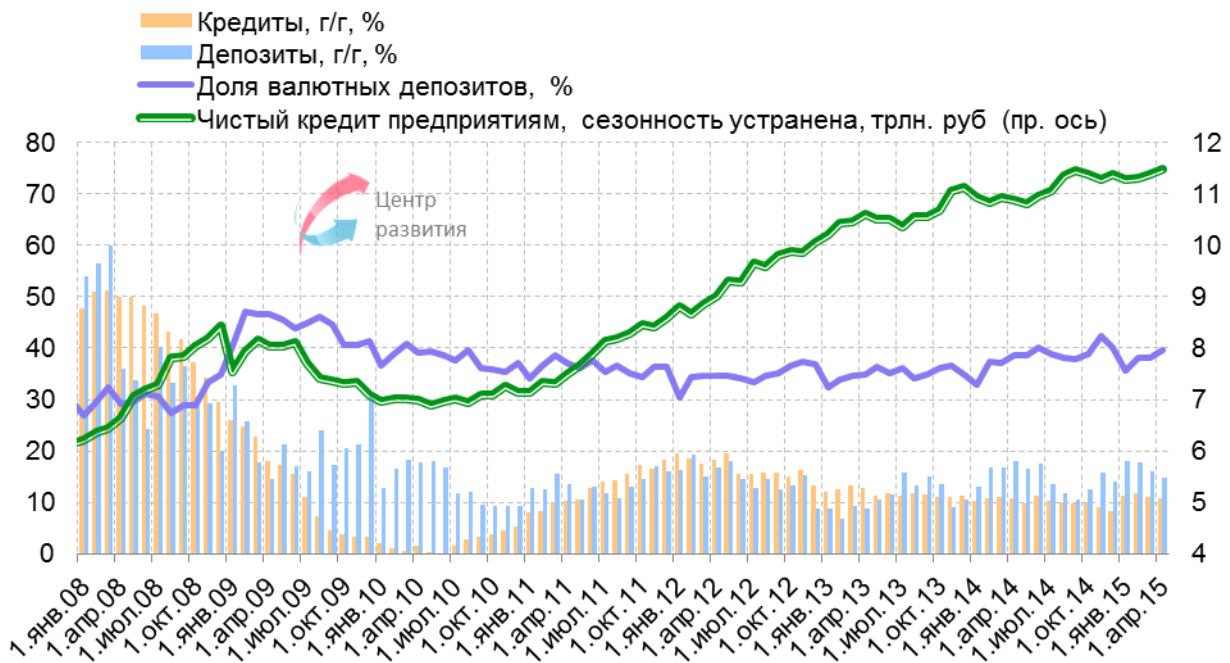
NEW



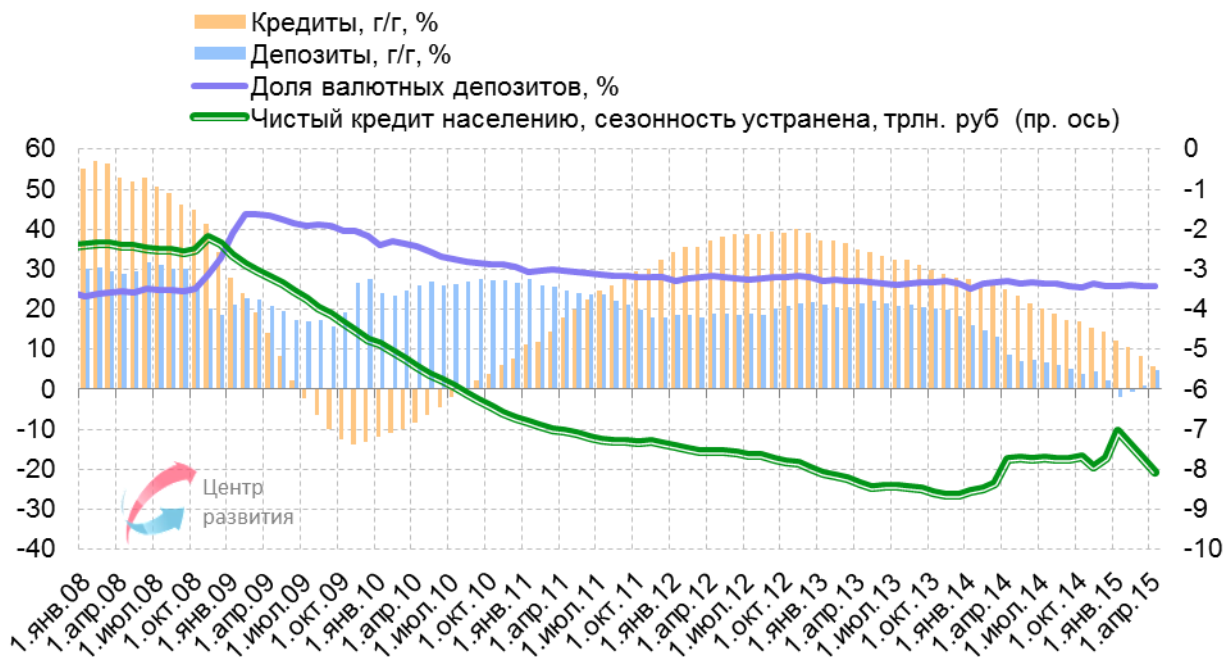
Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд. руб.



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

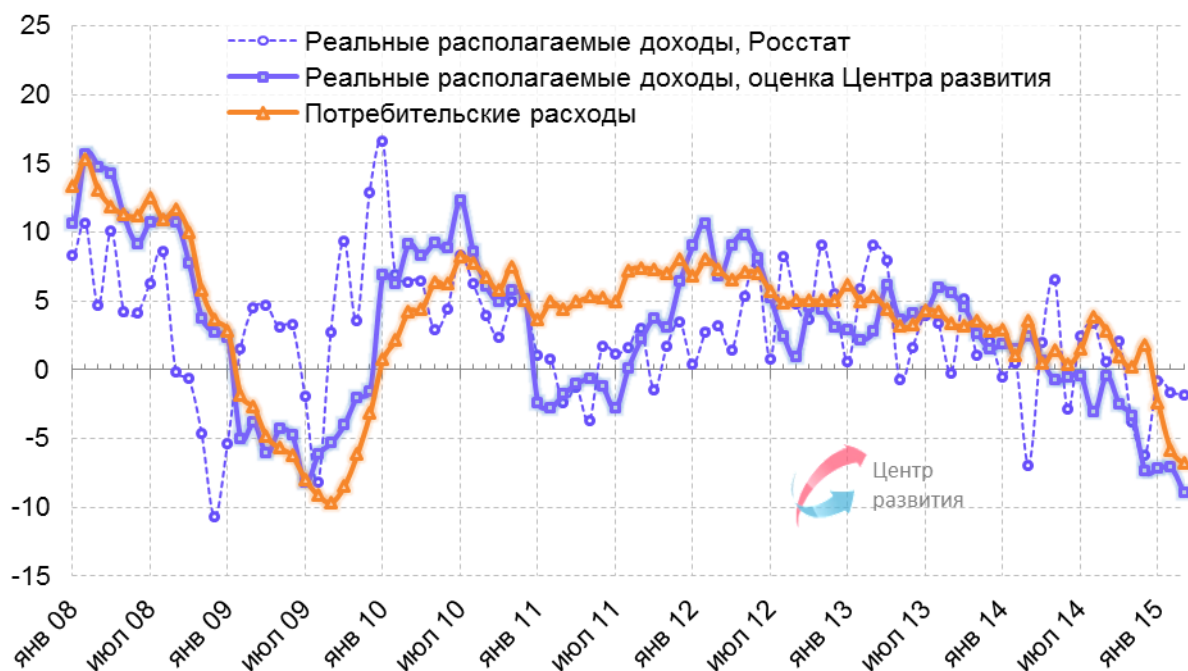


Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

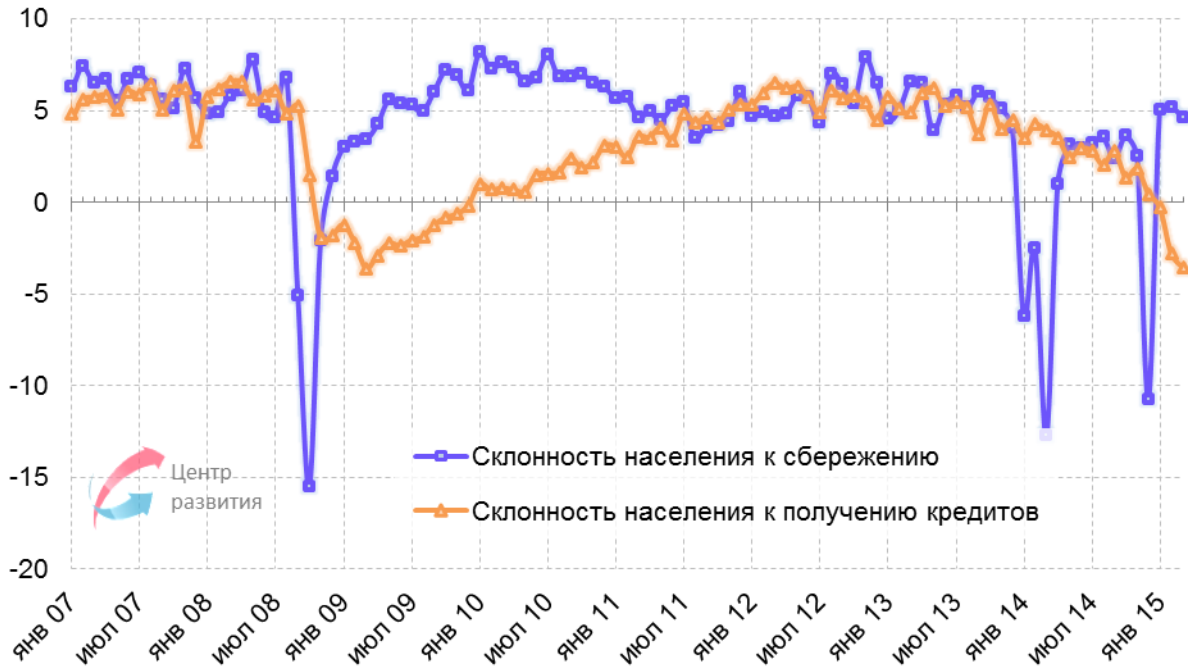


Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

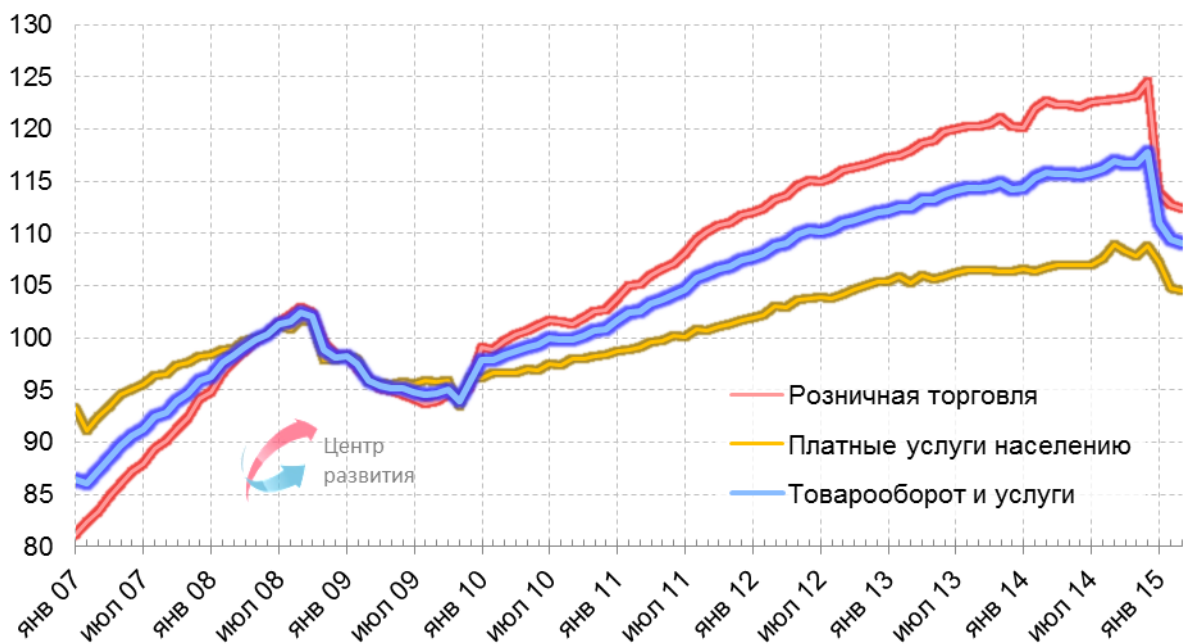
NEW



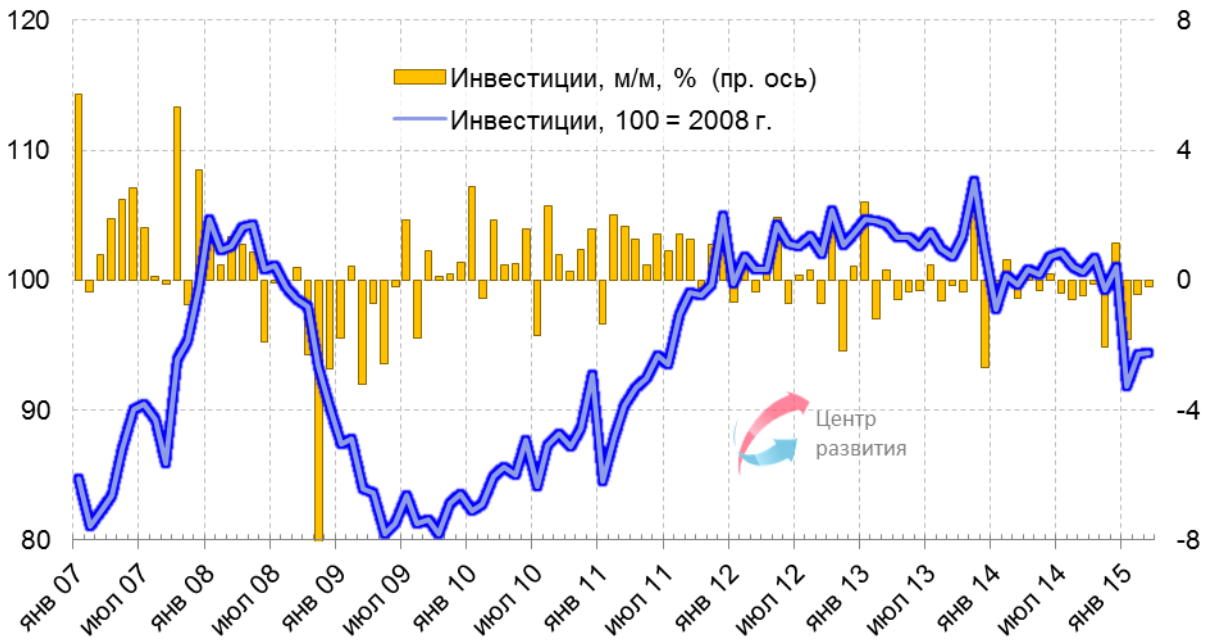
Склонность населения к сбережению и к получению кредитов (в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития



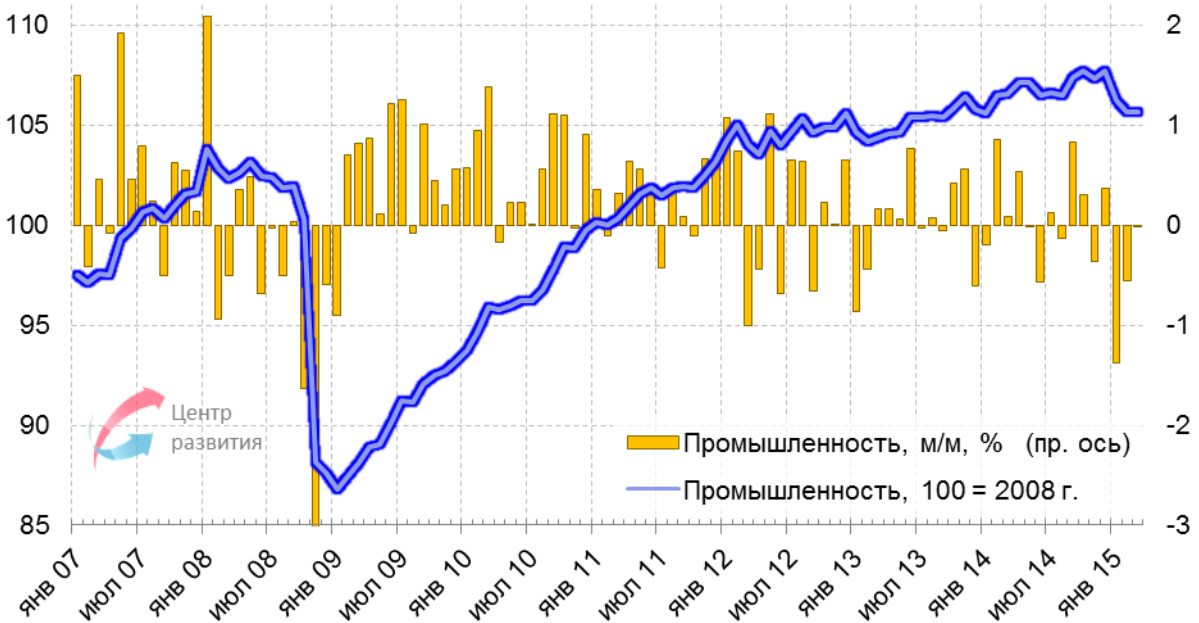
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)



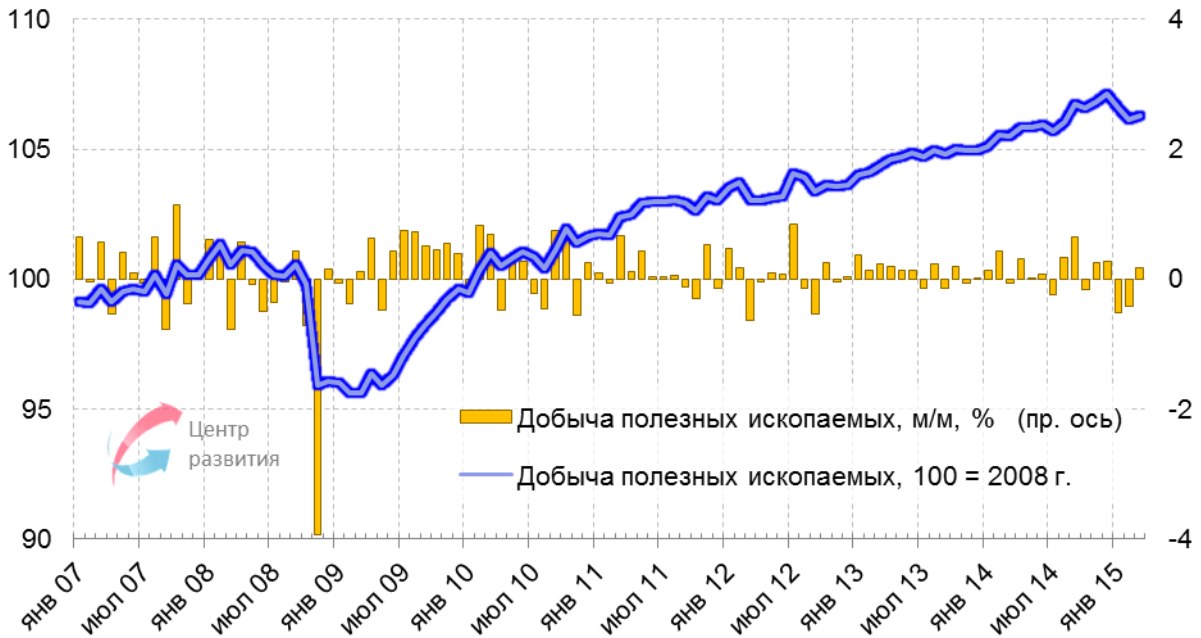
Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)



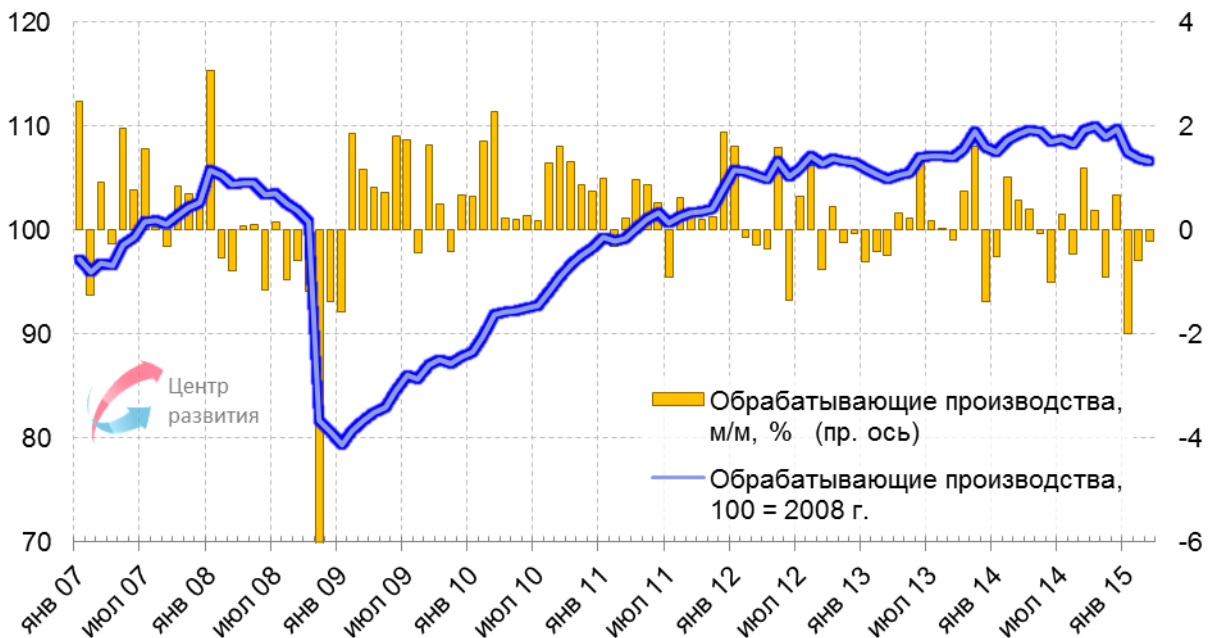
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



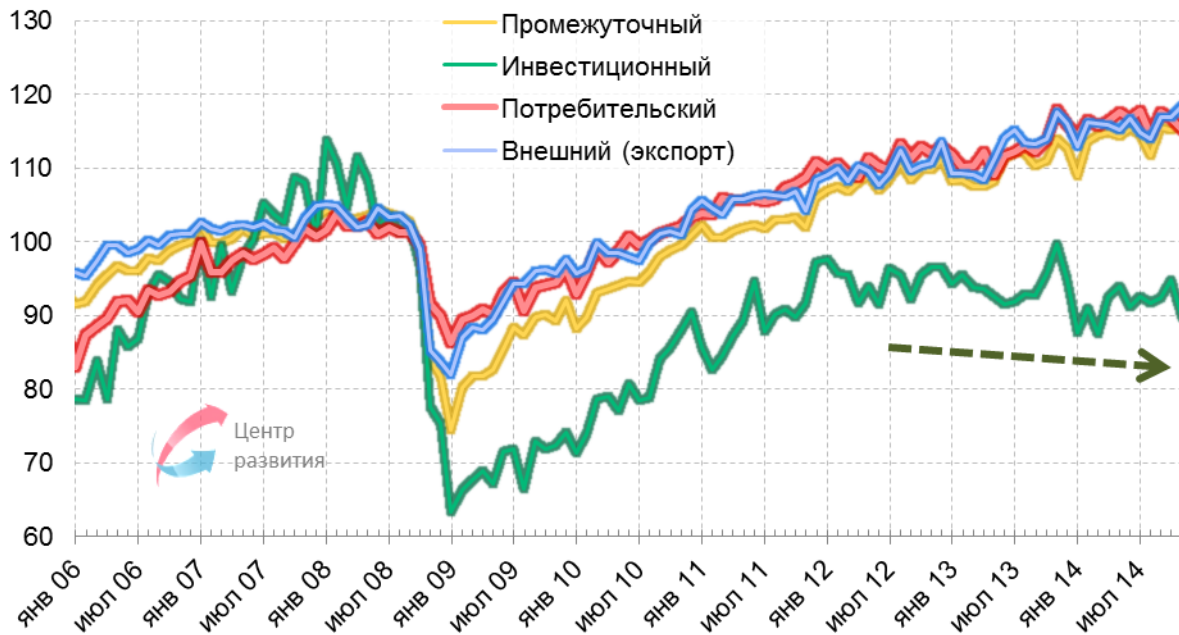
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)



Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)

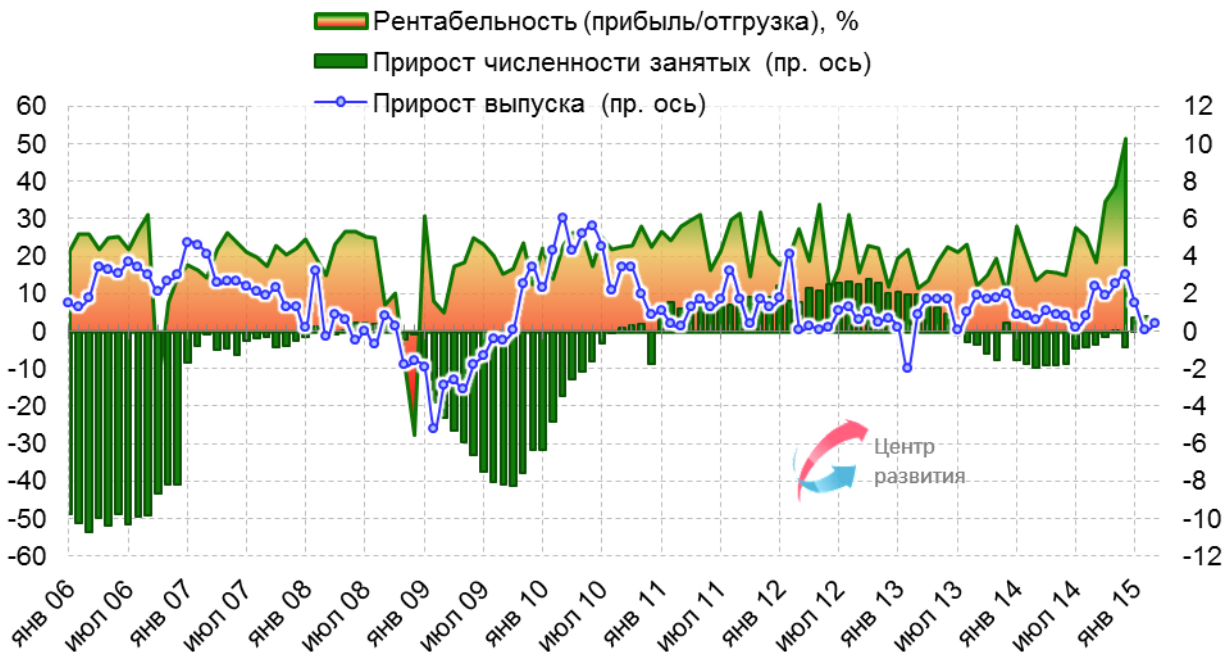


Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях по видам удовлетворяемого спроса (сезонность устранена, 100=2008 г.)



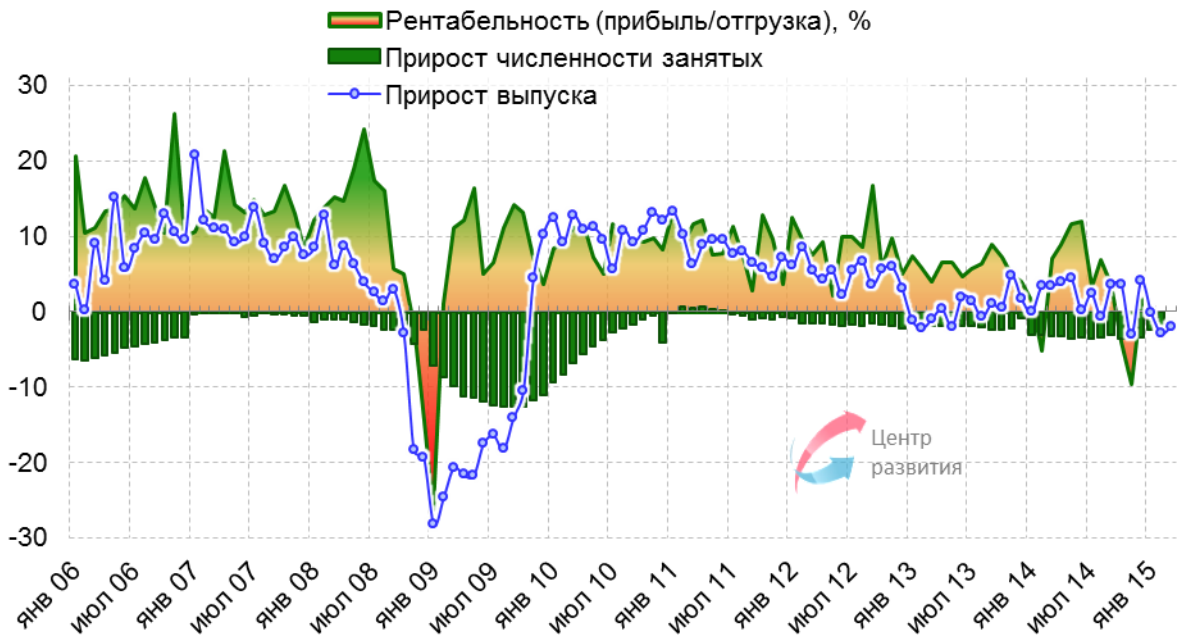
Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



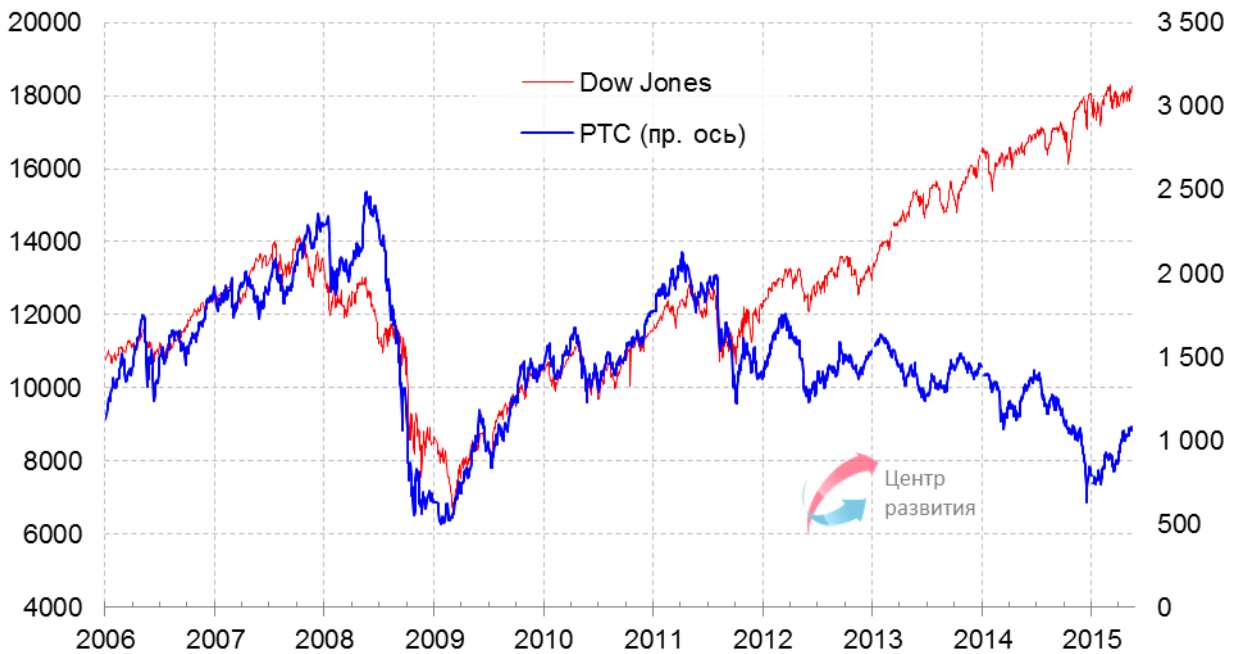
Показатели состояния обрабатывающих отраслей
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика фондовых индексов

NEW



КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

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

^[2] Данные о сальдо счёта текущих операций за период с января по апрель 2015 г. и данные по импорту и экспорту товаров за апрель 2014 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

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

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

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

Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Алексей Немчик

Сергей Пухов

Сергей Смирнов

Владимир Суменков

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

Ждем Ваших вопросов и замечаний!

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

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

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

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