



Комментарии о Государстве и Бизнесе

100

18 августа – 2 сентября
2015 г.

ХРОНИКА КРИЗИСА: ВТОРАЯ ВОЛНА

КОММЕНТАРИИ

ЦИКЛИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ	Опережающий индекс: нет признаков перехода к росту
МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА	Нефтяной рынок – тренд или волатильность?
ИНФЛЯЦИЯ И ДЕНЬГИ	Инфляция: ускорение с сентября и ухудшение среднесрочных перспектив ее снижения
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Август не принес сильного изменения сложившихся негативных трендов
БЮДЖЕТ	Бюджетное правило под угрозой

ФИНАНСОВАЯ СТАТИСТИКА БАНКОВ (ФСБ)

ЭКОНОМИКА В «КАРТИНКАХ»

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

Хроника кризиса: вторая волна

По итогам августа динамика Сводного опережающего индекса Центра развития вновь ухудшилась (-4,4%), оставшись в отрицательной области девятый месяц подряд. Факторами снижения СОИ стали не только новый виток падения цен на нефть и фондовых индексов, но и ухудшение динамики новых заказов и закупок сырья в промышленности. Хотя августовские конъюнктурные опросы пока не показали радикального ухудшения текущей ситуации и ожиданий у предприятий реального сектора, в ближайшие месяцы негативные тенденции будут только нарастать.

Эффекты от курсовых колебаний и нестабильности в финансовой сфере будут и дальше угнетать инвестиционную активность, которая резко просела уже в относительно спокойном втором квартале. Ускорение падения инвестиций на крупных и средних предприятиях до -11% год к году в реальном выражении против -2% в первом квартале затронуло большинство секторов, как в производстве товаров, так и в сфере услуг.

Особенно показательным является ухудшение динамики инвестиций в сельском хозяйстве и пищевой промышленности, имеющих наиболее благоприятные по сравнению с другими отраслями условия для развития импортозамещения. Летнее обострение борьбы с контрабандой подсанкционных продуктов, возможно, объясняется слишком нервной реакцией на пошатнувшееся положение отечественных пищевиков.

Текущий виток обесценения рубля нанесет новый удар по импорту и импортерам безо всяких защитительных мер. По

опыту первой волны инфляционный эффект от девальвации затронет практически весь спектр товаров, но в особенности продовольствие. По нашим оценкам, суммарное ускорение инфляции по итогам 2015 года составит не менее 2 п.п. по сравнению с прежними оценками, и в зависимости от интенсивности курсовых колебаний в ближайшие месяцы, инфляция декабрь к декабрю составит от 12,8% до 15,2%. В отличие от ситуации первого квартала мы не ждем в связи с этим резкого роста прибыли ни в производстве, ни в торговле: при сохранении слабой динамики номинальных доходов и кредита новый виток инфляции скорее приведет к дальнейшему падению физических объемов продаж и потребления.

Наиболее существенным внутривнутриполитическим решением, связанным с падением нефтяных котировок в июле-августе, стал возврат к однолетнему бюджету и соответственно отказ от проектировок на трехлетку, заложенных в опубликованный 1 июля проект Основных направлений бюджетной политики. Принятие однолетнего бюджета подвешивает перспективы финансирования госпрограмм, утвержденных в предыдущем бюджетном цикле. С учетом того, что ресурсы Резервного фонда при сохранении текущей конъюнктуры будут исчерпаны в течение 2016 года, это оставляет совсем немного времени для корректировки бюджетного правила и решения проблемы растущего дефицита ресурсов, неизбежного при сохранении цен на нефть в диапазоне 40-60 долл./барр.

Наталья Акиндинова

Комментарии

Циклические индикаторы

1. *Опережающий индекс: нет признаков перехода к росту*

В августе 2015 года Сводный опережающий индекс (СОИ)¹ девятый месяц подряд оказался в отрицательной области (-4,4%).

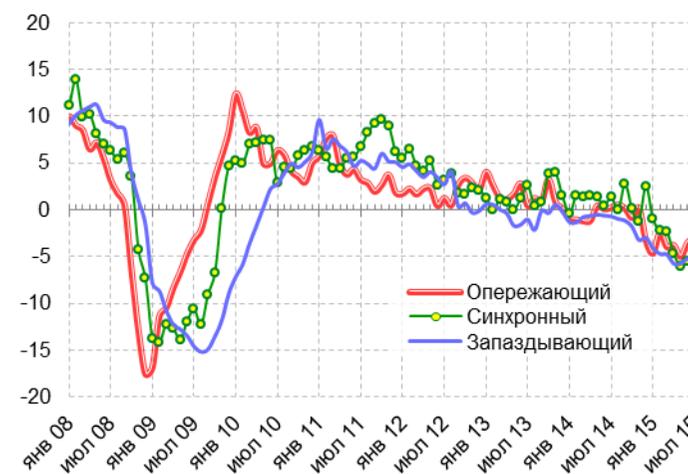
По сравнению с предыдущим месяцем ситуация даже несколько ухудшилась. По-прежнему главными негативными факторами для СОИ были: динамика нефтяных цен, фондовых индексов, денежной массы, а также новых заказов и закупок сырья в промышленности. Единственный позитивный фактор – ослабление реального эффективного курса рубля, однако говорить о масштабных процессах импортозамещения явно не приходится. Динамика СОИ позволяет предположить, что объемы выпуска всей российской экономики по-прежнему будут отставать от прошлогодних уровней, а слабость внутреннего спроса еще долго будет мешать переходу российской экономики на траекторию роста.

Момент окончания рецессии в реальном секторе по-прежнему не просматривается. С другой стороны, пока нет признаков стремительного нарастания темпов спада. Пока наиболее вероятным сценарием на ближайшие месяцы остается медленное ухудшение экономической конъюнктуры.

Сергей Смирнов

¹ В качестве компонент СОИ используются индексы New Orders и Quantity of Purchases для обрабатывающей промышленности (MarkitEconomics). 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.

Мировая экономика

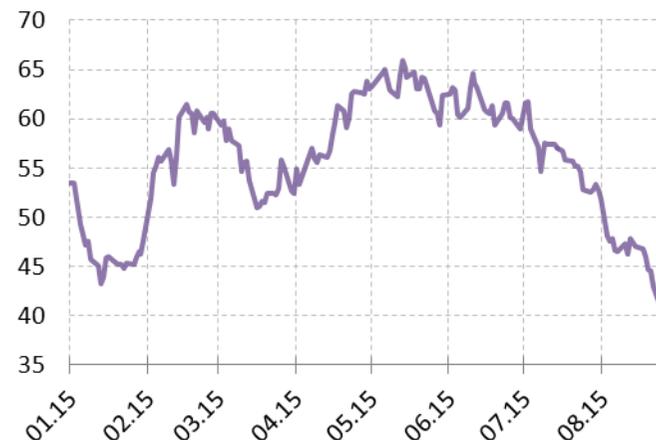
2. Нефтяной рынок – тренд или волатильность?

Негативные новости из Китая привели к росту волатильности на мировых рынках. Нефть не стала исключением – на прошлой неделе стоимость барреля российской нефти упала ниже 41 доллара, минимального уровня с февраля 2009 г. Где же границы волатильности, или снижение нефтяных цен является трендом на ближайшую перспективу?

На протяжении последних двух недель августа нефтяной рынок испытал очередной шок – падение котировок Urals с уровня 47 долл./барр. до 40,8 долл./барр. в «чёрный понедельник» 24 августа с последующим восстановлением цен к концу минувшей недели. Нефтяные качели показали внутригодовой минимум, уступающий лишь обвалу цен в предыдущий кризис до 32,2 долл./барр. 26 декабря 2008 г.

По нашему мнению, **очередное падение нефтяных цен спровоцировали негативные новости из Китая**. 11 августа Народный банк Китая объявил о девальвации юаня на 1,9% (самое резкое падение китайской валюты с января 1994 г.). 21 августа были опубликованы предварительные данные индекса деловой активности в производственном секторе (PMI) Китая, которые оказались ниже ожиданий рынка – четвёртое подряд падение этого индекса (самыми быстрыми темпами за шесть лет) лишний раз подтверждает, что в промышленности и экономике второй по размеру страны в мире наблюдается торможение. Опасения инвесторов относительно перспектив «мягкой посадки» китайской экономики спровоцировали очередную панику на мировых фондовых и товарных рынках в «чёрный понедельник». Народный банк Китая во вторник был вынужден в очередной раз снизить основные процентные ставки и нормативы резервных требований для банков. Этого оказалось достаточно, чтобы успокоить рынки – нефтяные цены вернулись к уровням начала августа.

Рис. 2.1. Динамика котировок Urals в 2015 г., долл./барр.



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

Рис. 2.2. Среднемесячные цены на нефть в номинальном и реальном выражении с 1970 г., долл./барр.



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

После тестирования многолетних минимумов возникает вопрос о перспективах рынка – где границы волатильности и можно ли выделить тренд?

В зависимости от выбора временного горизонта можно провести множество трендов. Можно привлечь элементы технического анализа: построить линии поддержки или сопротивления, скользящие средние или осцилляторы. **Большинство индикаторов, будут указывать на перепроданность рынка, но это не исключает возможности его дальнейшего снижения.**

Если посмотреть на нефтяные цены в реальном выражении (рис. 2.2, ежемесячные данные приведены в ценах декабря 2008 г., дефлировано ценами США), то средняя цена за 20-летний период (со второй половины 80-х гг. до 2005 г.) составляла 20 долл./барр., а за последнее десятилетие поднялась в четыре раза. Можно, конечно, использовать другой дефлятор, но кардинально это не меняет вышеуказанной пропорции. **Средняя цена за последние 40 лет (в ценах декабря 2008 г.) составляет примерно 46 долл./барр., что соответствует текущим ценам.** Но опять же, это не исключает отклонение реальных цен в ту или иную сторону от этих уровней на протяжении длительного периода времени.

Исходя из фундаментальных факторов, можно говорить о превышении предложения над спросом и, как следствие, росте запасов. Избыток нефти на рынке многими международными экспертами в настоящее время оценивается в диапазоне 2-3 млн барр. в сутки. По мнению Международного энергетического агентства, избыток нефти сохранится и в следующем году. **Замедление роста экономики Китая**, на который приходится около 12% (или 7% с учётом собственной добычи) мирового потребления нефти, **на фоне переизбытка нефти** на рынке, к которому в скором времени может прибавиться нефть из Ирана, **будет оказывать негативное воздействие на ценовую динамику в ближайшей перспективе.** В этой ситуации непонятно, насколько долго Саудовская Аравия сможет следовать нынешней политике сохранения своей доли в мировой добыче нефти. Двойной дефицит (по счёту текущих операций и бюджету) в текущем и следующем годах приведёт к сокращению накопленных этой страной резервов

Таблица 2.1. Прогноз резервов денежных властей Саудовской Аравии при инерционном сценарии нефтяных цен на уровне 50 долл./барр. в 2016-2019 гг.

	2015	2016	2017	2018	2019
Профицит СТО, %ВВП	-4,6	-11,0	-12,0	-12,1	-12,9
Профицит бюджета, %ВВП	-19,2	-21,4	-23,3	-23,8	-25,9
Сценарий 1 (финансирование дефицита бюджета за счёт резервов денежных властей)					
Валовый госдолг, %ВВП	8,2	16,5	16,5	16,5	16,5
Резервы, млрд долл.	731	564	364	140	-124
Сценарий 2 (финансирование дефицита бюджета в равной доли за счёт резервов денежных властей и роста госдолга)					
Валовый госдолг, %ВВП	8,2	18,7	30,7	43,5	57,3
Резервы, млрд долл.	731	638	517	375	207

Источник: Barclays (Emerging Markets Research, 21.08.2015).

(таблица 2.1). Их полного истощения власти вряд ли допустят, но где находится критический порог, не знает никто. Также неопределённая ситуация складывается и вокруг сланцевой нефти, добыча которой пока еще высокочрезвычайно затратна и эластична по цене. Однако несмотря на почти трёхкратное падение нефтяных цен за год можно говорить лишь о стабилизации её добычи в США. В этой связи **мы ожидаем сохранения высокой волатильности в краткосрочной перспективе (в диапазоне 35-70 долл./барр.) при сохранении понижающего тренда.**

Сергей Пухов

Инфляция и деньги

3. Инфляция: ускорение с сентября и ухудшение среднесрочных перспектив ее снижения

Масштабное ослабление рубля последних полутора месяцев ставит крест на возможности ограничить текущую инфляцию темпами около 6% годовых. Повторный выход курса рубля на пиковые уровни января-февраля добавит не менее 2,0 п.п. к годовой инфляции в 2015 г. Очередной виток разгона инфляции в сочетании с повышением волатильности курса рубля и обострением фискальных проблем создаёт предпосылки для роста инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе.

Последние дни августа стали особенно неудачными для российского рубля – доллар достигал 70 рублей (рис. 3.1), евро – 81 рубля, что является повторением исторического рекорда, установленного 17 декабря 2014 г. (если ориентироваться на стоимость бивалютной корзины). И хотя после этого рубль несколько укрепился (до 64-65 руб./долл. к 31 августа), **переход курса, равно как и цен на нефть, в новый небезопасный для российской экономики диапазон остаётся фактом.**

По состоянию на конец августа инфляция по предварительным данным не показывает явных признаков ускорения, но динамика курса рубля после произошедшего полного отыгрыша ревальвации марта-мая теперь не просто

Рис. 3.1. Динамика USD/RUB



Источник: Банк России.

перестаёт замедлять рост цен, но и непременно спровоцирует новый виток их ускоренного роста. Впрочем, **новый всплеск инфляции не будет сопоставим с предыдущим**. Если зимняя 55-процентная девальвация прибавила к скользящему годовому темпу инфляции 9,0-9,5 п.п., то последующее укрепление рубля до 50 руб./долл. в сочетании с крайне низким потребительским спросом смогло отыграть обратно лишь не более 1,5 п.п. – **проявился пресловутый «эффект храповика»²**. При этом цены на непродовольственные товары вообще практически не снижались (даже на электронику и бытовую технику), а из числа продовольственных групп значимое снижение цен под воздействием укреплявшегося рубля было отмечено лишь на плодоовощную продукцию, сахар и яйца (везде – после устранения сезонности).

В пользу гипотезы об увеличении маржи торгового звена говорит и улучшение динамики сальдированного финансового результата оптовой и розничной торговли с +36% год к году в первом квартале до +49% во втором квартале. Образование в торговле повышенной маржи, способной абсорбировать относительно небольшие колебания курса, объясняет, почему разворот, начиная с июня, динамики курса рубля в сторону ослабления не привёл к ускорению инфляции в летние месяцы. Однако к концу августа рубль подешевел по отношению к уровням июня примерно на 25%, что явно выходит за границы допустимого.

Крайне высокая волатильность на валютном рынке (как и на нефтяном) де факто вынуждает делать набор оценок годовой инфляции на текущий год исходя из различных сценариев. Если ориентироваться на локальные минимумы, достигнутые в понедельник 24 августа 2015 г. (примерно 71 руб./долл. и 82 руб./евро), предполагая, что такой курс сохранится в будущем, то по итогам года можно ожидать инфляцию на уровне 15,2%. Это существенно превышает 11,0%, которые мы прогнозировали в июне. При этом формально по итогам октября

² При росте закупочных цен розничные цены растут, но при последующем снижении первых розничные цены не снижаются или снижаются, но существенно меньше, чем до этого росли.

скользящий годовой темп инфляции может превысить 17% (в июле он составил 15,6%). Как и почти год назад, основной вклад в прибавку к инфляции будет обеспечен продуктами питания. Если же ориентироваться на более крепкий рубль (примерно 65 руб./долл. и 73 руб./евро), который наблюдался в стадии отскока цен на нефть до 50 долл./барр., то в этом случае **повышение инфляции будет не столь значительным – примерно до 12,8%** по итогам 2015 г. В обоих вариантах начало ускорения роста цен (если речь идёт о динамике цен после устранения сезонности) можно ожидать в сентябре, а самый сильный рост за месяц – в октябре.

Рост инфляции сам по себе – вероятно, не единственный результат повторного витка девальвации. События последних полутора лет показали, что волатильность курса российской валюты теперь не просто высокая – она зашкаливает. Курс резко реагировал последовательно: на отток валюты с развивающихся рынков, украинские события, санкции и цены на нефть. Помимо очевидных прямых минусов этого факта (проблемы ценообразования, оценки рентабельности проектов, структуры сбережений и пр.) есть и не менее очевидный косвенный минус – **неизбежность более высокой (чем при относительно стабильном курсе рубля) инфляции в будущем**. Это обусловлено уже упомянутым выше «эффектом храповика»: в будущем после каждого периода ослабления рубля инфляция будет повышаться, однако укрепление рубля не будет оказывать на разогнавшуюся инфляцию значительного понижательного воздействия. Таких проблем с «залипанием» цен не должно возникать при меньшей амплитуде колебаний курса валюты (скажем, до 10% от минимума до максимума).

Для России данный аспект плавающего курса рубля особенно актуален в связи с тем, что **год назад мы вступили в эру волатильных цен на нефть** (в связи с резко активизировавшейся борьбой за мировой энергетический рынок мало кто ожидает стабильных цен на нефть в ближайшие годы; масштабные колебания нефтяных цен в последние месяцы – яркое тому подтверждение), **беспрецедентно высокой в истории современной России внешнеполитической напряженности и,**

вероятно, снижения интересов инвесторов к развивающимся рынкам (и, в частности, БРИКС³). В этой связи, особенно в результате столь неприятного стечения обстоятельств в последние полтора года, вероятно дальнейшее снижение доверия экономических агентов к российской финансовой системе, и **подрыв веры в саму возможность в среднесрочной перспективе добиться низкой (менее 5%) инфляции в России** – ведь для этого нужна и внешнеполитическая стабильность, и более комфортные для рубля цены на нефть, и решение фискальных проблем неинфляционными способами – и всё это одновременно, и на протяжении нескольких лет подряд. Но насколько такой сценарий реалистичен?

Николай Кондрашов

Реальный сектор

4. Август не принес сильного изменения сложившихся негативных трендов

Августовские опросы Росстата говорят о пока слабой реакции промышленности на летнее снижение нефтяных цен и падение курса рубля. При этом замедление роста прибыли и негативная оценка общей экономической ситуации сказывается на ухудшении инвестиционной динамики. Это снижает возможности перехода реального сектора и экономики в целом от стагнации к росту.

Появившаяся статистика Росстата за июль и опросные данные за август, с одной стороны, порадовали, а с другой – огорчили. Радует то, что **августовские опросы не показали обвального ухудшения текущей ситуации и ожиданий промышленников, несмотря на летнее снижение цен на нефть и падение курса**

³ Если в Китае речь идёт о замедлении экономического роста, то в России и Бразилии официально наблюдается рецессия.

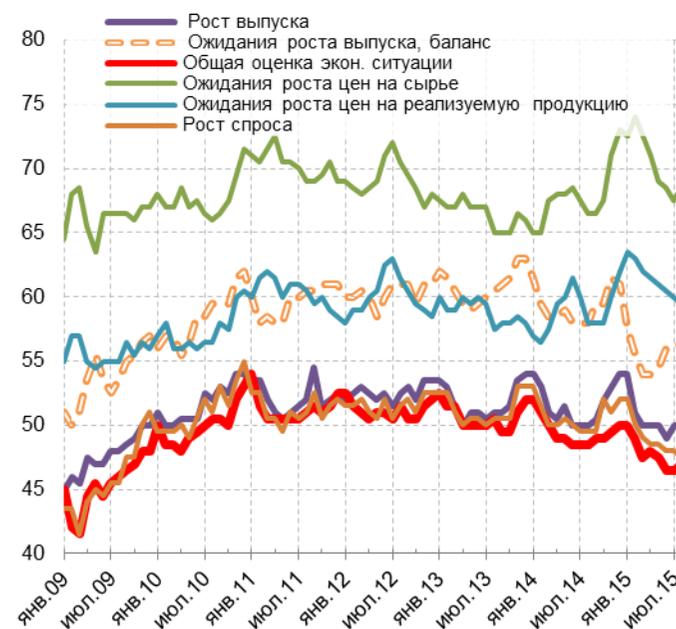
рубля. Возможно, правда, что это влияние отсрочено и проявит себя в данных за следующие месяцы. Реально уже сейчас огорчило то, что показатели финансового состояния экономики в целом и промышленности, в частности, начали заметно ухудшаться, что снизило и без того слабую инвестиционную активность.

Диффузный индекс роста выпуска в промышленности⁴ остался в августе на июльском уровне в 50 пунктов, что можно расценивать как признак стабильности объемов производства (рис. 4.1). Более того, ожидания роста выпуска на ближайшие три-четыре месяца в августе улучшились (диффузный индекс вырос на 0,5 п.п. по сравнению с июлем). Поскольку это произошло на фоне явно снижающегося спроса (рис. 4.1), остается предполагать, что **предприятия увеличивают запасы готовой продукции, все еще сохраняя надежду на оживление конъюнктуры** в обозримой перспективе.

В то же время, летнее обесценение рубля определенно сказалось на инфляционных ожиданиях: в августе непрерывно снижавшийся с февраля диффузный индекс ожиданий роста цен на сырье по данным опросов вырос на 1 п.п. При этом в августе продолжилось снижение ожиданий роста цен на готовую продукцию (рис. 4.1), что хорошо корреспондирует со снижением внутреннего спроса. Возникшие **ценовые ножницы грозят и дальше «срезать» балансовую прибыль**. Пока ее прирост по всей экономике и по промышленности в целом, хотя и снижается, но все-таки довольно значителен (в июне по данным Росстата – плюс 80% и 72% год к году, соответственно), однако в обрабатывающей промышленности ее прирост снизился с 50% (год к году) в мае до всего 7% в июне, а это уже довольно серьезно.

Общая оценка экономической ситуации в промышленности хотя и выросла с 46,5 в июле до 47 п.п. в августе, осталась ниже критического 50 уровня, указывая, таким образом, на сохранение негативной тенденции. Вместе с признаками ухудшения финансового состояния обрабатывающей промышленности это является весомым

Рис. 4.1. Динамика показателей конъюнктурных опросов Росстата по промышленности России в январе 2009 – августе 2015 гг., диффузный индекс



Примечание. Диффузные оценки = сумма долей опрошенных в %:
 1. подтверждающих рост показателя в данном месяце или ожидающих его увеличение в ближайшие три-четыре месяца;
 2. подтверждающих неизменность показателя в данном месяце или ожидающих его неизменность в ближайшие три-четыре месяца (все с коэффициентом 0.5).

Источник: Росстат, ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

⁴ Индекс рассчитан нами по данным Росстата, обработанным ИСИЭЗ НИУ ВШЭ.

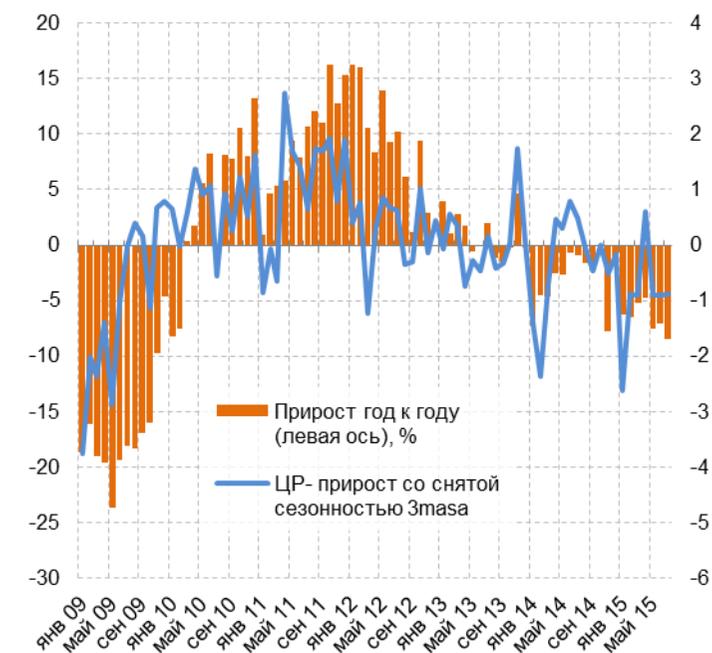
аргументом в пользу нарастания темпов падения инвестиций (рис. 4.2 и табл. 4.1).

Таблица 4.1. Прирост инвестиций в основной капитал год к году поквартально и их доля в инвестициях экономики в целом по отчётности крупных и средних компаний, %

	Доля в инвестициях экономики в целом, %		Прирост инвестиций к тому же периоду прошлого года (расчётно), %					
	1 кв. 2015	2 кв. 2015	1 кв. 2014	2 кв. 2014	3 кв. 2014	4 кв. 2014	1 кв. 2015	2 кв. 2015
Всего по экономике	100	100	5,6	2,3	3,1	-16,4	-2,1	-10,6
Сельское хозяйство	3,4	3,9	-2,1	5,6	-4,5	-4,6	10,5	-5,4
Добыча полезных ископаемых	29,3	25,6	8,5	4,8	10,7	9,9	16,5	1,7
Обрабатывающие производства в целом	20,8	19,3	2,2	14,7	-0,7	3,2	4,2	-8,7
производство пищевых продуктов	2,2	2,0	8,3	8,5	3,1	20,5	1,6	-19,6
лесохимический комплекс	0,4	0,4	12,4	33,9	-4,6	26,6	9,0	-6,9
металлургия	2,4	2,5	-7,6	-7,8	-1,5	-11,4	-14,2	0,4
машиностроение в целом	0,9	1,0	19,7	13,6	9,6	10,9	6,3	3,8
Электро- и теплоэнергетика	8,6	8,1	-0,9	0,5	-1,7	-14,1	-6,0	-32,8
Строительство	1,6	1,6	69,4	-57,3	62	-15,6	-62,6	80,6
Транспорт и связь	17,8	20,7	7,2	-6	-0,6	-15,2	-12,1	-9,9
ж/д транспорт	2,4	3,4	-11	-34	-0,3	-22,8	-15,1	2,4
трубопроводы	6,0	7,3	-1,5	21,2	16,7	20,3	-4,5	-18,9
Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги	9,1	10,4	10,2	35,3	19,1	1,7	-8,0	-15,4
Социальные услуги в целом	0,9	1,3	-13,8	-12	-10,6	-0,9	1,0	-14,5
Торговля	2,6	2,8	21,9	-9,9	-2,3	14,5	-26,9	8,3

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

Рис. 4.2. Динамика инвестиций в основной капитал по полному кругу компаний по экономике в целом, прирост к тому же месяцу предыдущего года и к предыдущему месяцу со снятой сезонностью (трехмесячная скользящая средняя – 3 маса), в январе 2009 – июле 2015гг., в %



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

По нашим оценкам, полученным на основе статистики Росстата за январь-июнь о динамике инвестиций, **во втором квартале текущего года темпы падения инвестиций крупных и средних предприятий относительно того же периода прошлого года увеличились в пять раз: с примерно 2% в первом квартале до почти 11% – во втором** (табл. 4.1).

В сельском хозяйстве и в обрабатывающей промышленности, то есть в тех секторах, где, казалось бы, есть надежда на импортозамещение, инвестиции во втором квартале сократились более чем на 5% и 8% в реальном выражении (после положительного прироста в первом квартале). При этом в пищевой промышленности падение во втором квартале достигло 19%, а в лесохимическом комплексе 7%.

В машиностроении, где устойчивый прирост инвестиций двузначными темпами наблюдался в течение всего 2014 г., в первом и втором кварталах текущего года он замедлился, до 6% и 4% год к году, соответственно (табл. 4.1). Замедление инвестиционной динамики российской экономики во втором квартале можно расценивать как самый негативный сигнал из всего спектра индикаторов, характеризующих текущую конъюнктуру. Его появление говорит о необходимости разработки дополнительных мер поддержки реального сектора, так как, судя по всему, одних лишь ценовых преимуществ, созданных снижением курса рубля, будет недостаточно для восстановления роста экономики.

Валерий Миронов, Алексей Немчик

Бюджет

5. Бюджетное правило под угрозой

Падение цен на нефть в июле-августе текущего года поставило под сомнение майский макроэкономический прогноз Минэкономразвития на 2016-2018 годы, взятый за основу при подготовке проекта Основных направлений бюджетной политики, и привело к возврату в кризисный режим, однолетнего бюджета.

В период повышенной волатильности цен на нефть их прогноз может меняться ежедневно. По состоянию на начало сентября среднегодовой прогноз цены на нефть марки URALS, равный \$50 за баррель, на 2016-2018 годы выглядит умеренно-консервативным. Вариант прогноза с ценой на нефть \$40 (по информации Ведомостей такой вариант рассматривался Минэкономразвития) можно считать стрессовым. Оценим бюджетные перспективы при таких ценах на нефть с позиций возможности финансировать возникающий дефицит в ближайшие три года. Основные параметры макроэкономического прогноза и бюджетных показателей при цене на нефть в \$50 за баррель приведены в Таблице 5.1.

Таблица 5.1. Макроэкономический прогноз и бюджетные показатели при цене нефти \$50 за баррель

	2014	2015	2016	2017	2018
Цена на нефть Urals, \$/барр	97,6	50,0	50,0	50,0	50,0
Среднегодовая инфляция	7,8	15,9	8,2	7,0	5,5
Курс доллара, руб./\$	38,0	61,6	63,6	69,1	68,9
Доходы федерального бюджета, млрд руб.	14 497	12 789	12 917	13 821	13 660
Расходы по бюджетному правилу, млрд руб.	14 832	15 215	15 865	16 651	14 518
Баланс, млрд руб.	-335	-2 426	-2 948	-2 830	-858
Баланс в % к ВВП	-0,5	-3,2	-3,8	-3,3	-1,0
Источники финансирования дефицита, в том числе:					
Ценные бумаги, млрд руб.			810	692	641
Средства Резервного фонда, млрд руб.			2 138	299	
Дефицит ресурсов, млрд руб.				1 838	217

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

По сравнению с проектом ОНБП, доходы бюджета при цене на нефть \$50 в 2016 и 2017 годах сокращаются примерно на 1 трлн руб., в 2018 году – более чем на 2 трлн руб. Расходы на 2016 и 2017 гг. соответствуют показателям из проекта ОНБП на 2016-2018 годы, рассчитанных на основе запланированных на ближайшие два

Рис. 5.1. Динамика расходов федерального бюджета в реальном выражении при цене нефти Urals 50 долл./барр. (2014 г. = 100)



Примечание: Объем расходов за 2014 год уменьшен на 1 трлн руб., соответствующих объему ОФЗ переданному АСВ.

Источник: расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

года расходов (на основе «нижней границы» бюджетного правила). На 2018 год расходы соответствуют доходам бюджета при базовой цене на нефть плюс 1% ВВП. Дефицит федерального бюджета в 2015-2017 годах превышает 3% ВВП, в 2018 году снижается до 1% ВВП.

Как может быть профинансирован такой дефицит? Основных источников два: средства Резервного фонда и государственные заимствования на внутреннем и внешнем рынках. В проекте ОНБП на 2016 год предусмотрены государственные заимствования в объеме 810 млрд руб. (после отрицательных величин в 2015 году). Если эти оптимистические планы реализуются, средств Резервного фонда хватит, чтобы профинансировать бюджетный дефицит в 2016 году, на начало 2017 года объем фонда составит 300 млрд руб. Если предположить, что сальдо операций на внутреннем и внешнем долговых рынках окажется нулевым (тоже неплохой результат), средства Резервного фонда иссякнут уже в 2016 году, к тому же уже в 2016 году для финансирования дефицита придется где-то найти еще 500 млрд руб. В драматичном 2017 году, при наличии государственных заимствований, после расходования остатков Резервного фонда для финансирования бюджетного дефицита потребуется изыскать еще 1,8 трлн руб. При отсутствии заимствований, а заодно и Резервного фонда, потребуются 2,8 трлн руб. Дефицит ресурсов сокращается до 200 млрд руб. в 2018 году, но только лишь за счет резкого снижения расходов федерального бюджета (ничто не будет подпирать их снизу.) Динамика расходов федерального бюджета в неизменных ценах представлена на Рис. 5.1. При формальном соблюдении бюджетного правила, в 2018 году расходы федерального бюджета снижаются к уровню 2014 года (более чем на 25%), это снижение происходит неравномерно, к 2017 году оно составляет 17%.

Как видно из данных Таблицы 5.1 и Рис. 5.1, особенно остро проблема нехватки ресурсов для финансирования бюджетного дефицита встает в 2017 году, в 2018 году придется столкнуться с резким сокращением расходов. Проблема нехватки финансовых ресурсов может быть решена тремя способами. Можно использовать

ликвидные средства Фонда национального благосостояния, переведя их в Резервный фонд, прибегнуть к эмиссионному финансированию или модифицировать бюджетное правило (отказаться от бюджетного правила). Сразу отметим, что мы противники эмиссионного финансирования. Если предположить, что цена на нефть \$50 за баррель является не временным явлением, а new normal на среднесрочную перспективу, разумно было бы отказаться от требования устанавливать расходы в соответствии с уже запланированными. Это позволило бы использовать средства Резервного фонда, а возможно и Фонда национального благосостояния, для сглаживания траектории снижения расходов, а не для экстренного латания дыр.

В заключение посмотрим, что произойдёт с бюджетными доходами и дефицитом при цене нефти \$40 за баррель. Соответствующие данные приведены в Таблице 5.2.

Таблица 5.2. Макроэкономический прогноз и бюджетные показатели при цене нефти \$40 за баррель

	2014	2015	2016	2017	2018
Цена на нефть Urals, \$/барр	97,6	50,0	40,0	40,0	40,0
Среднегодовая инфляция	7,8	15,9	9,3	7,3	6,2
Курс доллара, руб.	38,0	61,6	77,7	81,9	80,1
Доходы федерального бюджета, млрд руб	14 497	12 789	12 434	13 070	12 894
Расходы по бюджетному правилу, млрд руб.	14 832	15 215	15 865	16 651	13 763
Баланс, млрд руб	-335	-2 426	-3 431	-3 580	-869
Баланс, в % к ВВП	-0,5	-3,2	-4,3	-4,2	-1,0
Источники финансирования дефицита, в том числе:					
Ценные бумаги, млрд руб.			810	692	641
Средства Резервного фонда, млрд руб			2 437		
Дефицит ресурсов, млрд руб			184	2 888	228

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

Данные Таблицы 5.2 не приносят ничего качественно нового в наш анализ. Можно отметить лишь то, что средства Резервного фонда при сохранении бюджетного правила заканчиваются в 2016 году даже при оптимистичных предположениях о государственных заимствованиях.

Таким образом, действующее бюджетное правило не позволяет обеспечить плавную траекторию расходов федерального бюджета при перманентно низких ценах на нефть. Бюджетное правило придется изменить, используя ресурсы Резервного фонда и ФНБ для плавной адаптации расходов к более низким уровням доходов.

Андрей Чернявский

Финансовая Статистика Банков

Динамика кредитов предприятиям и средств предприятий
(прирост год к году), в %



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

Предприятия продолжили замещать валютные кредиты рублёвыми

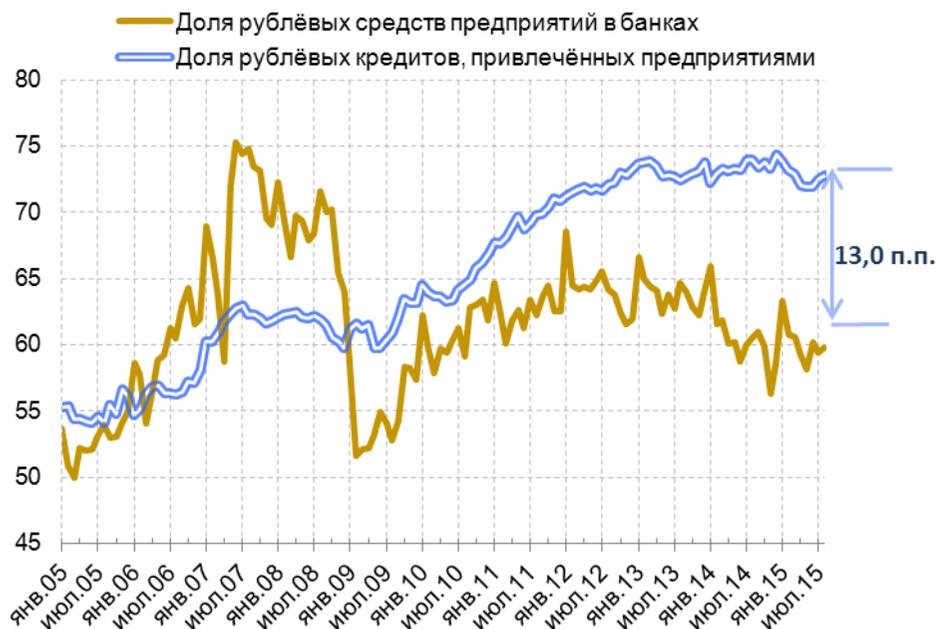
Задолженность российских предприятий нефинансового сектора экономики перед отечественными банками в июле выросла на 0,5%⁵. При этом частные банки нарастили свой совокупный кредитный портфель⁶ на 0,3%, а государственные – на 0,6%. В результате прирост кредитов «год к году» в целом по системе составил 8,2%, снизившись по сравнению с июньским уровнем сразу на 1,1 п.п.

Обращает на себя внимание, что второй месяц подряд компании переводили валютную задолженность в рублёвую. Так, в июне-июле объём рублёвых кредитов вырос на 276 млрд руб., а валютных – сократился на 3,8 млрд долл. Таким образом, можно говорить о том, что с начала лета предприятия сделали ставку на девальвацию рубля.

⁵ Здесь и далее с учётом валютной переоценки.

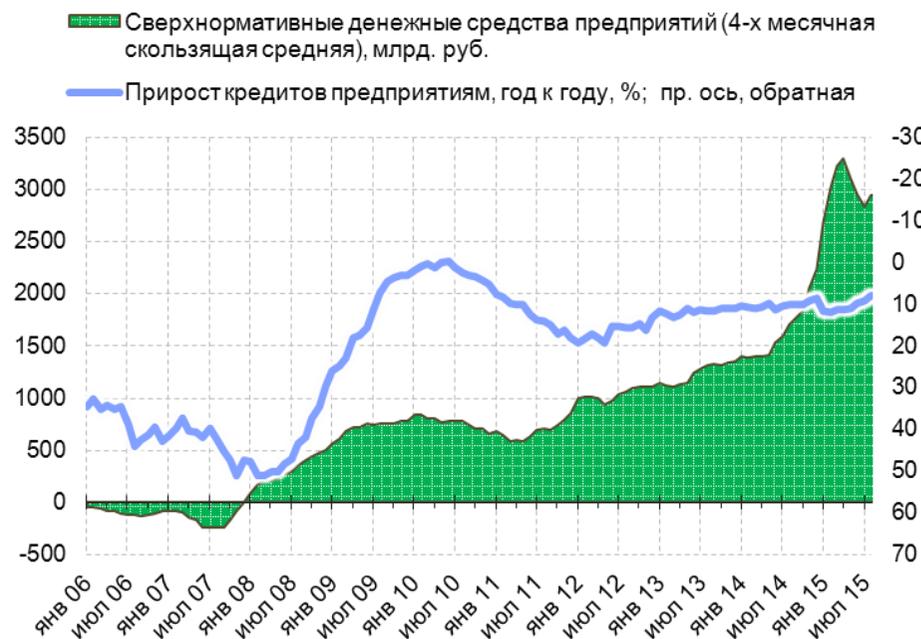
⁶ Включая вложения в долговые ценные бумаги.

Доли рублёвых кредитов и располагаемых средств предприятий, в %



Примечание. Данные приведены с исключённой валютной переоценкой.
Источник: банковская отчётность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Динамика избыточных средств на депозитах предприятий, млрд руб., и кредитов предприятиям (прирост год к году), в %



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

У предприятий стало меньше денег

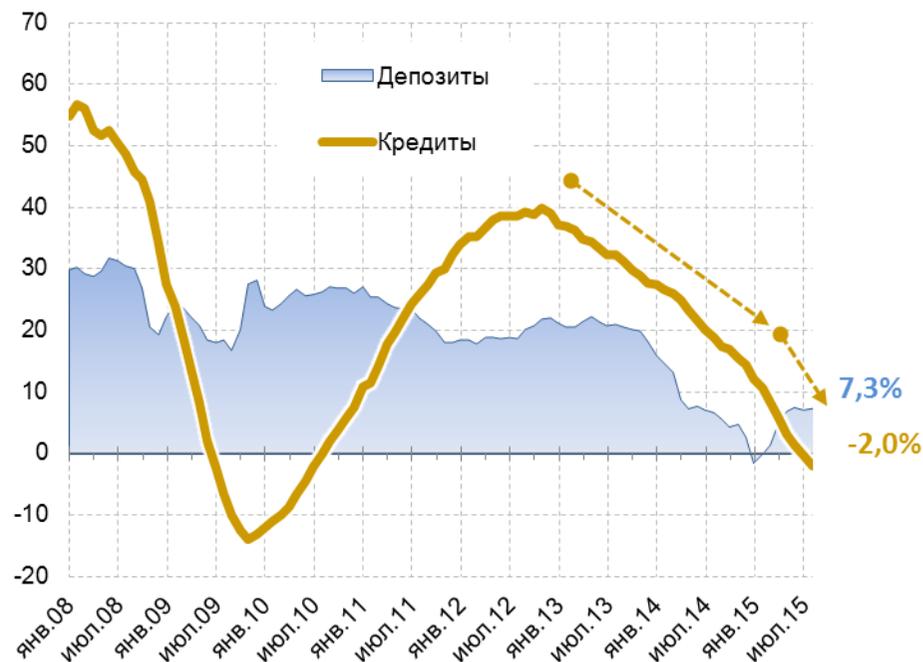
В июле остатки на счетах предприятий реального сектора экономики сократились на 1,7%. При этом снизились лишь средства на расчётных счетах (сразу на 6,6%), а депозиты, напротив, выросли на 2,3%, что вызвано как стремлением корпораций подготовиться к сентябрьскому пику выплат по внешним долгам, так и отсутствием желания инвестировать в расширение хозяйственной деятельности. В результате доля депозитов в средствах предприятий подскочила с 53,7 до рекордных 56,5%. Что касается изменения валютной структуры этих средств, то остатки на рублёвых счетах в июле снизились на 0,9%, а на валютных – на 2,7%.

Прирост средств населения в банках г/г, в %



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

Динамика депозитов и кредитов физлиц год к году, в %

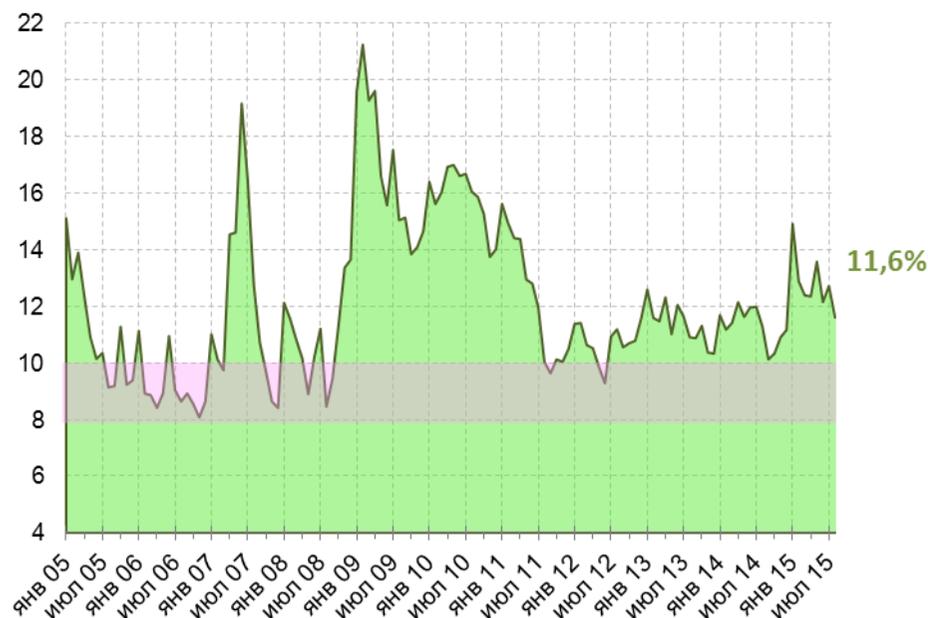


Источник: Банк России, банковская отчётность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Рынок кредитов населению продолжает огосударствляться

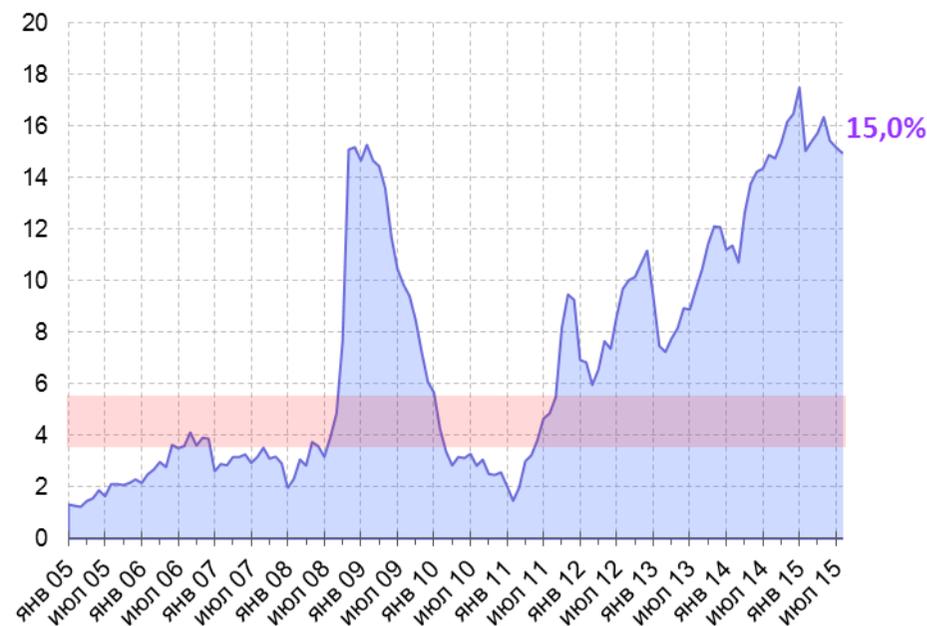
Общий объём депозитов физлиц в июле вырос на 0,7%, в результате прирост объёма средств населения «год к году» остался на уровне 7,3%. Как и месяцем ранее, рост наблюдался только в рублёвой части депозитного портфеля (1,2% м/м, темп прироста «год к году» вырос до уровня 8,6%). Валютные же вклады сократились на 0,8%, темп прироста «год к году» снизился с 4,8 до 3,7%. Объём кредитов населению сократился в июле на символические 0,1%, годовые темпы падения составили 2,0%. При этом портфель розничных кредитов частных банков сократился на 1,1%, в то время как госбанки продолжили наращивать свой портфель (+0,6% по итогам июля).

Отношение суммы требований банковской системы к ЦБ (кроме ФОРа) и остатков на корсчетах в инобанках-корреспондентах к её обязательствам, в %



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

Доля госсредств в обязательствах банковской системы, в % (без учёта субординированного кредита Сбербанку)



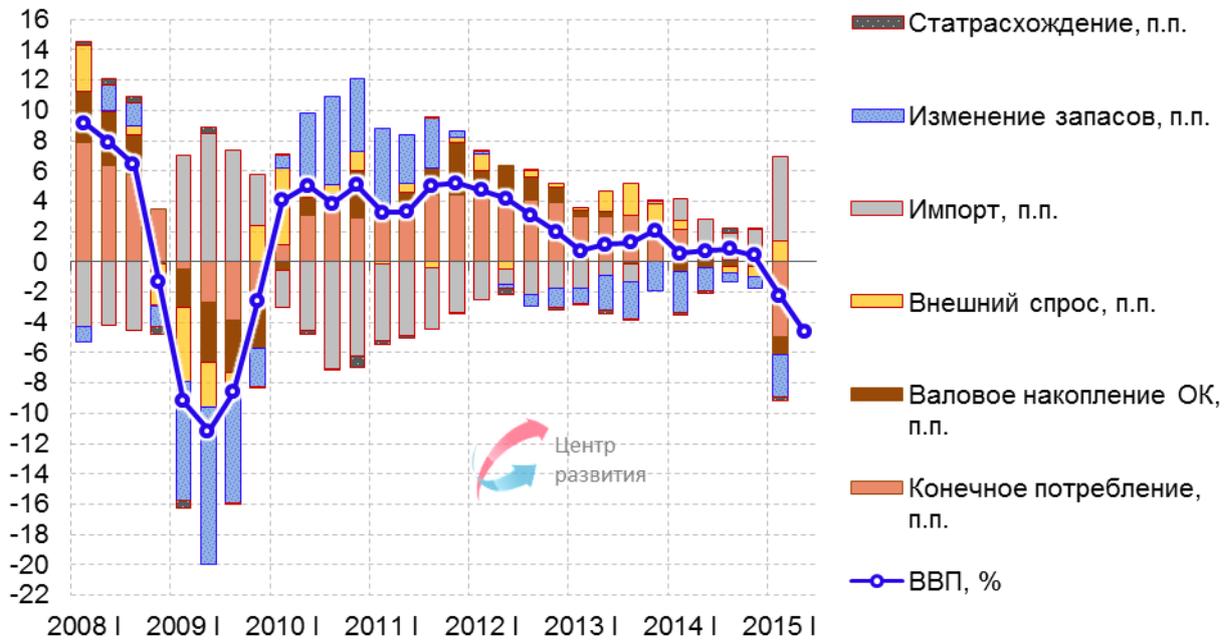
Источник: банковская отчётность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Спрос банков на рефинансирование со стороны ЦБ снизился

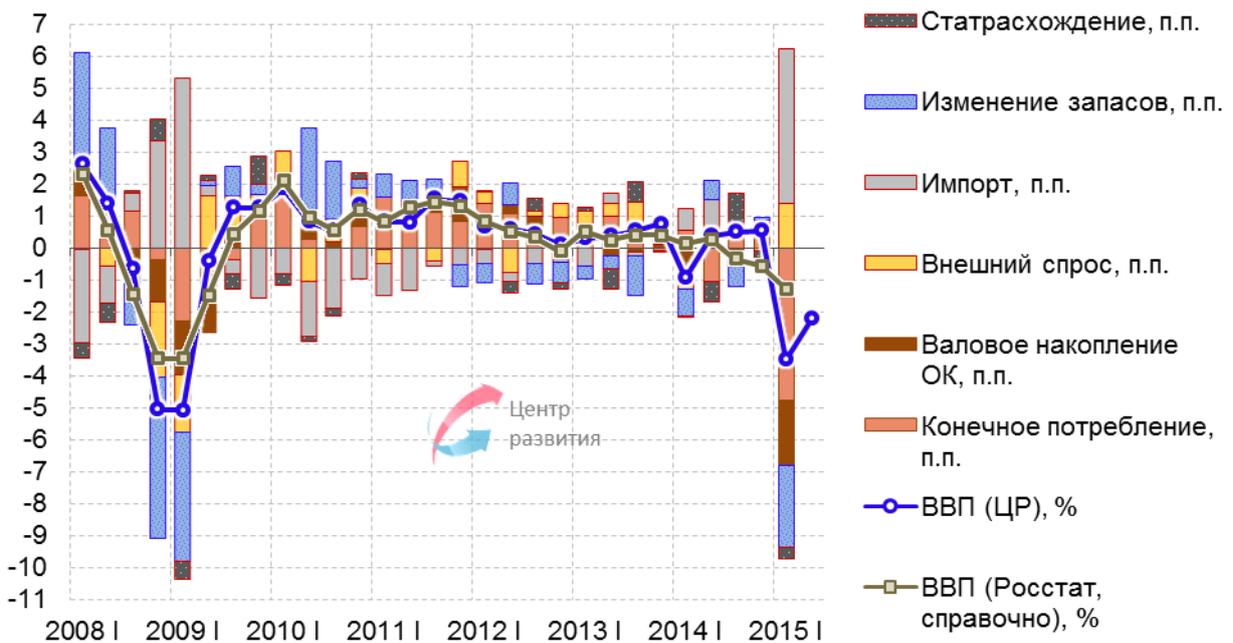
В июле уровень ликвидности, рассчитываемый как отношение суммы требований банковской системы к ЦБ (кроме ФОРа) и остатков на корсчетах в инобанках-корреспондентах к её обязательствам, снизился с 12,7 до 11,6%, продолжая находиться на высоком уровне. Подобную динамику обеспечили два фактора: валютные интервенции Банка России, а также бюджетные депозиты, которые в совокупности увеличили объём рублёвой ликвидности в банковской системе примерно на 450 млрд руб. На этом фоне доля средств ЦБ в обязательствах коммерческих банков сократилась с 12,7 до 12,1%.

Экономика в «картинках»

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

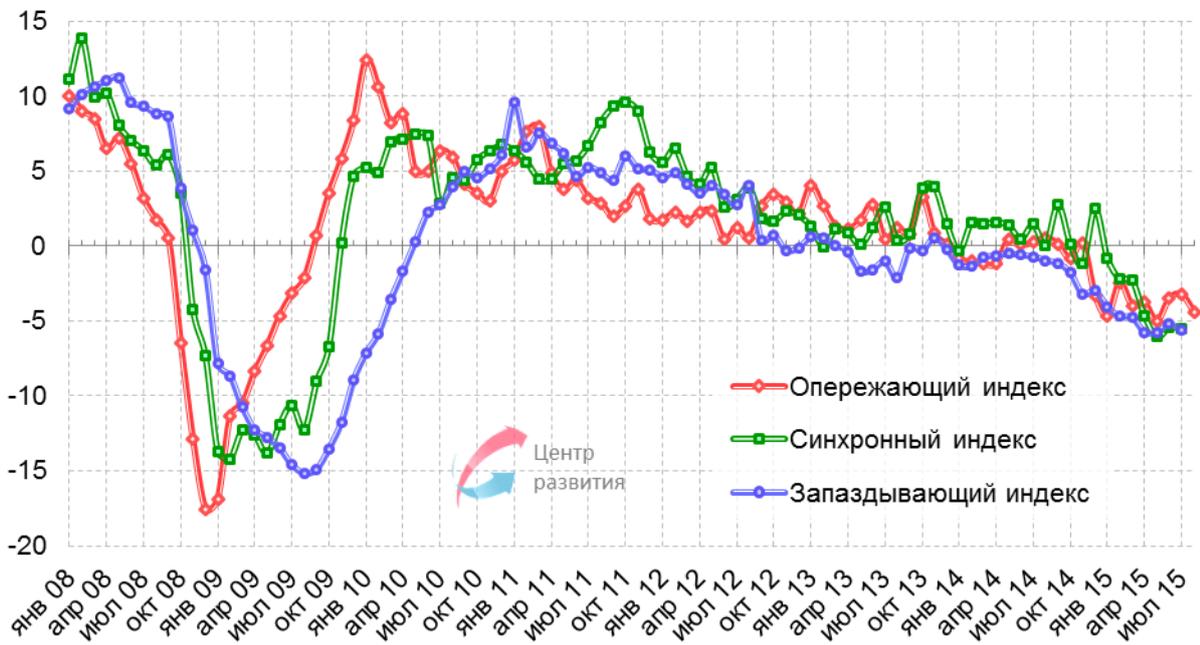


Динамика ВВП и вклад в неё составляющих по виду спроса (прирост к предыдущему кварталу, сезонность устранена)



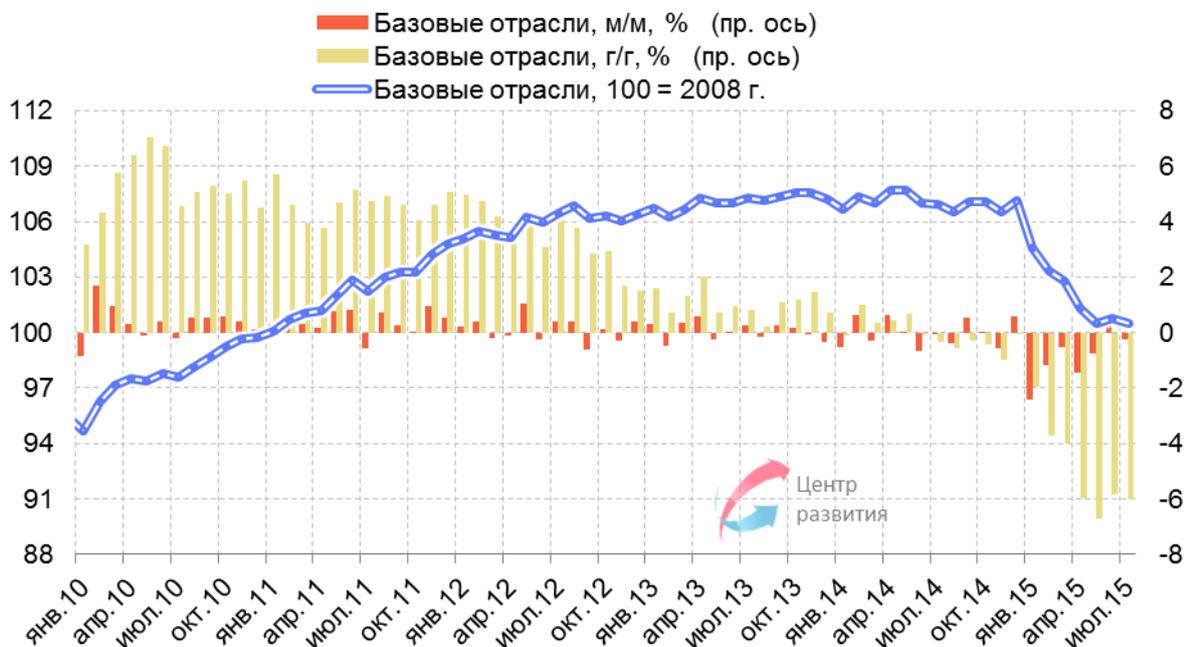
Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



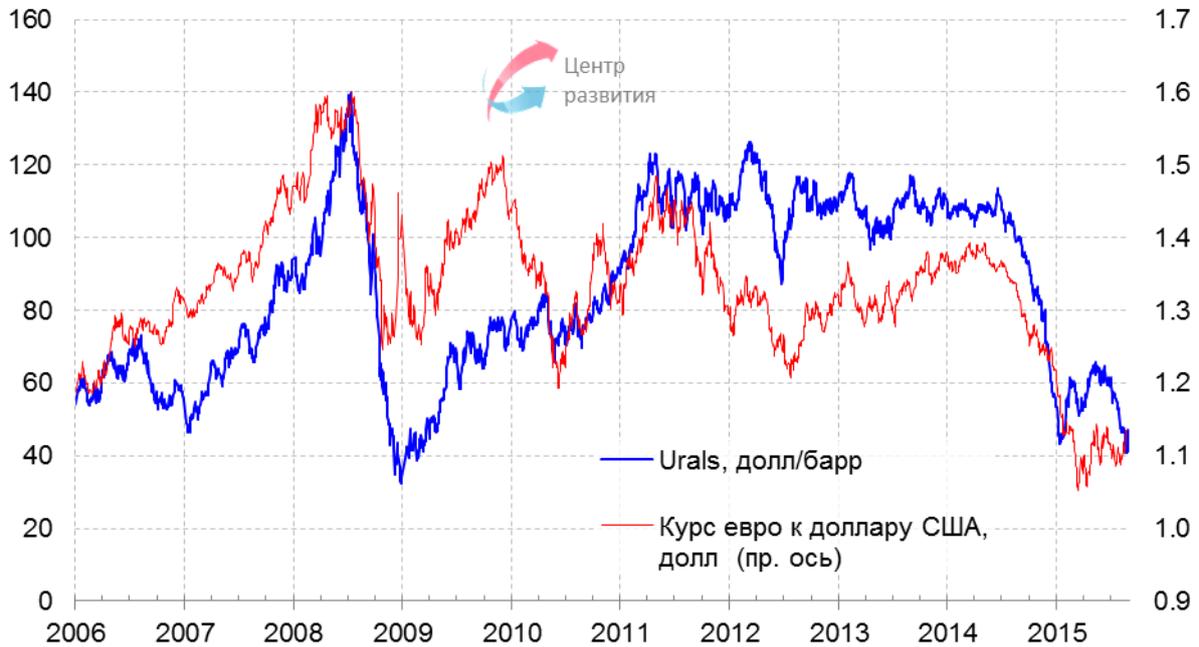
Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)

NEW



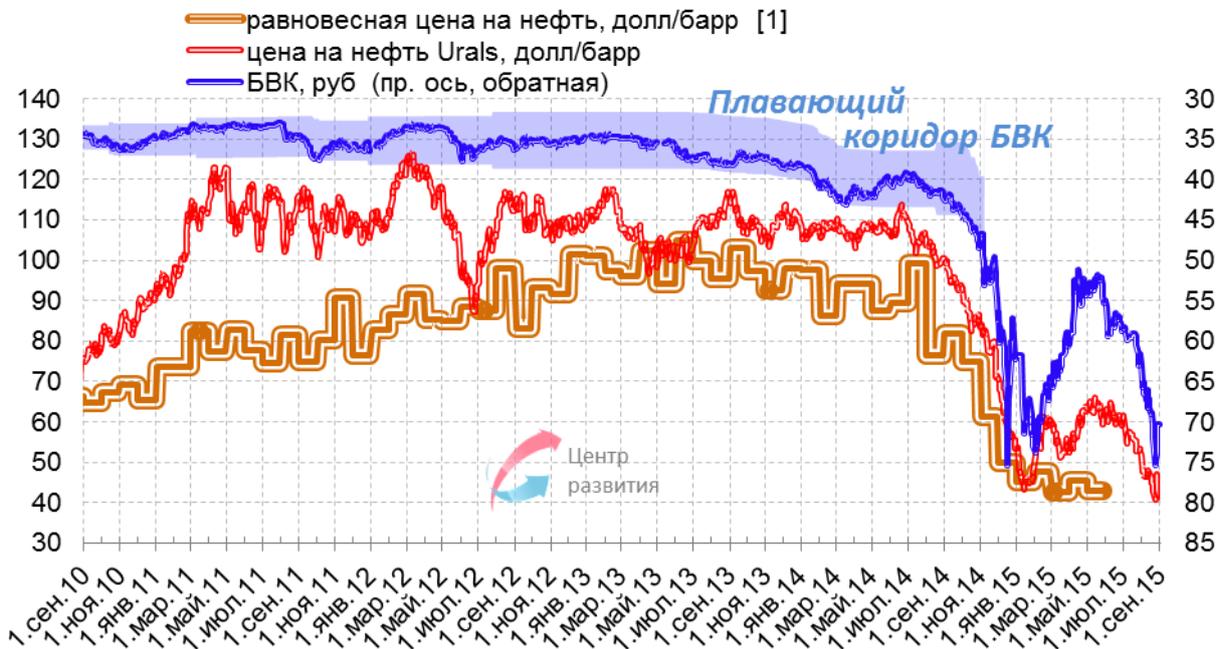
Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

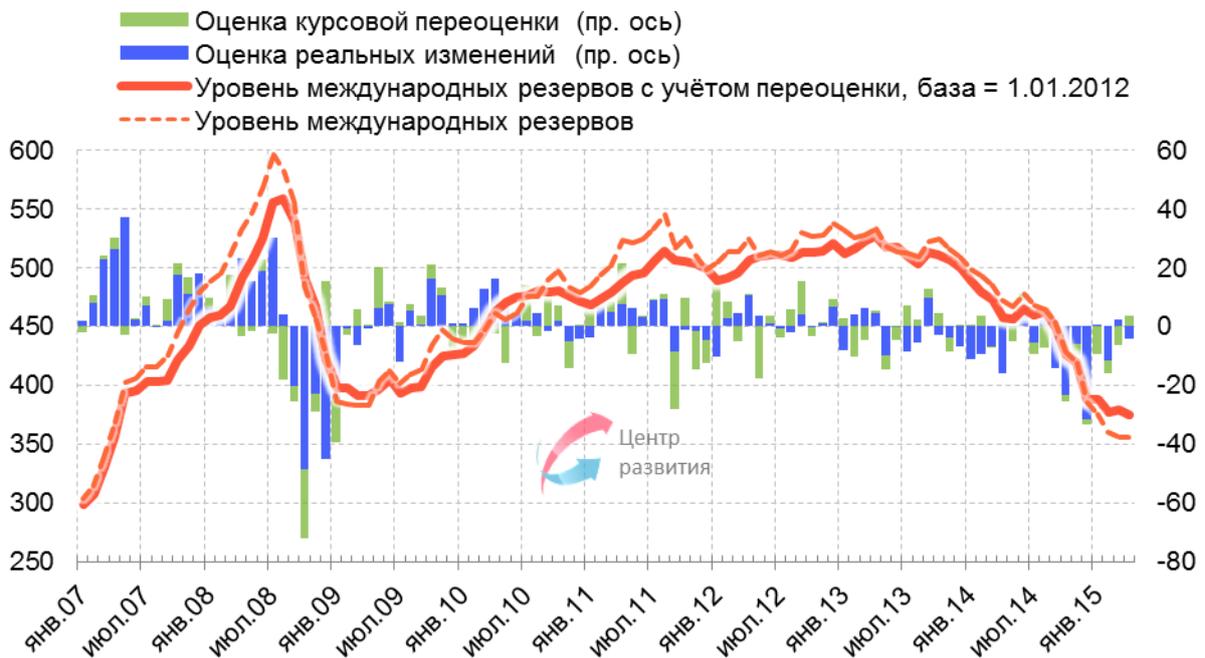
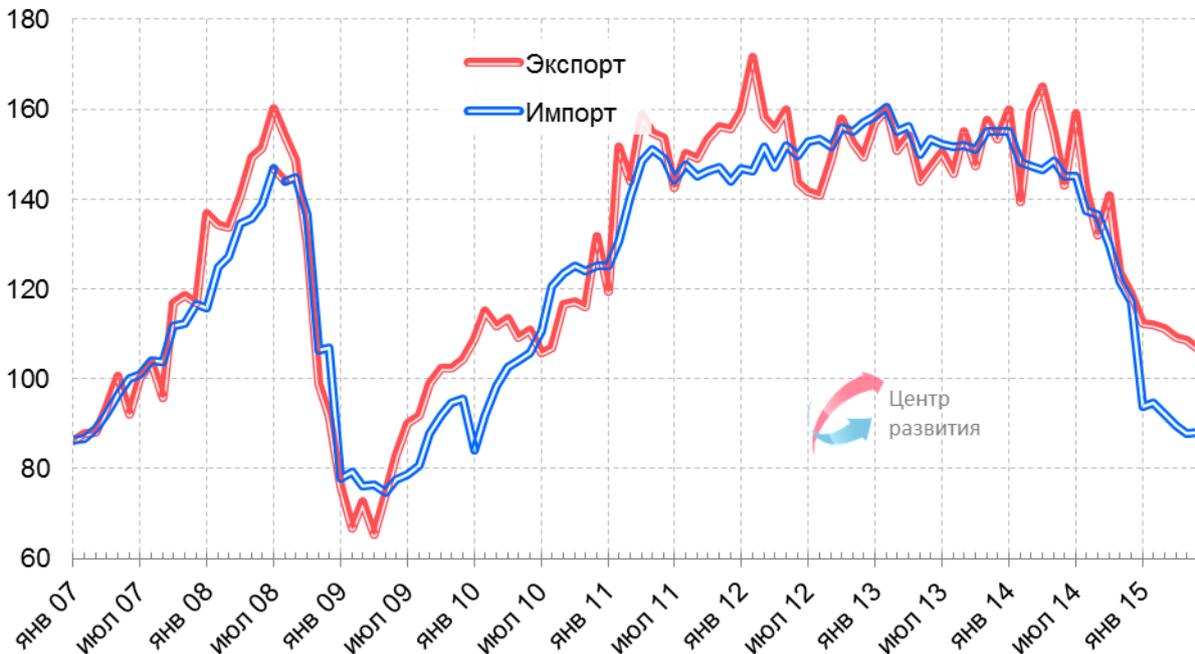


Динамика цен на нефть и курса рубля

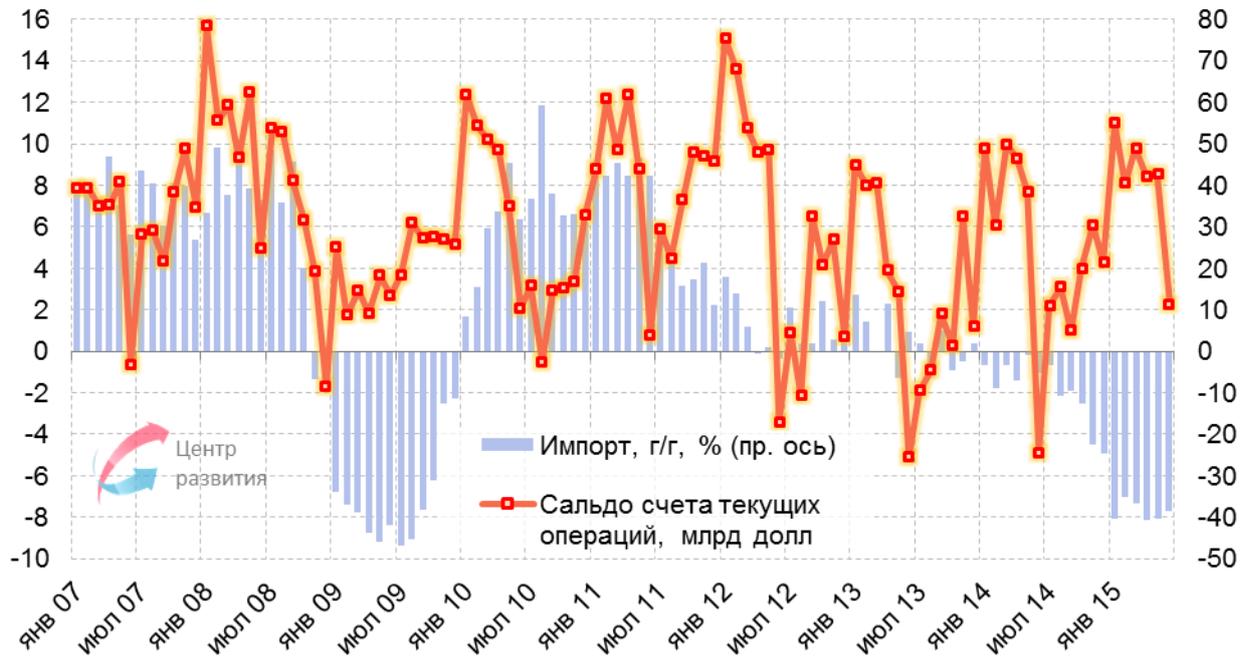
NEW



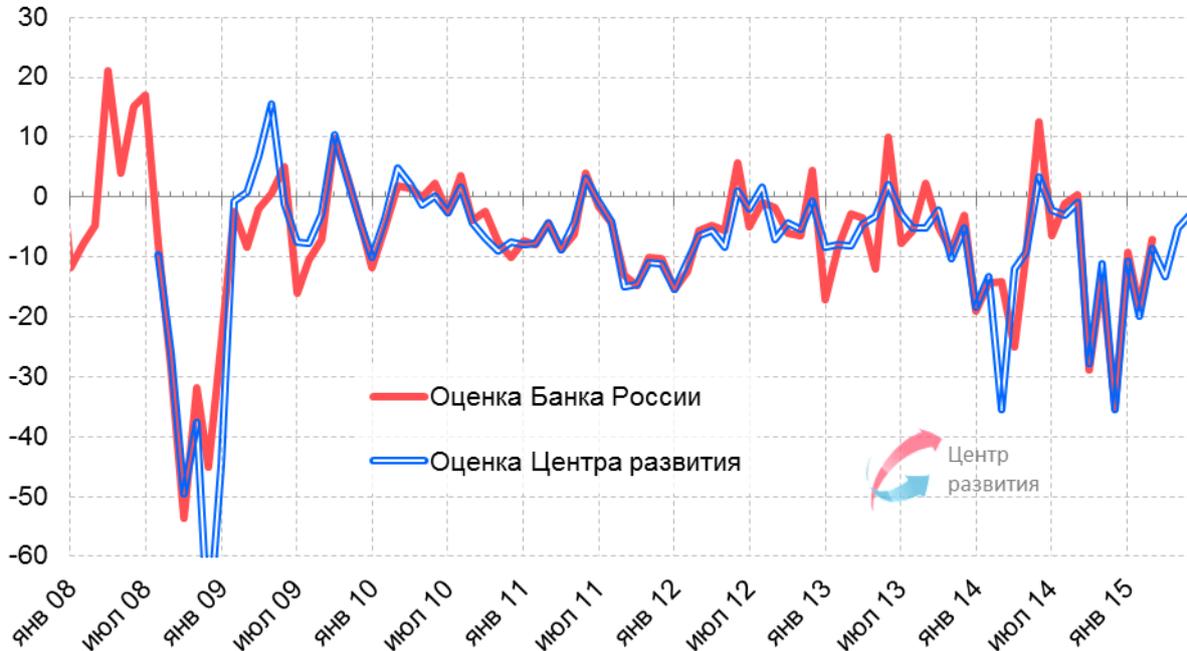
Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд долл.

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

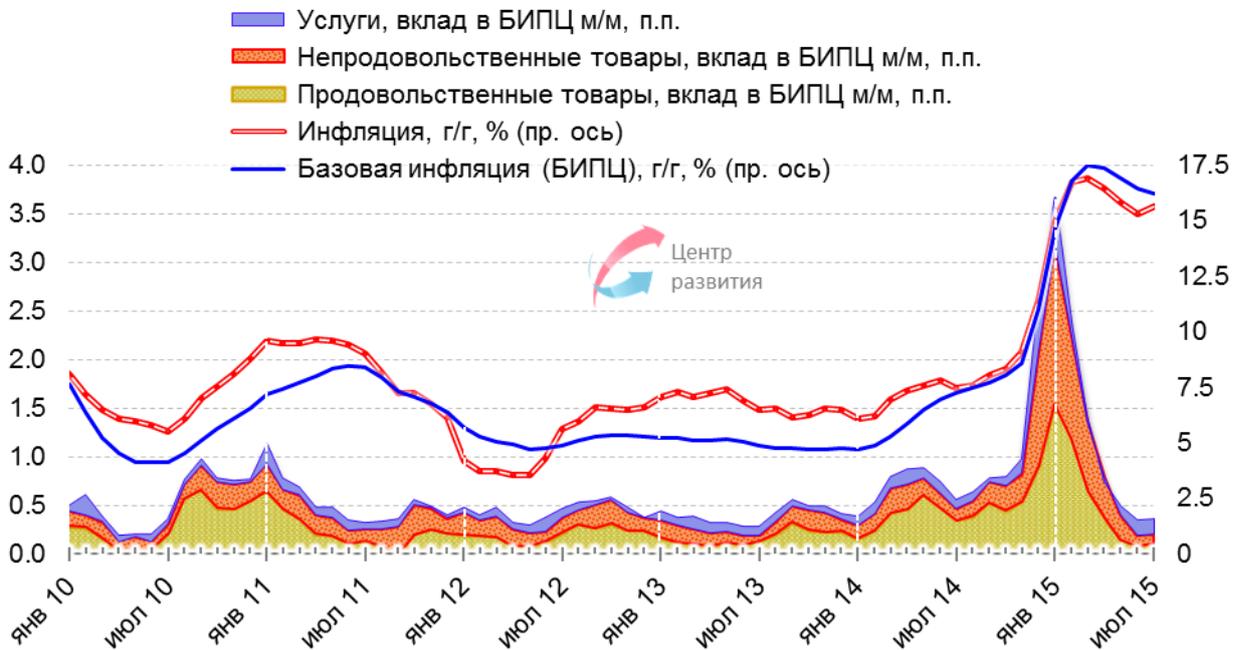
Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров^[2]



Чистый приток капитала, млрд долл.



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

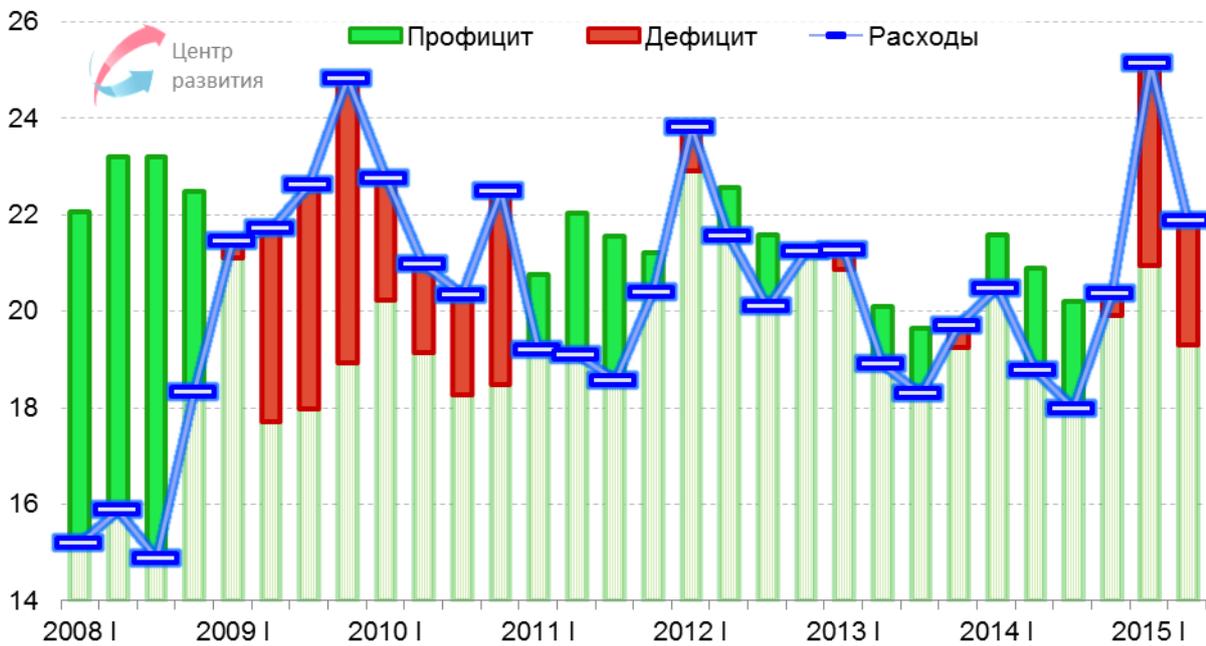


Динамика основных процентных ставок Банка России, ставок межбанковского рынка MIACR и базовой инфляции, в %

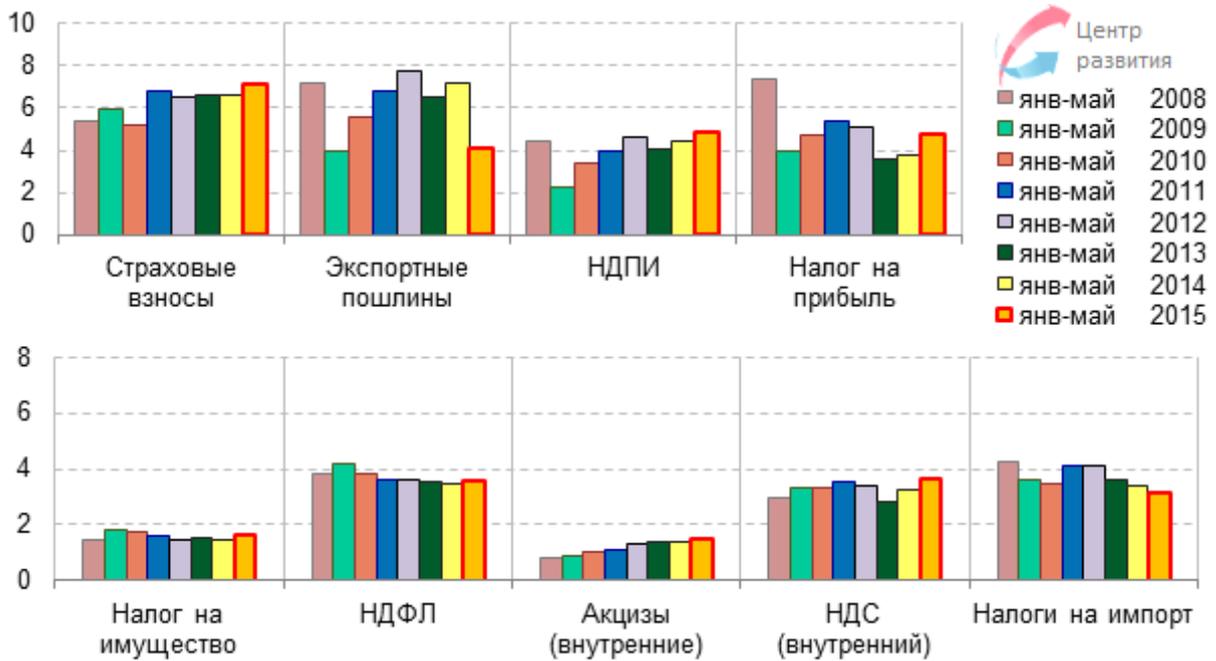
NEW



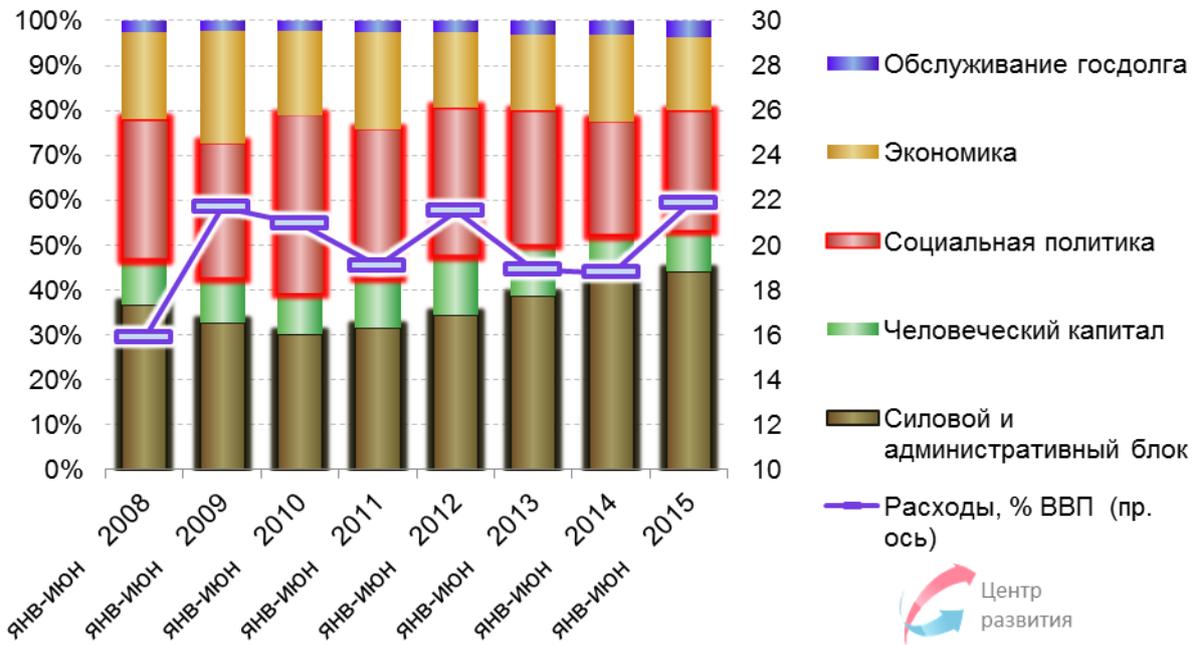
Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП



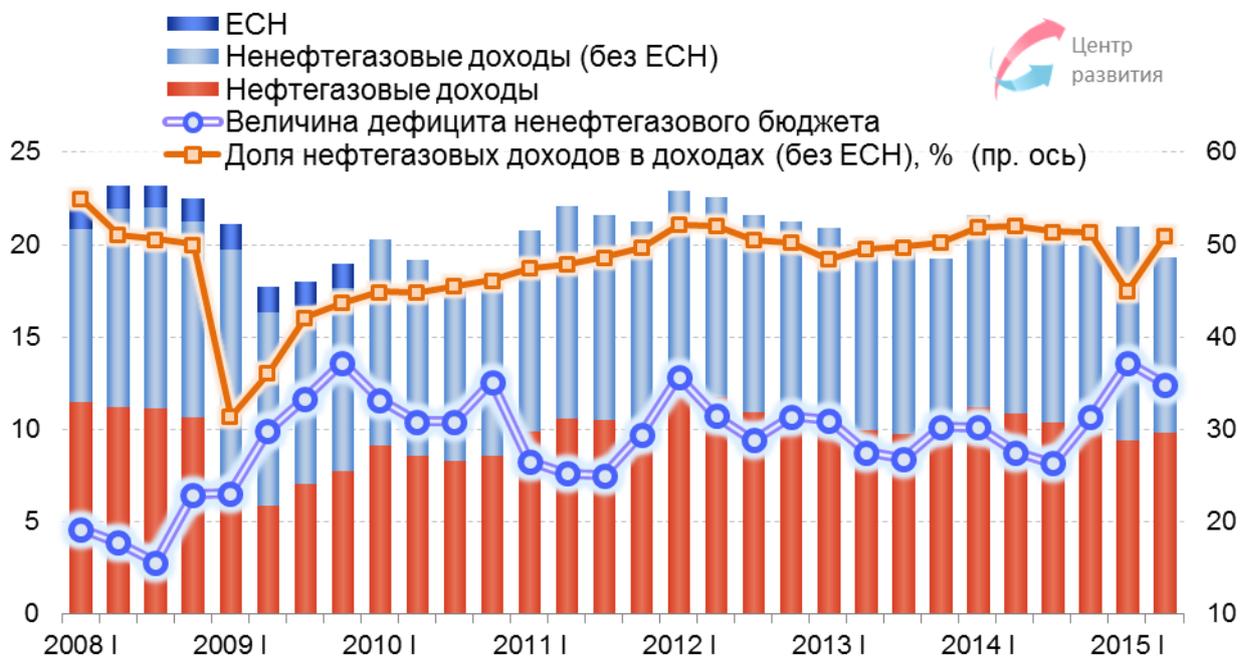
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП^[4]



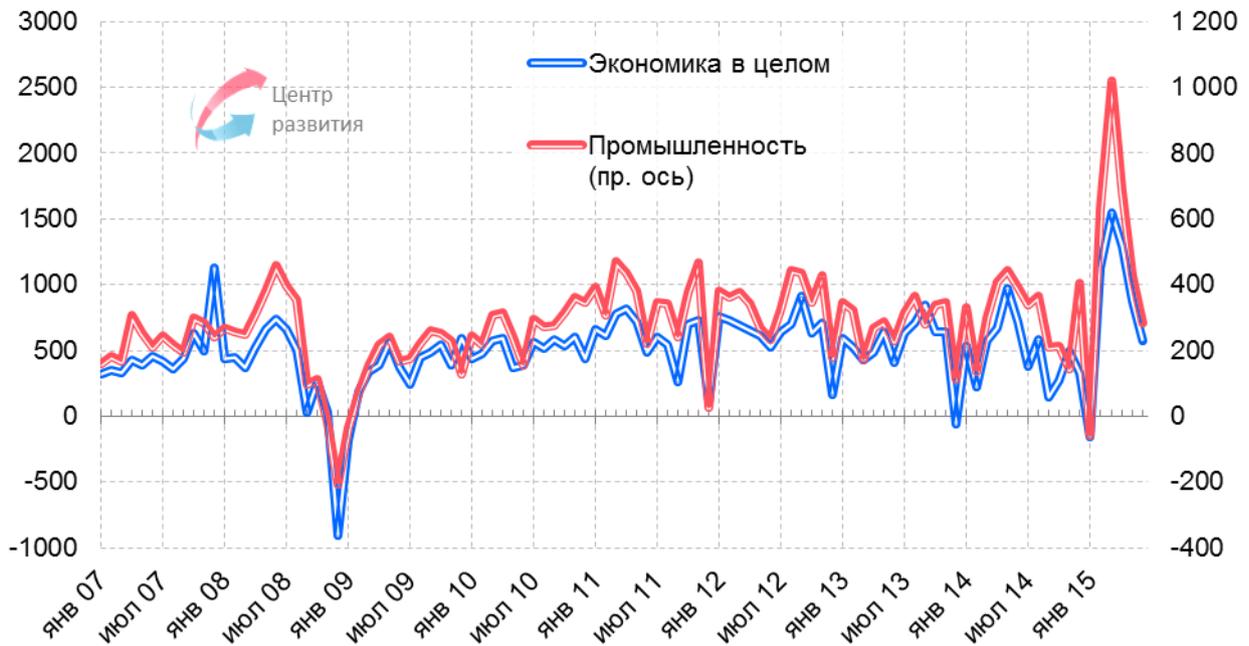
Структура расходов федерального бюджета, в %



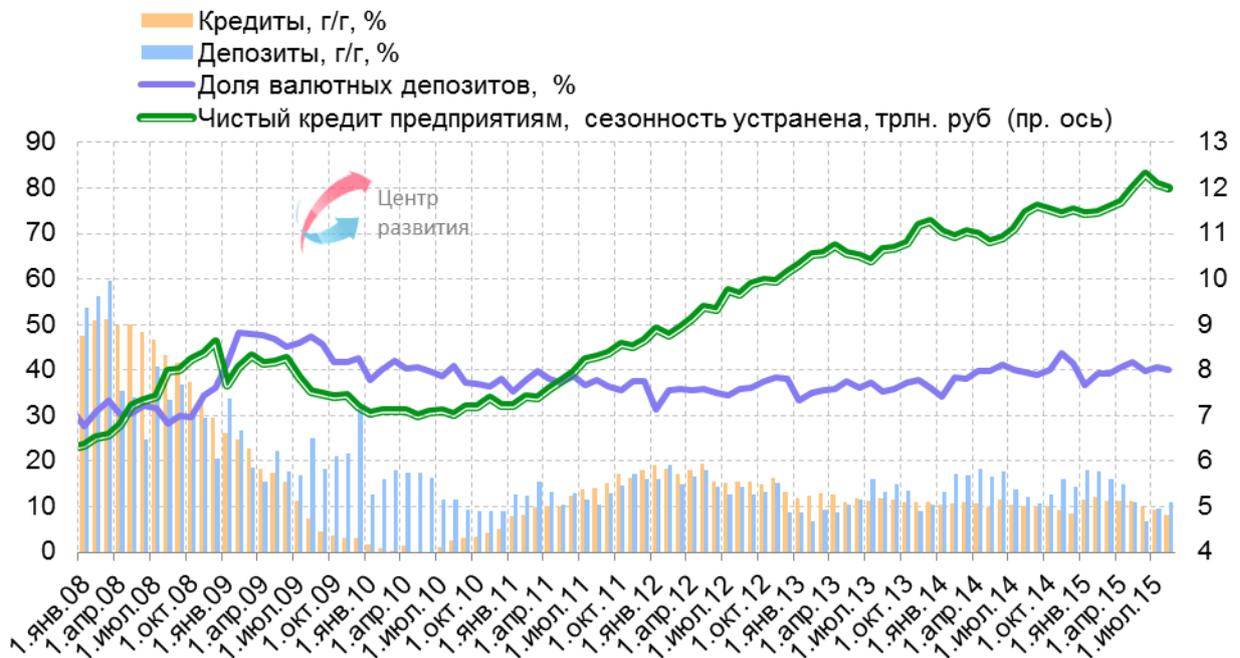
Доходы и нефтегазовый дефицит федерального бюджета, в % ВВП^[5]



Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд руб.

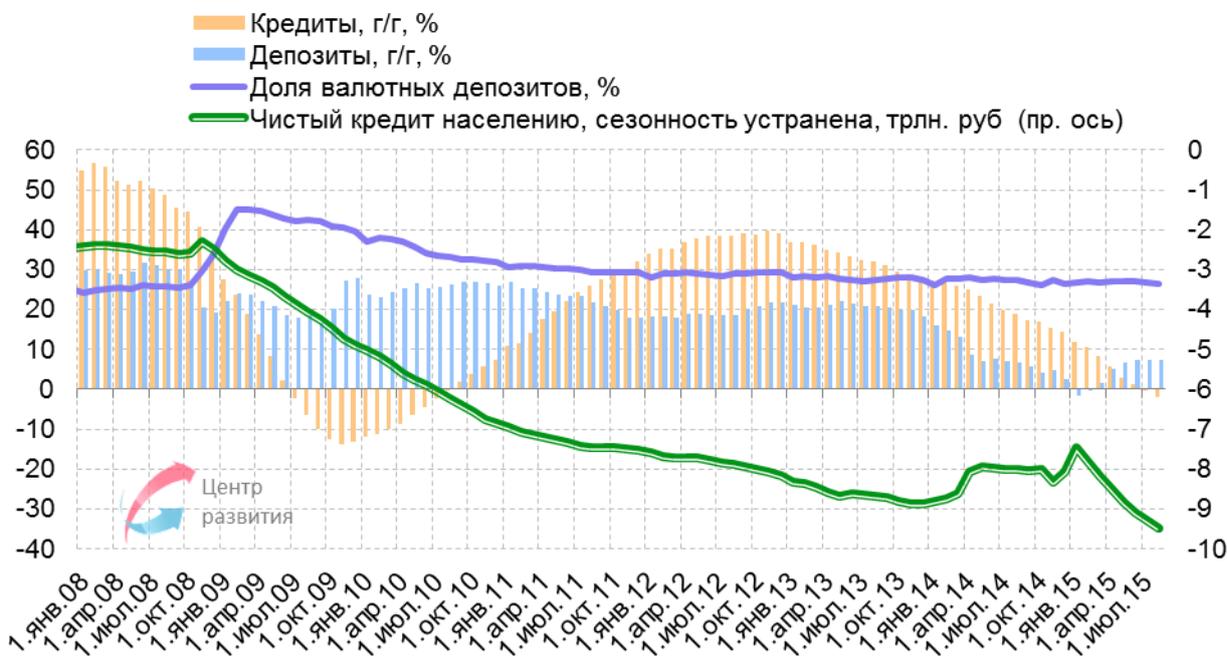


Динамика требований и обязательств предприятий реального сектора к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



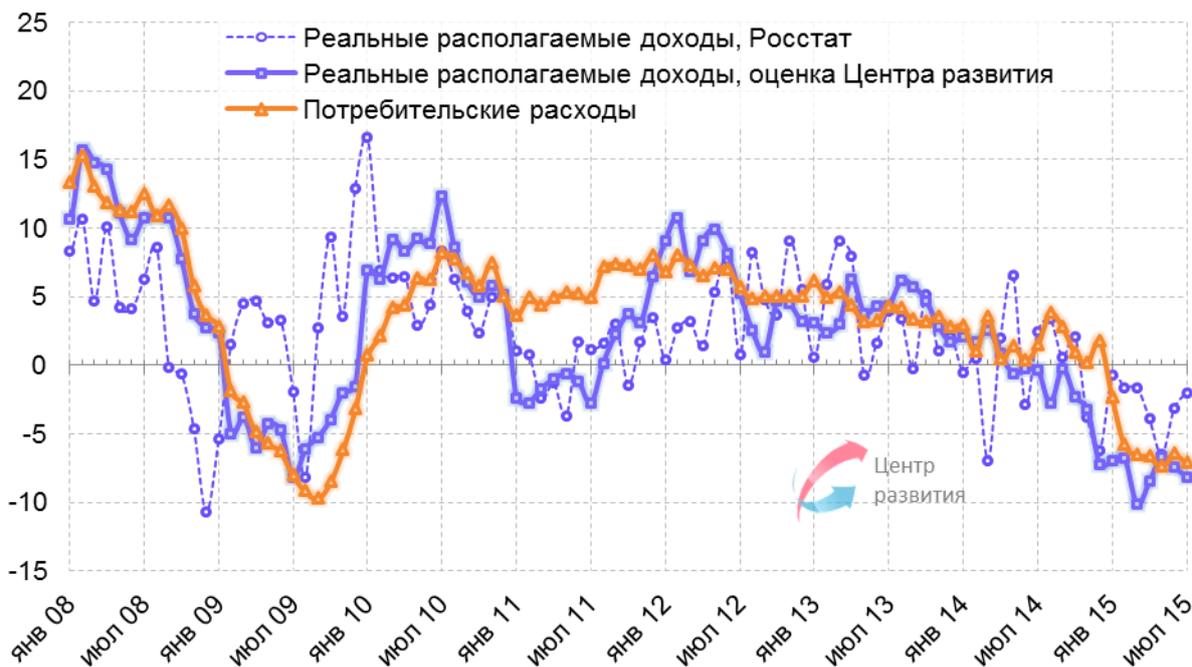
Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)

NEW



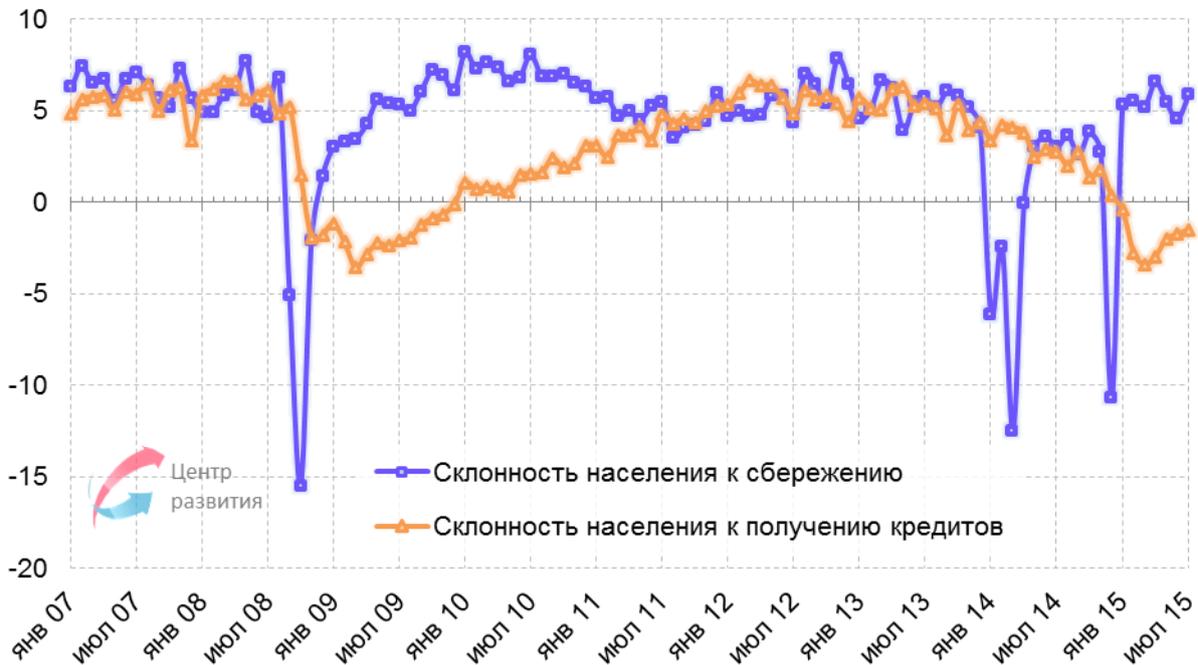
Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



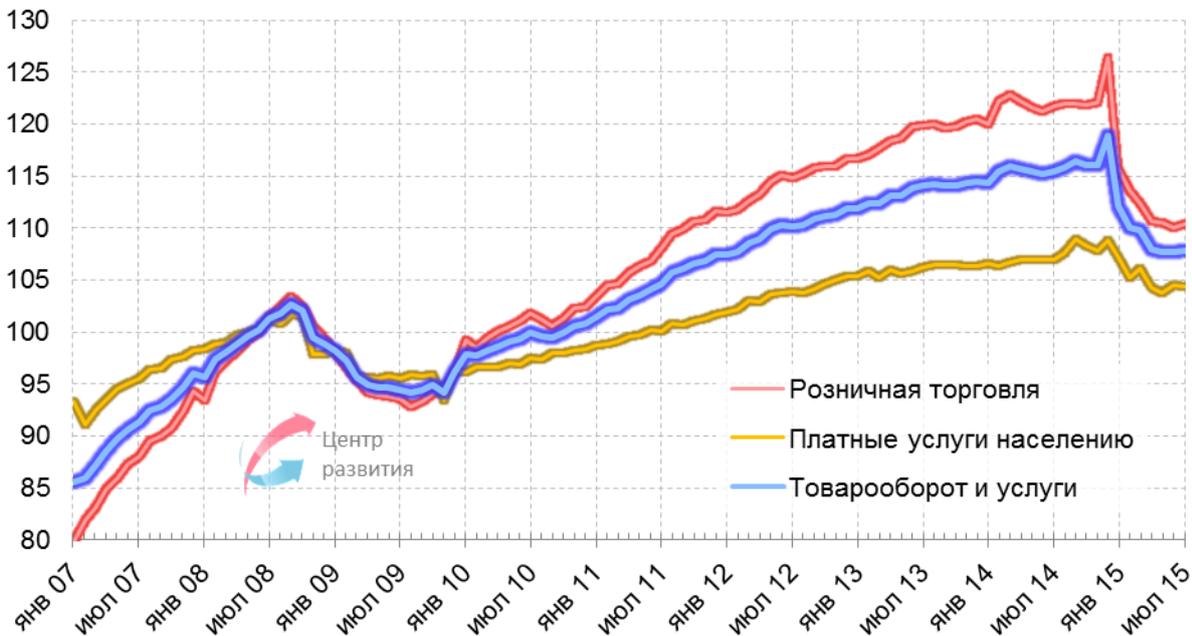
**Склонность населения к сбережению и к получению кредитов
(в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития**

NEW



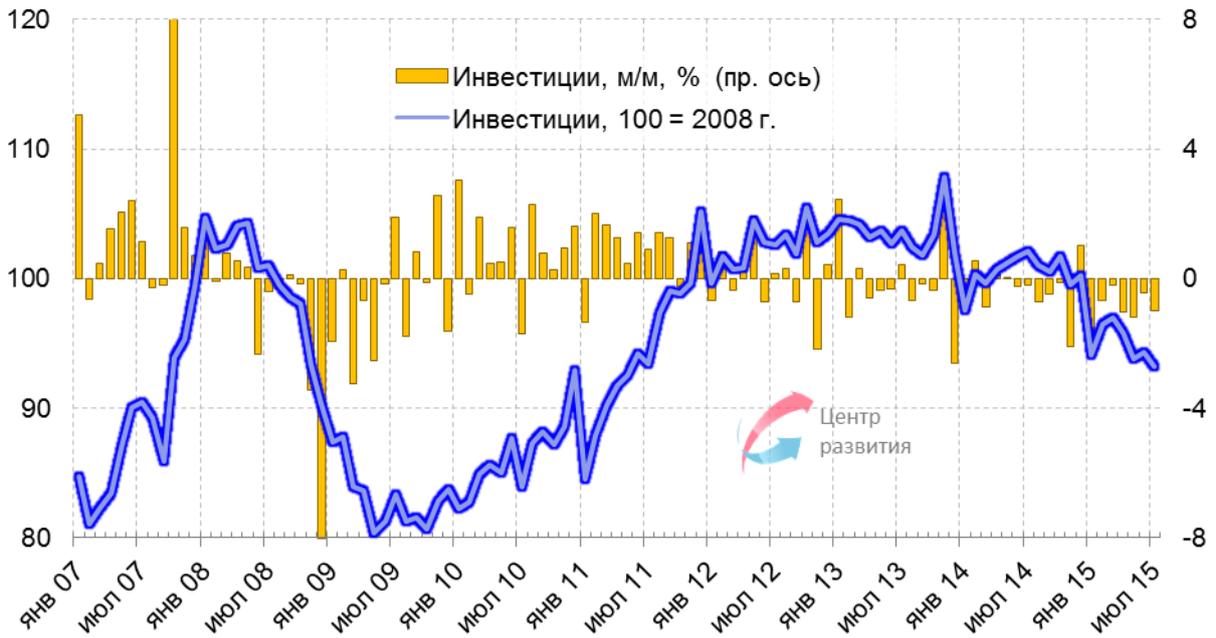
Динамика товарооборота и платных услуг населению (сезонность устранена, 100=2008 г.)

NEW

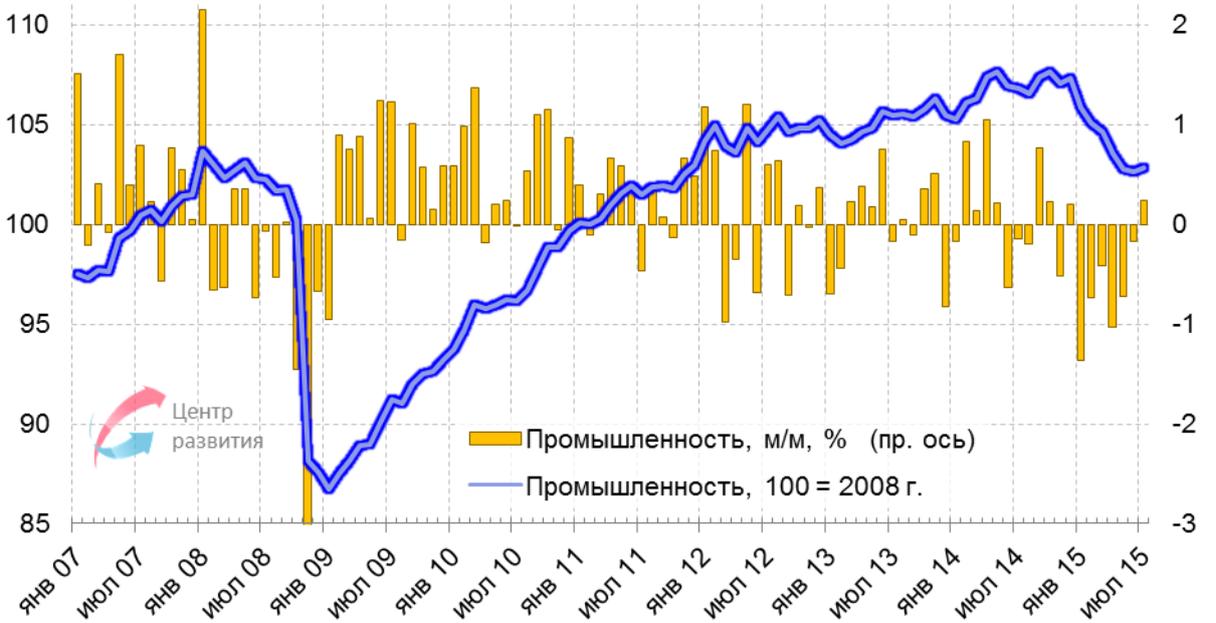


Динамика инвестиций в основной капитал (сезонность устранена)

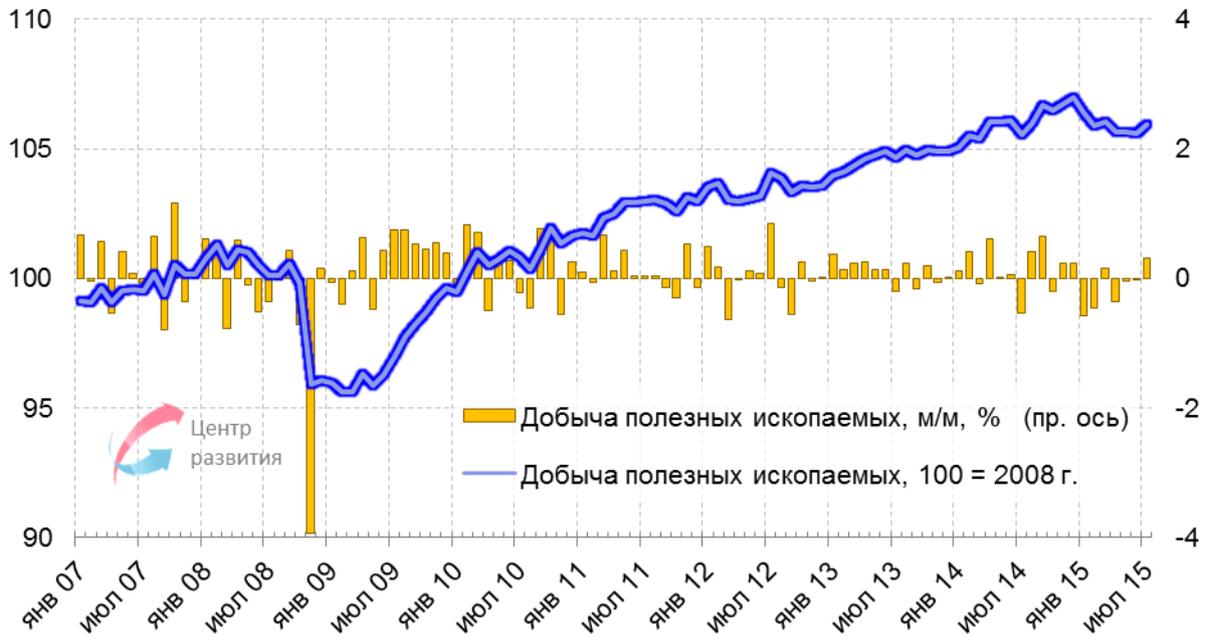
NEW



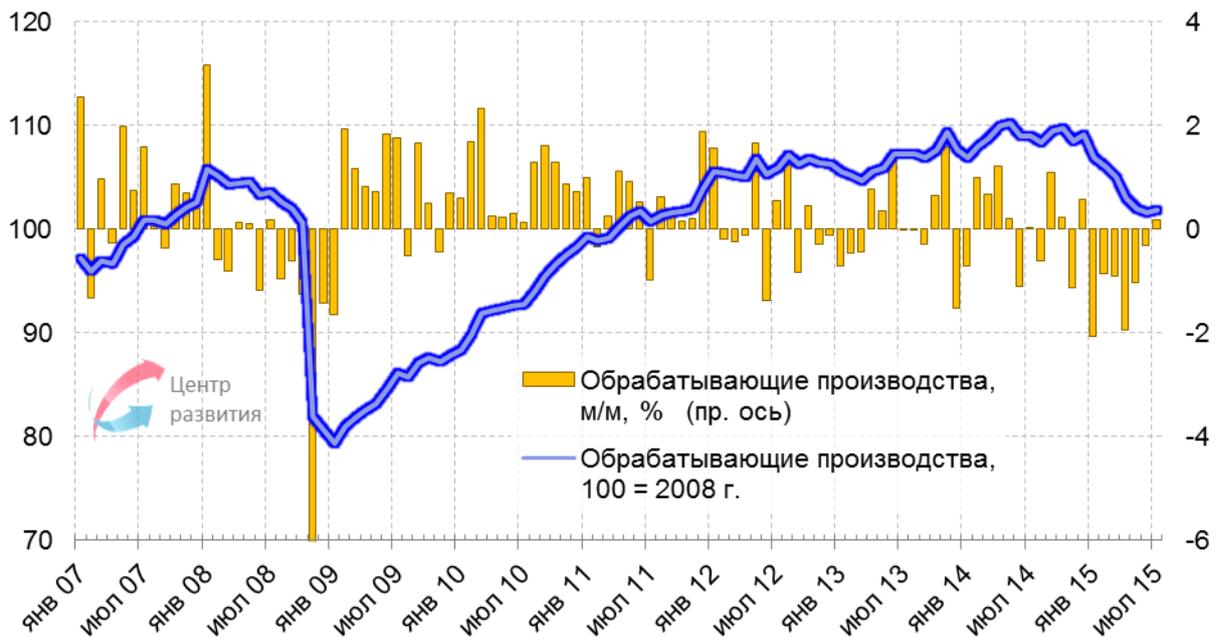
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)



Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

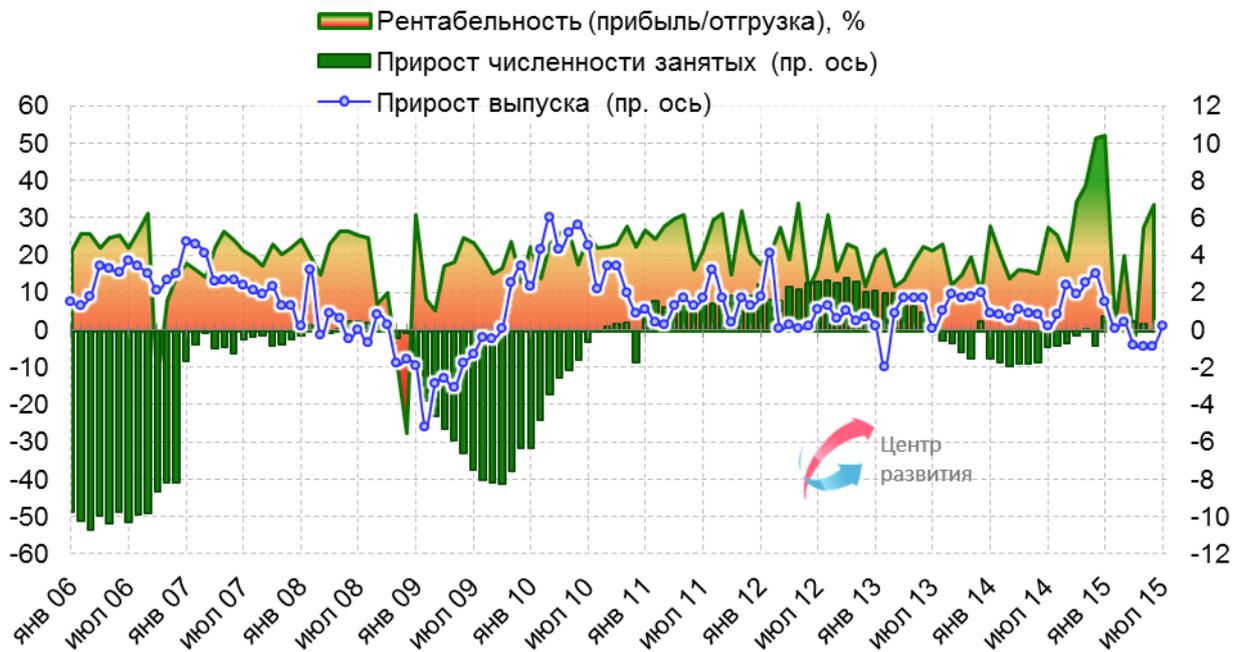


Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях (сезонность устранена)



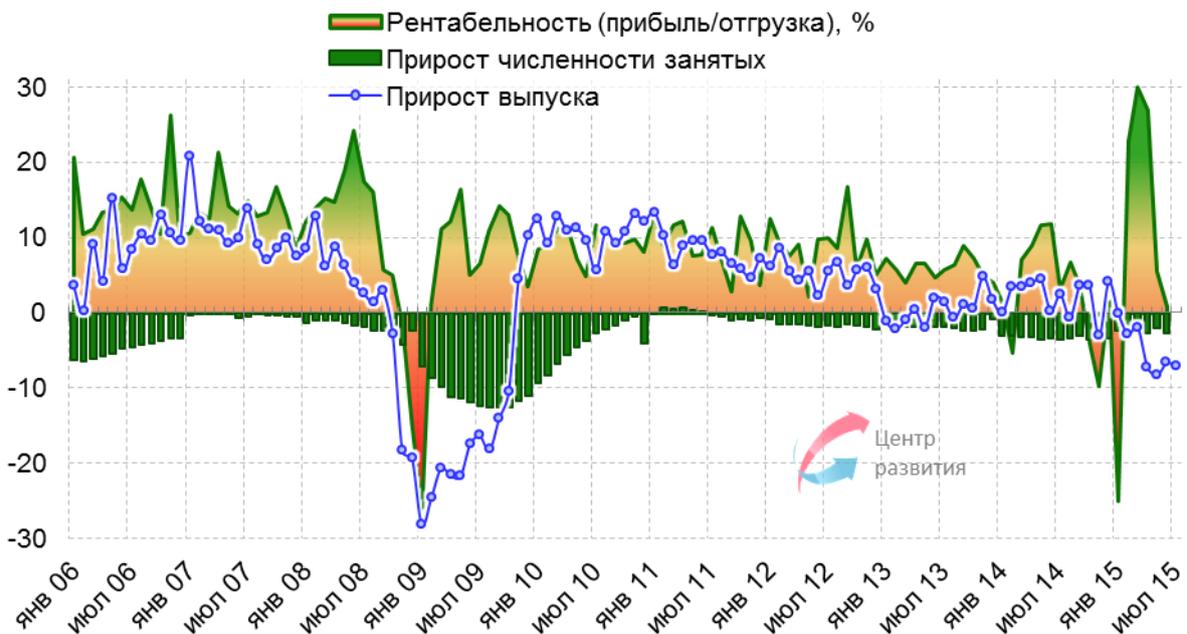
Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



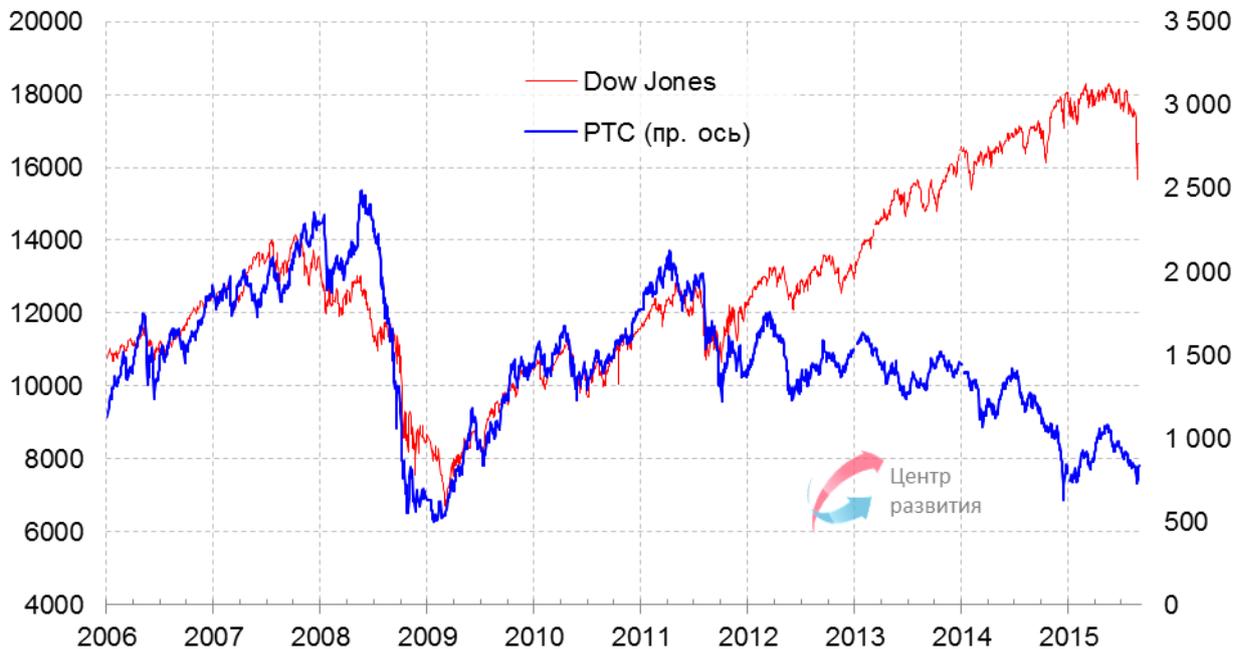
Показатели состояния обрабатывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW



Динамика фондовых индексов

NEW



КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

^[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 апреля по июнь 2015 г. и данные по импорту и экспорту товаров за июнь 2015 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

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 2015 году