



# Комментарии о Государстве и Бизнесе

135

15–26 июня 2017 г.

## КОММЕНТАРИИ

МАКРОЭКОНОМИКА	Рост в мае преувеличен
РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	Плюсы и минусы промышленной конъюнктуры
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС	Вслед за нефтью
БЮДЖЕТ	Нефтяные цены и бюджет
БАНКИ	Неключевое решение по ключевой ставке

## 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*

# Комментарии

## Макроэкономика

### 1. Рост в мае преувеличен

*Резкий рост индекса базовых видов экономической деятельности в мае 2017 г. был обусловлен статистическими проблемами индексов промышленного производства и оптовой торговли.*

**Индекс выпуска базовых видов экономической деятельности**, рассчитываемый нами на основе официальной статистики Росстата, **вырос в мае на 1,5%** относительно апреля (здесь и далее – сезонность устранена, если не указано иное), что превысило прежний позитивный тренд, начавшийся в первом полугодии 2016 г. (рис. 1.1). Сильный рост в мае был обеспечен промышленным производством (+2,8%), строительством (+2,0%) и оптовой торговлей (+1,5%). При этом другие виды экономической деятельности не продемонстрировали схожей по позитивности динамики: грузооборот (-0,1%), розничный товарооборот (-0,2%), платные услуги населению (0,4%), сельское хозяйство (-0,1%).

Впрочем, **особенности статистики по каждому виду деятельности вынуждают поставить под сомнение столь сильный рост оптимизма**. Основная причина этого – низкое качество данных по оптовой торговле и промышленному производству, которые внесли основной вклад в майский рост.

**Оперативная статистика по оптовой торговле уже давно зарекомендовала себя как бесполезная, и даже вредная для анализа**. К примеру, значение за январь текущего года было пересмотрено на 24%, в сторону повышения. А с учетом большого веса в структуре добавленной стоимости, создаваемой базовыми видами экономической деятельности (около 17%), ненадежность статистики часто приводит к значительным искажениям сводного индекса.

**Рис. 1.1. Динамика индикаторов экономической активности (100 = 2010 г., сезонность устранена)**



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

С промышленной динамикой также есть проблемы. В связи с переходом Росстата в начале года с классификатора видов экономической деятельности ОКВЭД на ОКВЭД-2 **сильно ухудшилось качество промышленной статистики**, прежде всего, в обрабатывающих производствах: респонденты, предоставляющие данные о выпуске, столкнулись с проблемой классификации сложной продукции, а Росстат – с проблемой оперативного выявления несоответствий в статотчетности. И хотя проблема носит, вероятно, временный характер, доступная промышленная статистика, агрегированная Росстатом в индексы, содержит искажения в динамике и высокую волатильность.

Если проблему качества статистики по оптовой торговле объективно трудно обойти, то **альтернативные оценки индекса промышленного производства можно получить на основе анализа объемов производства основных видов промпродукции в натуральном выражении**, данные о которых Росстат публикует вместе с данными по агрегированным индексам, рассчитанным по полному кругу продукции. По этой причине Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ<sup>1</sup> ежемесячно рассчитывает «индекс интенсивности промышленного производства» по неполному кругу продукции. Если взять за основу эту альтернативную оценку<sup>2</sup>, то историческая и текущая динамика промышленного выпуска предстаёт несколько иной, чем по агрегированным данным Росстата. Так, рост промышленного производства основных видов продукции начался лишь в первом полугодии 2016 г. (а не в середине 2015 г., как у Росстата) и носит более устойчивый характер. При этом **всплеск производства в мае** в данном случае отсутствует, **что связано преимущественно с тем, что не учитывается динамика «сомнительных» с точки зрения достоверности компонент** (а также – за счет лучшего учета календарного фактора): индекс интенсивности промпроизводства за май снизился на 0,9%.

<sup>1</sup> Отдел анализа отраслей реального сектора и внешней торговли под руководством Э.Ф. Баранова при участии В.А. Бессонова из Лаборатории проблем исследования инфляции и экономического роста НИУ ВШЭ.

<sup>2</sup> Мы использовали сезонно скорректированный индекс, без дополнительного сглаживания.

**Рис. 1.2. Динамика промышленного производства (100 = 2010 г., сезонность устранена)**



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

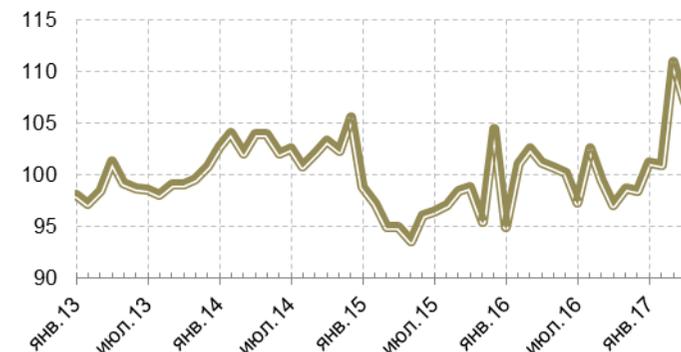
**Таблица 1.1. Динамика базовых видов экономической деятельности и инвестиций в основной капитал (прирост к предыдущему месяцу, сезонность устранена), в %**

	2016 г.		2017 г.				6 мес. к 6 мес. годом ранее	Состояние
	Дек	Янв	Фев	Мар	Апр	Май		
Сельское хозяйство	-1,7	-1,6	1,1	-0,5	0,0	-0,1	1,1	стагнация
Промышленное производство	-2,1	0,4	-1,5	1,4	0,9	2,8	1,4	стагнация
Добыча полезных ископаемых	-0,1	0,1	1,0	-0,7	2,1	0,6	2,6	слабый рост
Обрабатывающие производства	-3,6	0,8	-3,1	2,7	0,0	4,6	0,3	стагнация
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0,4	-1,1	-1,6	1,7	2,2	0,4	2,5	слабый рост
Промышленное производство (альтернативная оценка)	1,0	-1,3	2,1	-1,3	1,6	-0,9	3,2	рост
Добыча полезных ископаемых	-0,1	0,1	0,6	-1,1	0,9	0,5	2,3	слабый рост
Обрабатывающие производства	2,1	-1,4	2,6	-0,9	1,5	-2,2	3,7	рост
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-0,7	-5,2	4,1	-3,8	5,3	2,2	3,5	рост
Строительство	-6,3	-0,4	0,0	-0,4	1,8	2,0	-2,7	слабое падение
Грузооборот	0,7	2,1	-0,1	-2,9	5,2	-0,1	6,4	сильный рост
Оптовая торговля	-0,3	2,8	-0,2	9,9	-3,5	1,5	2,9	слабый рост
Розничная торговля	0,4	1,4	1,2	0,2	0,0	-0,2	-1,7	слабое падение
Платные услуги населению	-1,9	2,3	-2,3	0,4	-0,4	0,4	-0,2	стагнация
<b>Базовые отрасли</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>слабый рост</b>
<b>Базовые отрасли (альтернативная оценка)</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>слабый рост</b>
<b>Внутренний частный спрос</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>слабое падение</b>

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

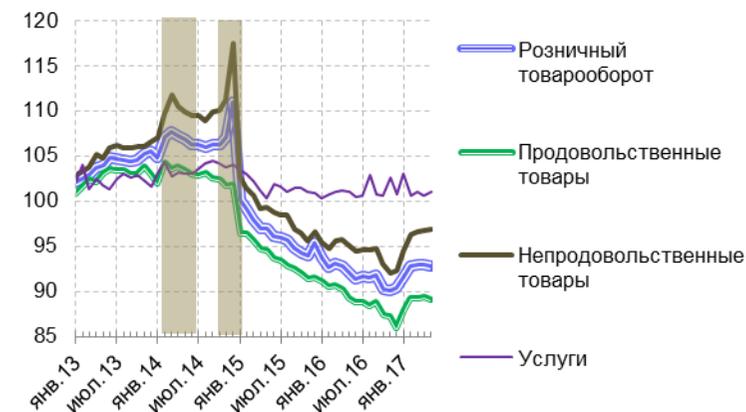
Если взять за основу индекс интенсивности производства, то **альтернативная оценка индекса выпуска базовых видов экономической деятельности указывает на рост экономической активности в мае всего на 0,1% – против +1,5% на основе индексов промышленности по полному кругу продукции.** Оценки базовых отраслей за предшествующие месяцы имеют схожую позитивную тенденцию, впрочем, во многом основанную на очень ненадежных данных по оптовой торговле, выросшей за пять месяцев текущего года на 10,5%. При этом индекс

**Рис. 1.3. Динамика оптовой торговли (100 = дек. 2011 г., сезонность устранена)**



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

**Рис. 1.4. Динамика розничного товарооборота и платных услуг населению (100 = 2012 г., сезонность устранена)**



Примечание. Коричневые области – периоды ажиотажа.

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

**внутреннего частного спроса**<sup>3</sup> в феврале-мае рос лишь на 0,2-0,3% в месяц, а розничный товарооборот в апреле-мае даже снижался, что заставляет быть осторожными в оценке текущего состояния экономики.

*Николай Кондрашов*

## Реальный сектор

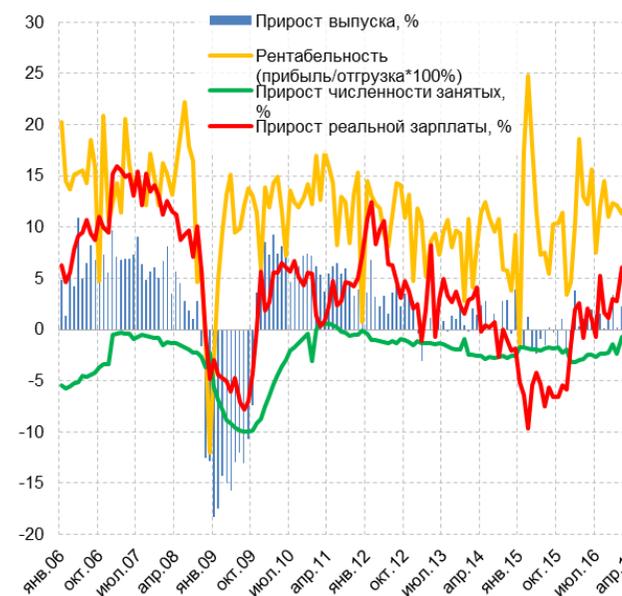
### 2. Плюсы и минусы промышленной конъюнктуры

*Резкое улучшение экономической конъюнктуры в мае, фиксируемое Росстатом, в значительной мере связано с преходящими факторами и несовершенством данных, хотя определенное улучшение ситуации в сфере потребительски ориентированных производств налицо. Для придания оживлению устойчивого характера необходим стабильный рост инвестиционной активности.*

Согласно данным Росстата, в мае произошло резкое ускорение роста промышленного производства до 5,6% год к году (рис. 2.1; против 0,7% прироста в январе-апреле), что, по оценке Минэкономразвития, привело к ускорению роста ВВП в мае до 3,1% год к году (против 0,5% в первом квартале и 1,7% в апреле).

Рассмотрим подробнее динамику промышленного производства, которое за январь-май выросло на 1,7% год к году, опережая прирост ВВП за тот же период (1,3% по оценке Минэкономразвития). В определенной мере майский скачок этого года связан с преходящими факторами: большим, чем в прошлом году, числом рабочих дней (20 вместо 19), а также необычайно холодной для этого времени года погодой, способствовавшей росту выработки электроэнергии, пара и горячей воды и добычи газа относительно того же периода прошлого года на 2,3, 9,8 и

Рис. 2.1. Динамика промышленного производства по данным Росстата, прирост год к году, в % (если не указано иное)



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

<sup>3</sup> Взвешенный индекс розничного товарооборота, платных услуг населению и строительства.

21,3% соответственно. Другая причина резкого роста – недостаточное качество данных<sup>4</sup>.

По данным Росстата, в мае объем промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов был на 3,7% выше среднегодового уровня 2014 г. На рис. 2.2 это выглядит как пробитие устойчивого «уровня сопротивления». Однако вряд ли это так. На рис. 2.2 видна высокая волатильность оценок Росстатом динамики производства относительно среднегодового уровня 2014 г., в частности, резкие подскоки в феврале и ноябре 2016 г., подобные тому, что произошел в нынешнем мае. Альтернативные оценки динамики промышленного производства нами и другими подразделениями НИУ ВШЭ<sup>5</sup> показывают более сглаженную динамику промышленного производства и позволяют оценить его майский объем на уровне, близком к апрельскому и не намного выше плюс 2% относительно среднегодового уровня 2014 г. (рис. 2.3).

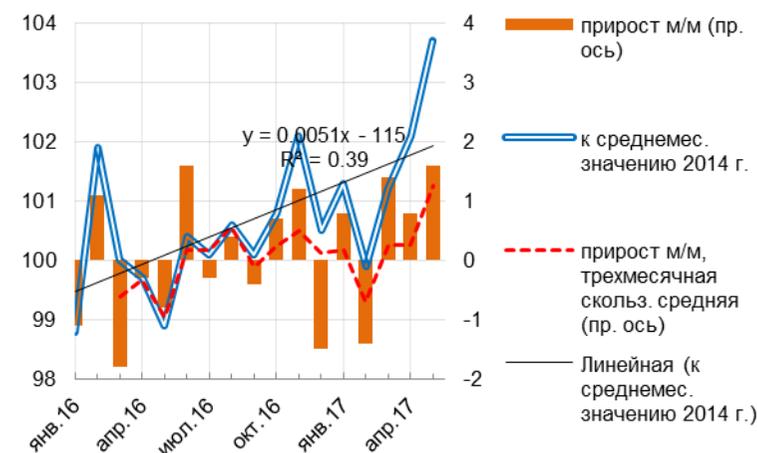
Впрочем, и с учетом сказанного выше, определенное улучшение промышленной конъюнктуры имеет место. Новые данные Росстата фиксируют рост промышленного производства с исключением сезонного и календарного факторов в течение трех последних месяцев, чего до сих пор в посткризисный период не наблюдалось (рис. 2.2). Повышательный тренд в целом за последние месяцы виден и по альтернативным оценкам (рис. 2.3). Будет ли это улучшение динамики промышленности устойчивым и приведет ли оно к устойчивому ускорению роста ВВП в целом?

С одной стороны, **в промышленности наблюдается ряд позитивных тенденций**. Появились признаки торможения снижения численности занятых в промышленности, что может говорить о росте спроса на труд в связи с ожидаемым улучшением конъюнктуры (рис. 2.1). Среди других позитивных тенденций: высокий в последние полгода уровень рентабельности продаж в целом по промышленности

<sup>4</sup> Подробнее см. материал «Рост в мае преувеличен» данного выпуска.

<sup>5</sup> На рисунке 2.3 помимо опубликованных данных Росстата даны оценки проф. Э. Баранова – Институт «Центр развития» и В. Бессонова – Лаборатория проблем исследования инфляции и экономического роста.

**Рис. 2.2. Динамика промышленного производства по данным Росстата (ОКВЭД 2) в январе 2016 – мае 2017 гг., с устранением сезонного и календарного факторов, в %**



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

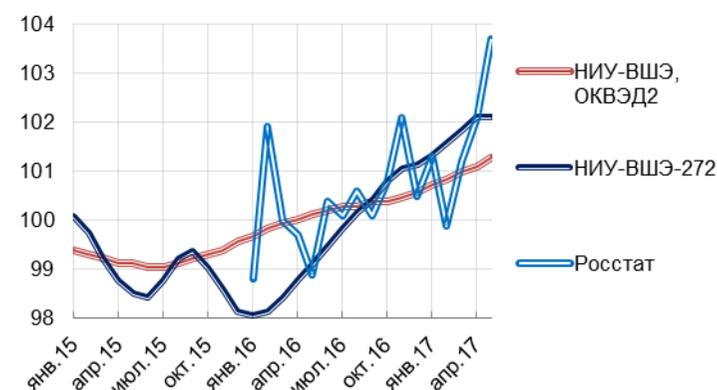
(10-15%) (что может стимулировать **инвестиционную активность** в высокодоходных секторах), а также рост реальной заработной платы темпами более чем на 5-7% год к году (рис. 2.1). Рост реальной заработной платы столь высокими для нынешних времен темпами объясняется торможением потребительской инфляции и ростом номинальной заработной платы в обрабатывающей промышленности в последние месяцы примерно на 12% год к году в среднем за месяц (рис. 2.1). Увеличение реальной заработной платы может стимулировать **потребительский спрос**, при этом последний составляет львиную долю ВВП – в два с половиной раза большую, чем спрос инвестиционный.

В целом за январь-май 2017 г. среди лидеров по темпам прироста выпуска находятся производители потребительских товаров (автомобилей, лекарств, одежды, мебели) и промежуточной продукции (табл. 2.1). Многие производители продукции инвестиционного назначения, как видно из той же таблицы, пока находятся среди тех секторов, которые, напротив, сокращают выпуск наибольшими темпами (в эту же группу входят производители табачных изделий).

**Таблица 2.1. Вклады видов экономической деятельности в прирост промышленного производства в 2017 г. относительно того же периода прошлого года (отранжировано по приросту в январе-мае)**

	янв-май, прирост, %	янв.-май, вклад в прирост, п.п.	май, прирост, %	май. вклад в прирост, п.п.	Доля в промыш- ленности в целом, %
<b>Промышленное производство в целом</b>	1,7		5,6		100,0
<b>в т.ч. по укрупненным группам (отранжировано по убыванию):</b>					
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	2,8	0,27	4,7	0,45	9,6
добыча полезных ископаемых	2,7	0,93	5,6	1,92	34,3
обрабатывающие производства	0,9	0,48	5,7	3,06	53,7

**Рис. 2.3. Динамика промышленного производства по данным Росстата (ОКВЭД 2) и НИУ-ВШЭ, в январе 2015 – мае 2017 гг., с устранением сезонного и календарного факторов, в % к среднемесячному значению 2014 г.**



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

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

водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизация отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	-2,4	-0,06	1,1	0,03	2,4
<b>в т.ч. по видам экономической деятельности в составе добычи полезных ископаемых и обрабатывающих производств (отранжировано по убыванию прироста):</b>					
производство автотранспортных средств	13,8	0,19	16,5	0,22	1,3
производство лекарственных средств и пр.	12,6	0,09	14,2	0,10	0,7
производство одежды	9,2	0,03	16,5	0,05	0,3
производство мебели	7,7	0,03	22,2	0,10	0,4
производство химических веществ и продуктов	7,5	0,28	9,7	0,36	3,7
производство бумаги и бумажных изделий	7,4	0,07	2,1	0,02	1,0
добыча прочих полезных ископаемых	6,9	0,08	20,3	0,24	1,2
производство электрического оборудования	6,4	0,08	16,0	0,19	1,2
производство кожи и изделий из кожи	5,8	0,01	3,0	0,00	0,2
производство резиновых и пласт. изделий	5,0	0,06	8,0	0,10	1,2
услуги в области добычи полезных ископаемых	4,7	0,11	16,9	0,40	2,4
производство текстильных изделий	4,7	0,02	6,7	0,02	0,3
добыча металлических руд	4,3	0,11	4,6	0,12	2,5
производство пищевых продуктов	3,9	0,28	7,0	0,50	7,2
добыча угля	3,4	0,08	2,0	0,05	2,4
деревообработка, кроме мебели	3,1	0,04	3,3	0,04	1,2
стройматериалы	2,7	0,06	5,5	0,13	2,4
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	2,6	0,05	-2,2	-0,04	1,9
добыча сырой нефти и природного газа	2,3	0,59	2,6	0,67	25,8
производство напитков	0,7	0,01	-4,2	-0,07	1,7
ремонт и монтаж машин и оборудования	0,3	0,01	2,2	0,04	2,0
производство кокса и нефтепродуктов	0,0	0,00	1,8	0,17	9,2
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	-3,7	-0,08	10,6	0,22	2,0
производство прочих готовых изделий	-3,9	-0,02	-10,5	-0,06	0,5
производство металлургическое	-5,6	-0,50	-1,7	-0,15	8,9

производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	-5,9	-0,14	1,1	0,03	2,4
производство прочих транспортных средств и оборудования	-6,1	-0,17	17,9	0,51	2,8
полиграфия	-9,5	-0,04	-12,7	-0,05	0,4
производство табачных изделий	-20,7	-0,12	-13,2	-0,08	0,6

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

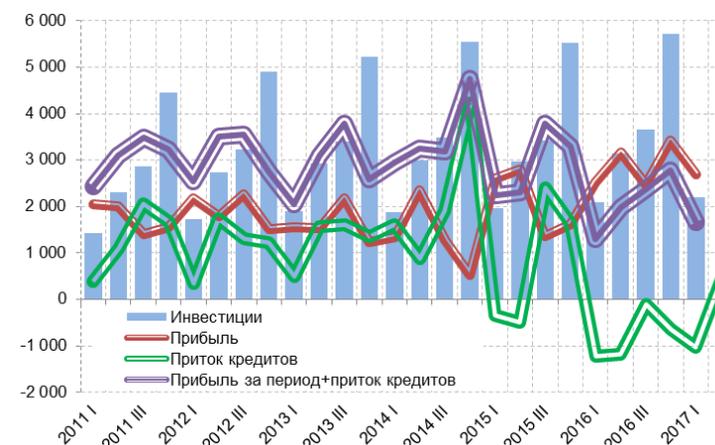
С другой стороны, есть и тенденции, которые могут препятствовать дальнейшему оживлению. Среди них – серьезное торможение в мае роста цен производителей (до 5,9% год к году с 11,7% в среднем за месяц в январе-апреле). Это может не позволить и далее увеличивать номинальные заработные платы в промышленности прежними темпами, а значит, негативно повлияет на рост потребительского спроса, если эффективность производства не будет обеспечена дальнейшим ростом инвестиций.

При этом продолжение роста инвестиций, которые в начале года ожили и в первом квартале выросли на 2,3% год к году, под вопросом, поскольку имеет место тенденция к снижению все еще высокой рентабельности (рис. 2.1), которая к тому же в обрабатывающей промышленности примерно в два раза ниже, чем в добыче, и находится на уровне гораздо более низком, чем ключевая ставка Банка России и стоимость банковских кредитов. Этот разрыв в доходности производства и стоимости кредитования пока лишь частично компенсируется ускоренно растущим в последнее время рынком корпоративных облигаций.

При этом следует отметить, что в последние месяцы наметился рост привлечения банковских кредитов нефинансовым сектором российской экономики, объем которых до этого в течение пяти кварталов стагнировал или снижался. Во втором квартале их объем вырос, по нашей предварительной оценке, более чем на 300 млрд руб. относительно предыдущего квартала (рис. 2.4), что, означая активизацию поддержки банковской системой экономического роста, несомненно, будет способствовать оживлению экономики.

*Валерий Миронов*

**Рис. 2.4. Объем инвестиций в основной капитал, балансовой прибыли по экономике в целом и прироста кредитов небанковскому сектору в 2011-2017 гг., за текущий квартал, в номинальном выражении, млрд руб.**



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

## Платёжный баланс

### 3. Вслед за нефтью

На прошлой неделе котировки российской нефти опускались ниже 43 долл./барр., вернувшись на уровень ноября прошлого года, а обменный курс впервые за пять месяцев превысил 60 руб./долл. (рис. 3.1). Учитывая негативную динамику и зависимость рубля от нефти, основной вопрос повестки дня – что будет с ценами на нефть?

Буквально недавно мы комментировали взаимосвязь курса рубля и цен на нефть (см. КГБ №133 от 18-30 мая 2017 г.), и вновь приходится возвращаться к этой теме в условиях очередного падения нефтяных цен. На протяжении месяца (с 22 мая по 20 июня) нефть обвалилась почти на 9 долл./барр., что привело к ослаблению национальной валюты на 4 руб./долл. **Эластичность курса по нефти при этом несколько возросла.** Если раньше в условиях ухудшения мировой конъюнктуры падение нефтяных цен на 10 долл./барр. приводило к росту курса доллара не более чем на 3 рубля, то сейчас это соотношение возросло до 4,5 рубля.

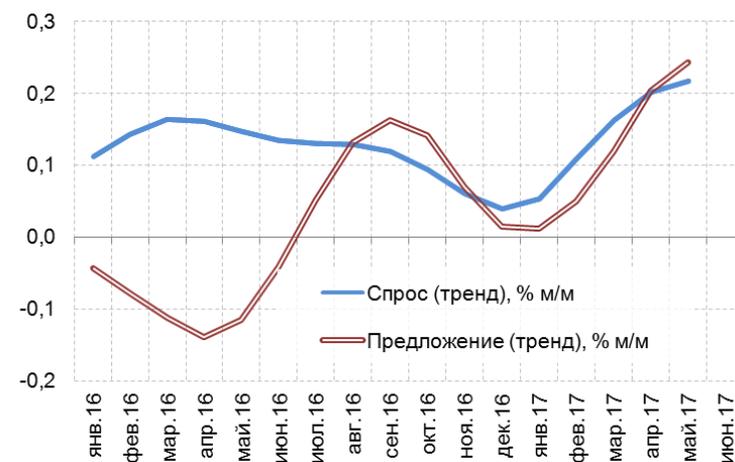
Мы не исключаем, что **рубль в настоящее время несколько переоценён** по отношению к нефти. Когда в последний раз нефть стоила 43 долл./барр., обменный курс превышал 64 руб./долл. (рис. 3.1). И наоборот, когда курс был 60 руб./долл., нефть находилась на уровне 55 долл./барр. Незначительному ослаблению рубля способствовали ежедневные покупки валюты Минфином, которые с 8 июня возросли в пять раз, до 2,1 млрд руб. (36 млн долл.). В то же время поддержку рублю во второй половине июня оказала продажа экспортной выручки в условиях начавшегося налогового периода. Кроме того, на укрепление рубля влияет благоприятный инвестиционный фон, связанный с восстановлением экономики после кризиса, сохраняющимся высоким дифференциалом процентных ставок в рублях и иностранной валюте, а также размещение суверенных российских еврооблигаций на 3 млрд долл. на прошлой неделе.

Рис. 3.1. Динамика котировок рубля и нефти



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

Рис. 3.2. Изменение спроса и предложения нефти на рынке



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

Столь сильное падение нефтяных цен, по всей видимости, вызвано **опережающим ростом предложения над спросом** (рис. 3.2). В апреле-мае наиболее сильно предложение выросло в Бразилии и США, а также, несмотря на заморозку добычи нефти странами ОПЕК+, в отдельных странах картеля (в том числе в Саудовской Аравии и в не участвующих в соглашении о заморозке Ливии и Нигерии). Мы также не исключаем, что имеет место **ценовая коррекция** изначально оптимистичных ожиданий участников рынка относительно соглашения о заморозке добычи нефти странами ОПЕК+, в результате которых стоимость барреля превысила 50 долларов в конце 2016 г. (рис. 3.1).

Наши расчёты показывают, что **текущие тенденции** в спросе и предложении на нефтяном рынке на протяжении последних месяцев (после устранения сезонности и случайных выбросов) **привели к дефициту нефти**, пусть и небольшому по своим масштабам (рис. 3.3). Безусловно, такой дефицит не в состоянии устранить избыточные запасы, накопленные за последние годы. Однако дальнейший обвал цен в таких условиях маловероятен. Тем более что Саудовская Аравия в июле уменьшит объёмы поставок «чёрного золота» некоторым азиатским покупателям (Индия, Китай и Корея) и более чем на треть – в США. К тому же, по оценкам Международного энергетического агентства, за период с июля по август объём мировой нефтепереработки должен возрасти на 2,4 млн барр. в сутки. Это не позволит нефтяным ценам опуститься ниже 40 долл./барр., и в ближайшие месяцы с большой вероятностью можно ожидать **восстановление цен** до уровней, близких к 50 долл./барр. В этом случае, при прочих равных, **обменный курс может колебаться в диапазоне 57-62 руб./долл.**

*Сергей Пухов*

**Рис. 3.3. Профицит/дефицит нефти на мировом рынке, млн барр. в сутки**



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

## Бюджет

### 4. Нефтяные цены и бюджет

*По данным Министерства финансов, за первые пять месяцев 2017 г. доходы федерального бюджета составили 5,8 трлн руб., что на 25% больше соответствующего показателя прошлого года. Тем не менее оптимизм в отношении исполнения федерального бюджета несколько поубавился после разворота динамики нефтяных цен в мае текущего года.*

В январе-мае 2017 г. доходы федерального бюджета по сравнению с соответствующими показателями сложного 2016 года продемонстрировали уверенный рост. В процентном отношении к ВВП они составили 17,2%, что на 2,7 процентных пункта превышает соответствующий уровень 2016 г. (рис. 4.1). Наибольший вклад в этот рост внесли нефтегазовые доходы. Средняя цена на нефть марки Urals за первые пять месяцев прошлого года составила всего 36,3 долл./барр., в текущем году она выросла до 51,4 долл./барр. В результате нефтегазовые доходы выросли на 45%, а доля нефтегазовых доходов в общем объеме доходов за январь-май 2017 г. составила 41,9% (в Законе о бюджете этот показатель запланирован на уровне 37%).

Ненефтегазовые доходы федерального бюджета в январе-мае 2017 г. выросли по сравнению с аналогичным периодом 2016 г. на 14,4%. При этом поступления по НДС от продаж на внутреннем рынке выросли на 19%, по акцизам – на 50% (сказывается перераспределение акцизов на моторное топливо в пользу федерального центра в 2017 г.), по налогу на прибыль – на 48%. Мы уже отмечали (см. КГБ №133), что прирост поступлений по налогу на прибыль отчасти связан с перераспределением в пользу федерального центра дополнительно 1 п.п. ставки налога на прибыль. Увеличение поступлений по «внутреннему» НДС, заметно опережающее прирост добавленной стоимости в экономике, связано с ростом

**Рис. 4.1. Доходы, расходы и дефицит федерального бюджета в январе-мае 2011-2017 гг., % ВВП**



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

собираемости данного налога. Поступления налогов на ввозимые товары (от НДС и импортной пошлины) сократились соответственно на 1% и 3% под влиянием более низкого, по сравнению с запланированным, обменного курса рубля, хотя долларовые объемы импорта увеличиваются в 2017 г. достаточно быстро (в первом квартале 2017 г. импорт товаров вырос по отношению к соответствующему показателю 2016 г. на 25%). Поступления по акцизам на импортные товары выросли более чем на 30%.

**Таблица 4.1. Доходы федерального бюджета за январь-май 2011-2017 гг., % к ВВП**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Доходы, всего	20,7	22,2	19,6	21,0	19,1	14,5	17,2
Нефтегазовые доходы	10,2	11,8	10,0	11,2	8,8	5,2	7,2
Ненефтегазовые доходы	10,5	10,5	9,6	9,7	10,3	9,2	10,0
НДС (внутренний)	3,5	3,3	2,8	3,2	3,6	3,2	3,6
Акцизы	0,4	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	1,1
Налог на прибыль	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8	0,6	0,9
НДС на ввозимые товары	2,7	2,7	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2
Акцизы на ввозимые товары	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ввозные пошлины	1,2	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Прочие	2,0	2,0	2,1	1,9	1,9	1,6	1,5

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

Расходы федерального бюджета за январь-май 2017 г. составили 6,4 трлн руб. По сравнению с прошлым годом номинальный рост расходов составил 5,9%. В реальном выражении бюджетные расходы за первые пять месяцев 2017 г. превышают показатель 2016 г. на 1,4%, но пять лет назад, в 2012 г., в неизменных ценах расходы были на 14% больше (рис. 4.2). Такой результат вполне предсказуем в условиях проводимой в настоящее время бюджетной консолидации.

**Рис. 4.2. Динамика расходов федерального бюджета в 2011-2017 гг. в ценах 2011 г. (2011 г.=100%)**



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

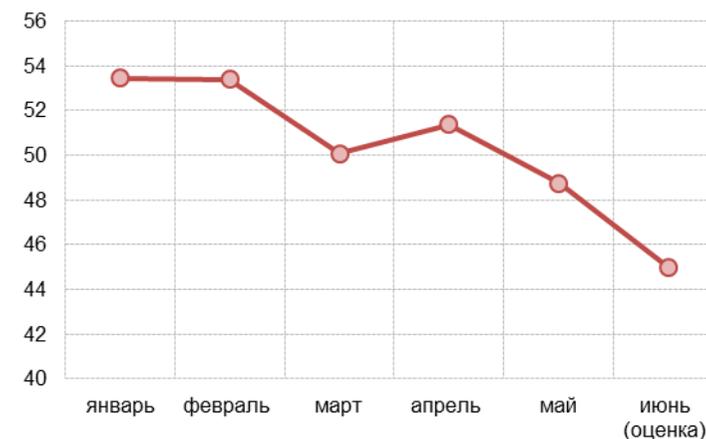
Дефицит федерального бюджета за первые пять месяцев 2017 г. составил 563 млрд руб., или 1,7% ВВП, что заметно ниже, чем в 2015 и 2016 гг. Источниками финансирования бюджетного дефицита в основном послужили средства с внутреннего рынка заимствований. Ресурсы Резервного фонда для этих целей не использовались.

Как уже было отмечено, ценовая конъюнктура на энергоносители в мае-июне текущего года начала меняться, мировые цены на нефть заметно снизились (можно сказать, устремились вниз). Что будет происходить во второй половине 2017 г., неизвестно, поэтому рассмотрим различные варианты динамики цен на нефть и их влияния на нефтегазовые доходы федерального бюджета. По нашей оценке, в первом полугодии 2017 г. средняя цена на нефть марки Urals составит 50,3 долл./барр. Если современные тенденции изменения цен на нефть во втором полугодии изменятся и по итогам года сохранится средняя цена за первое полугодие и соответствующий обменный курс доллара к рублю (примерно 58 руб./долл.), федеральный бюджет получит дополнительно к запланированным доходам около 700 млрд руб.

При предположении, что цена на нефть во втором полугодии составит в среднем 45 долл./барр., а обменный курс снизится до 60 руб./долл., дополнительные доходы бюджета составят 540-550 млрд руб. Наконец, если во втором полугодии средняя цена на нефть опустится до 40 долл./барр., а средний обменный курс рубля – до 62,7 руб./долл., дополнительные доходы Минфина будут равны 400-420 млрд руб. В последнем расчете предполагалось, что средний обменный курс во втором полугодии будет равен, как и в законе о бюджете, 67,5 руб./долл. Воспроизвести недавние расчеты Минфина к поправкам в федеральный бюджет, при которых цена нефти также опускается до 40 долл./барр., а средний обменный курс за год равен 64,5 руб./долл., сейчас нельзя.

В заключение отметим, что исполнение бюджета за первые пять месяцев 2017 г. свидетельствует о возможности увеличения расходов федерального бюджета за счет дополнительных нефтяных доходов. Также вариантные расчеты

**Рис. 4.3. Динамика цен на нефть марки Urals в первом полугодии 2017 г. (долл./барр.)**



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

**Таблица 4.2. Расчет дополнительных нефтегазовых доходов бюджета в 2017 г.**

	План	1 вар.	2 вар.	3 вар.
Нефть Urals, средняя за год цена, долл./барр.	40,0	50,3	47,7	45,2
Курс доллара, среднегодовой, руб.	67,5	58,0	60,0	62,8
Нефтегазовые доходы, млрд руб.	5 050	5 766	5 590	5 470
Дополнительные нефтегазовые доходы, млрд руб.		716	540	420

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

показывают, что по итогам года почти в любом случае будут получены существенные дополнительные нефтегазовые доходы, хотя драматические сценарии, с падением цен на нефть ниже 40 долл./барр., мы не рассматривали.

*Андрей Чернявский*

## Банки

### ***5. Неключевое решение по ключевой ставке***

*На своём заседании 16 июня 2017 г. Совет директоров Банка России принял решение снизить ключевую ставку до 9,00% годовых.*

Основной интригой этого заседания был вопрос, на какую величину ЦБ решится понизить ключевую ставку: на 25 или 50 б.п.? Ответ на вопрос о собственно понижении или не-понижении был фактически дан Председателем Банка России в стенах Госдумы 5 июня. «Мы сокращаем ставки, снижаем ставки. Мы будем действительно рассматривать две опции (снижение на 25 и 50 базисных пунктов)», сказала Э. Набиуллина, отвечая на вопрос журналистов<sup>6</sup>.

В результате регулятор предпочел более осторожный подход, обосновав его описанием традиционного набора рисков инфляционного давления, таких как:

1. Краткосрочные риски:
  - Связанные с динамикой цен на нефть.
  - Связанные с ожидаемым урожаем, его влиянием на цены продовольственных товаров и инфляционные ожидания.
2. Среднесрочные риски:
  - Дальнейшая динамика цен на нефть.
  - Усиление структурного дефицита трудовых ресурсов.

<sup>6</sup> Цитата по Рейтер: <http://ru.reuters.com/article/businessNews/idRUKBN18W1SN-ORUBS>

- Изменение модели поведения домашних хозяйств, связанное с существенным уменьшением их склонности к сбережению.
- Высокая чувствительность инфляционных ожиданий к изменению цен на отдельные группы товаров и услуг и курсовой динамике.
- Возможное проведение налогового маневра.

Обращает на себя внимание, что на этот раз Банк России не озвучил такой фактор риска, как повышение ставки ФРС. Проинфляционный же характер другого традиционного внешнего фактора – цены на нефть – хоть и отмечается в пресс-релизе дважды – среди кратко- и среднесрочных источников риска, но в существенной степени дезавуируется в заявлении Председателя Банка России по итогам заседания Совета директоров. В этом заявлении Э. Набиуллина сообщила, что «мы по-прежнему предполагаем, что цена на нефть вернется к уровням, близким к \$40 за баррель в 2018–2019 годах. Мы ожидаем, что это не скажется значимо на темпах экономического роста, учитывая, что экономика уже в значительной мере адаптировалась к низкому уровню цен на нефть»<sup>7</sup>. Говоря о «дезавуировании», мы исходим из того, что адаптация экономики должна включать в себя и снижение трансмиссионного воздействия курсовой динамики на инфляцию.

Общее впечатление от разъяснения причины понижения ставки лишь на 25 б.п. состоит в том, что Банк России продолжает стараться обосновывать необходимость поддержания ключевой ставки на уровне, существенно превышающем текущий уровень инфляции. Мы считаем, что такая позиция вполне имеет право на существование по причине относительной нейтральности умеренного (в пределах 1,5 п.п.) снижения ключевой ставки с точки зрения её воздействия на российскую экономику. Наблюдаемое снижение рыночных ставок – как по кредитам, так и по депозитам – вызвано в основном переходом банковской системы к состоянию структурного профицита ликвидности вследствие проводимой государством бюджетной политики. Другим значимым

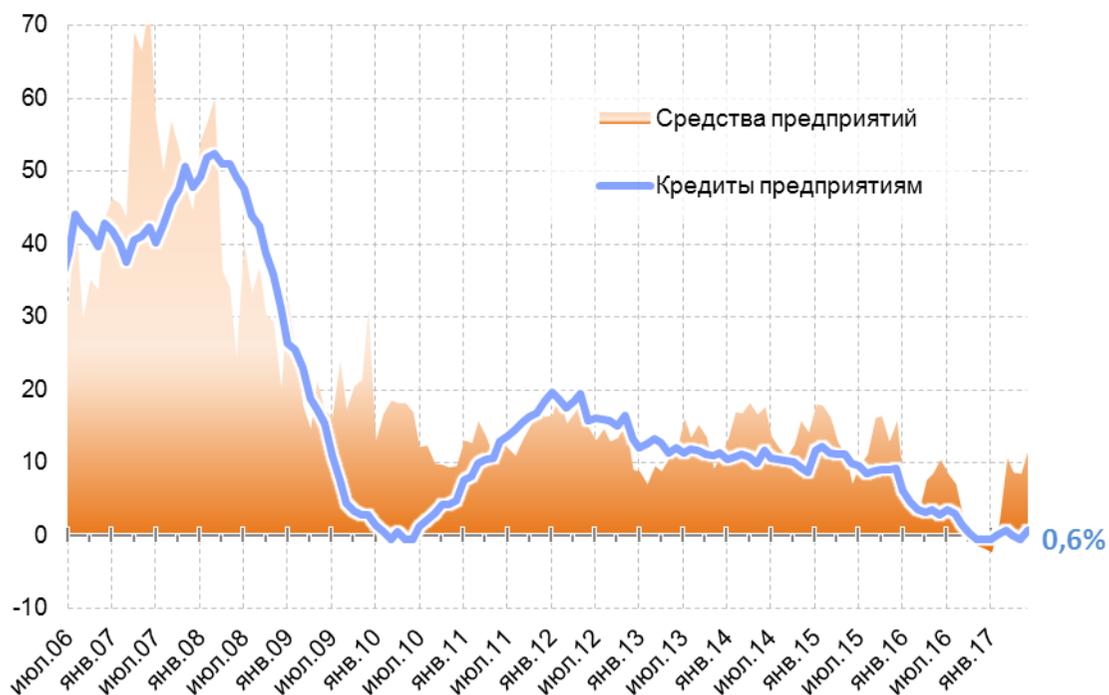
<sup>7</sup> <http://www.cbr.ru/Press/?PrId=event&id=1158&PrintVersion=Y>

фактором, влияющим на динамику ставок в экономике, прежде всего на доходность обращающихся на рынке долговых обязательств, является приток капитала, на который воздействие ключевой ставки также носит весьма опосредованный характер. Таким образом, можно заключить, что в сложившихся реалиях более активное снижение ключевой ставки не оказало бы значимого влияния ни на указанные ставки, ни на динамику кредитования, но в то же время сузило бы пространство для маневра для самого Центробанка. На что Центробанк не решился пойти. Что ж, его право.

*Дмитрий Мирошниченко*

## Финансовая Статистика Банков

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



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

### Годовые темпы роста кредитов предприятиям вернулись в положительную зону

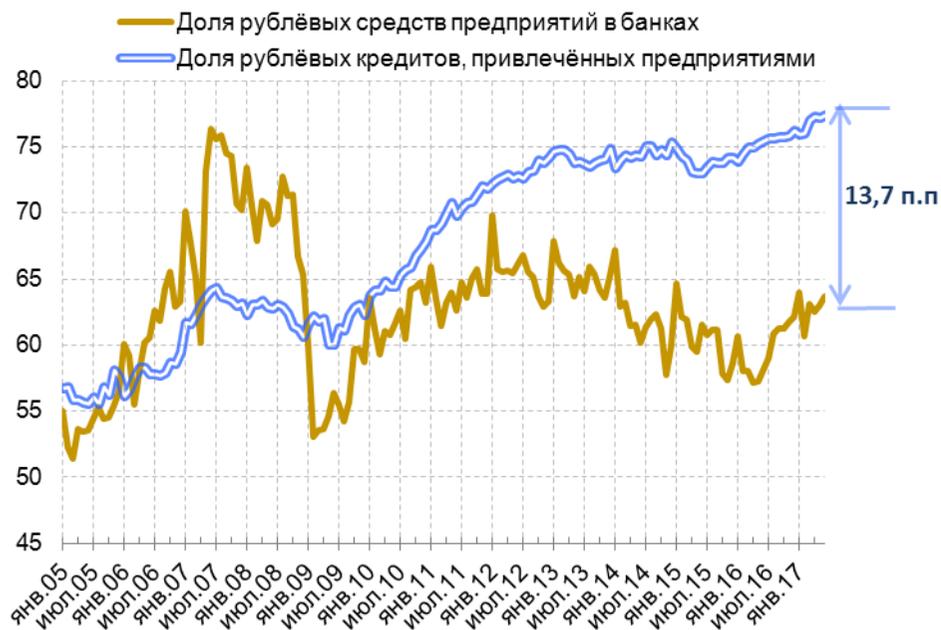
Задолженность российских предприятий нефинансового сектора экономики перед отечественными банками в мае выросла на 0,4%<sup>8</sup>. При этом совокупный кредитный портфель<sup>9</sup> государственных банков вырос на 0,5%, а частных – на 0,2%. В результате показатель прироста кредитов «год к году» в целом по системе вышел в положительную зону, составив 0,6% против -0,3% месяцем ранее. Отметим, что годовые темпы прироста кредитов предприятиям со стороны частных банков остаются отрицательными на протяжении уже последних одиннадцати месяцев. По итогам января они составили -3,5%, в то время как значение аналогичного показателя у госбанков оказалось на уровне 3,1%.

Если говорить о валютной структуре кредитования, в мае объем валютных кредитов сократился на 0,5% (-9,0% год к году), а рублевых – вырос на 0,7% (+3,4% г/г).

<sup>8</sup> Здесь и далее с учётом валютной переоценки.

<sup>9</sup> Включая вложения в долговые ценные бумаги.

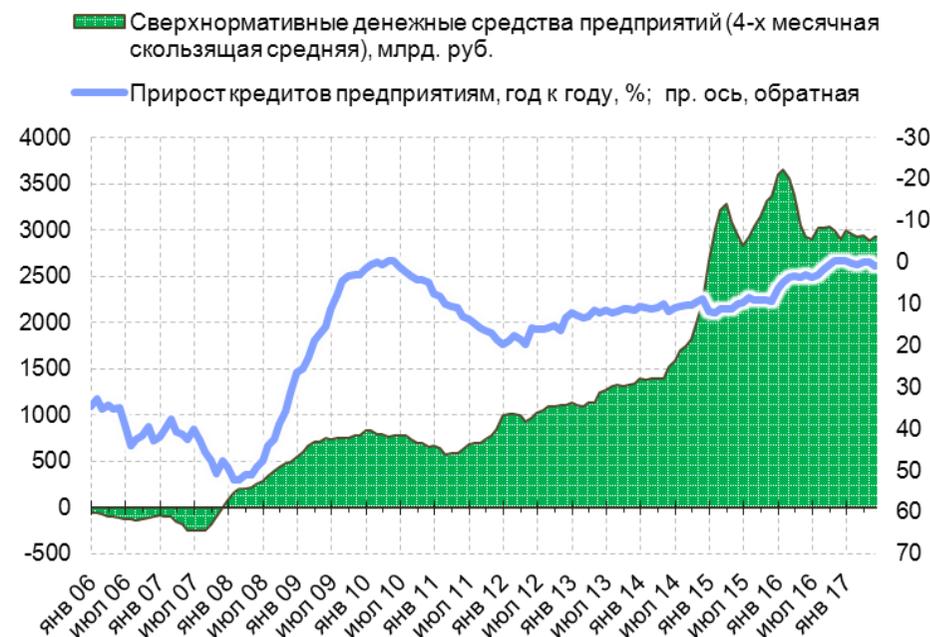
### Доли рублёвых кредитов и располагаемых средств предприятий, в %



Примечание. Данные приведены с исключённой валютной переоценкой.

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

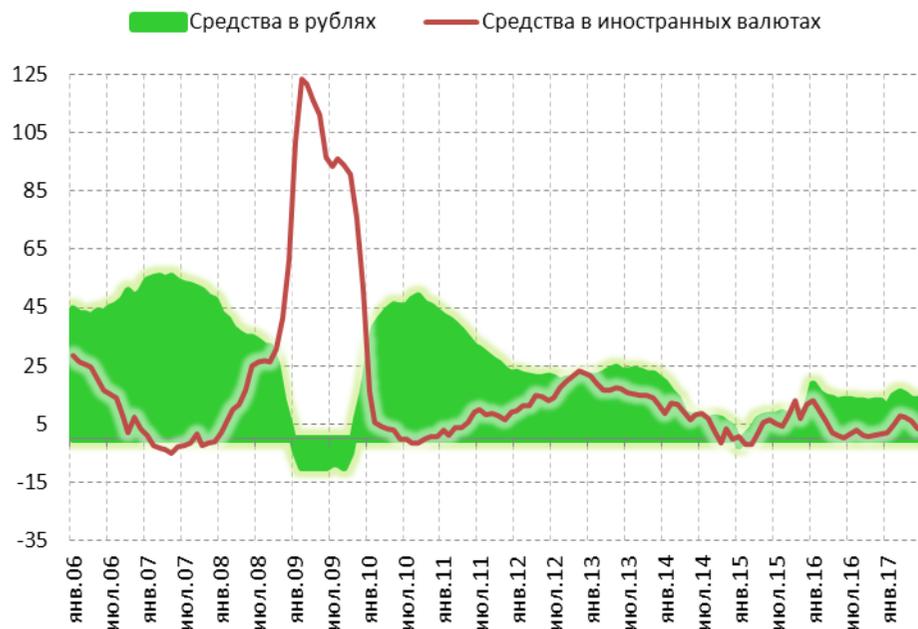
### Динамика избыточных средств на депозитах предприятий, млрд руб., и кредитов предприятиям (прирост год к году), в %



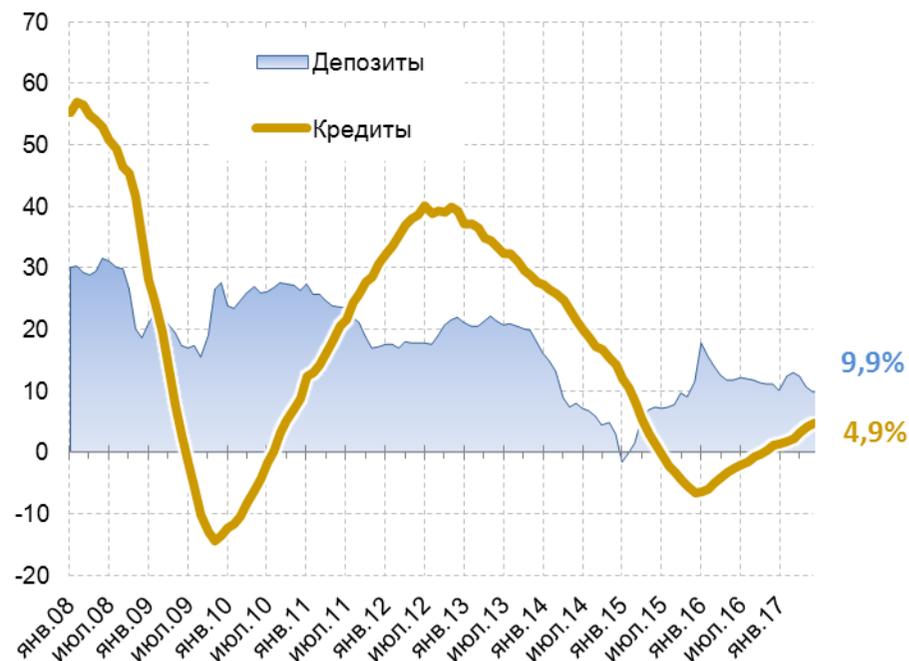
Источник: банковская отчётность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Предприятия продолжают держать высокие остатки на депозитных счетах

В мае остатки на счетах предприятий реального сектора экономики выросли на 3,1%. Остатки на счетах в рублях возросли на 4,2%, а на валютных – на 1,0%. Разница между долей рублёвых кредитов и рублёвых остатков на счетах предприятий в целом по системе сократилась с 14,2 до 13,7 п.п., а структура средств компаний незначительно улучшилась: доля депозитов в общем объёме средств нефинансовых компаний сократилась с 52,7 до 51,6%. Средства на депозитных счетах предприятий, оцениваемые нами как «сверхнормативные», продолжают находиться на уровне порядка 3 трлн руб.

**Прирост средств населения в банках г/г, в %**

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

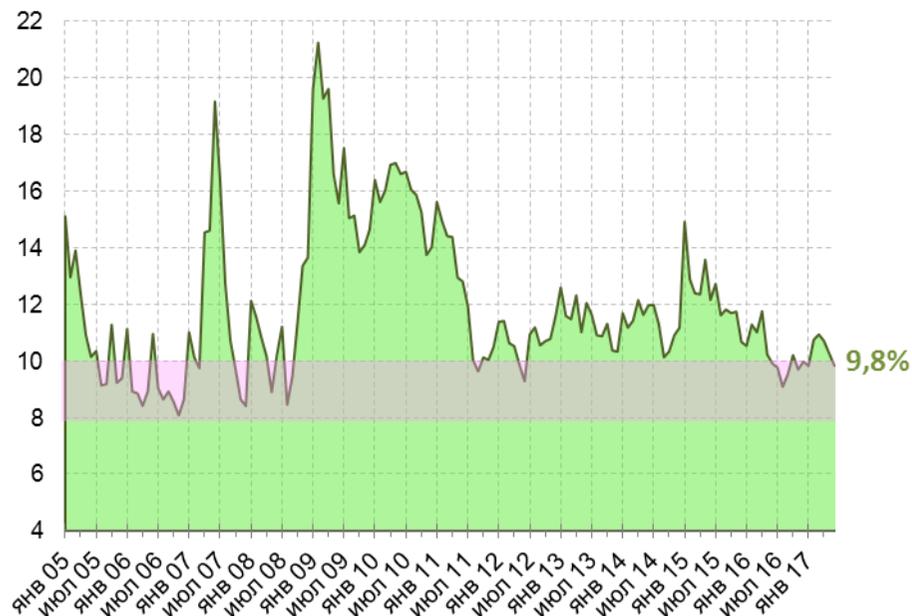
**Динамика депозитов и кредитов физлиц год к году, в %**

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

**Частные банки наращивают розничное кредитование**

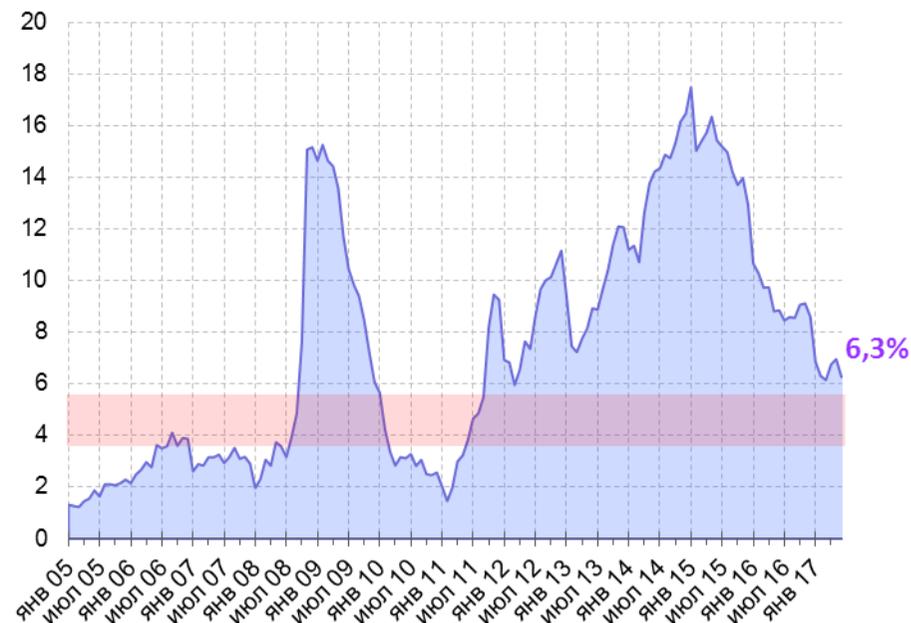
Общий объем депозитов физлиц в мае сократился на 0,1%, в результате значение показателя прироста средств населения «год к году» снизилось с 10,8 до 9,9%. При этом, если объем депозитов в госбанках снизился на 0,2%, то в частных, напротив, вырос на 0,1%. Что касается валютной структуры вкладов, то их рублевая часть в мае выросла на 0,5% (+11,1% г/г), а валютная – сократилась на 2,2% (+3,0% г/г). Объем кредитов населению в мае возрос на 0,7%, а годовые темпы прироста розничного кредитования выросли с 4,3 до 4,9%. Особо стоит отметить, что месячный прирост ссудного портфеля частных банков (1,1%) впервые с февраля 2013 г. превысил прирост портфеля госбанков (0,6%).

### 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)



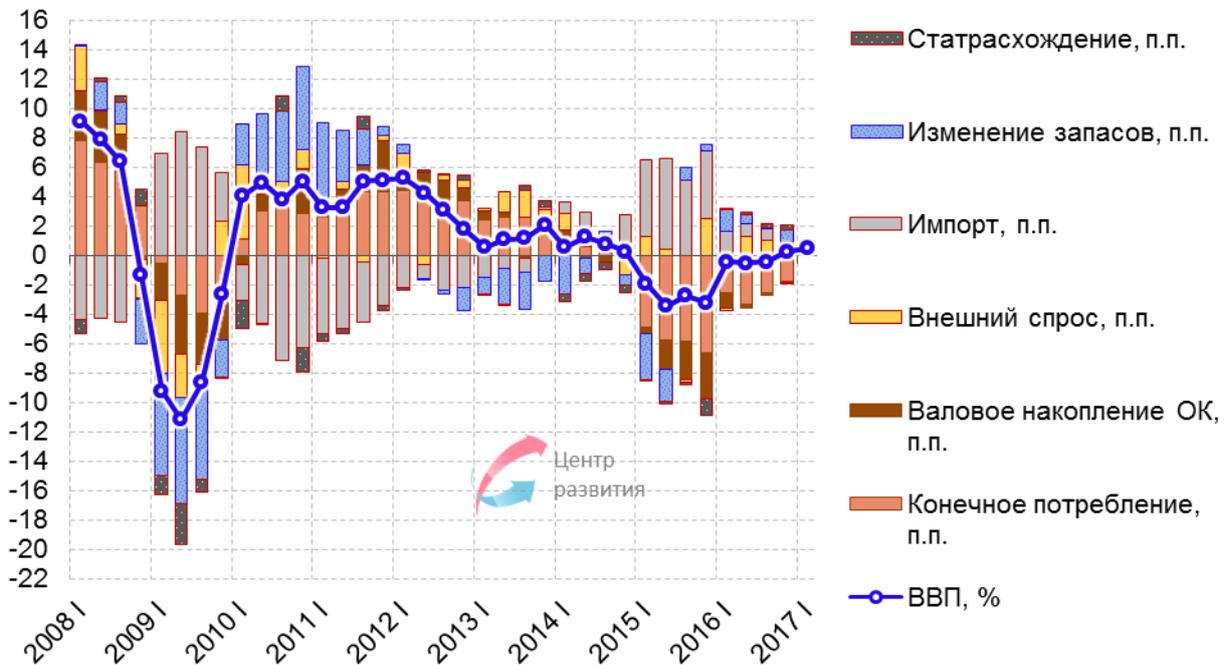
Источник: банковская отчётность, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

## Банки не испытывают проблем с ликвидностью

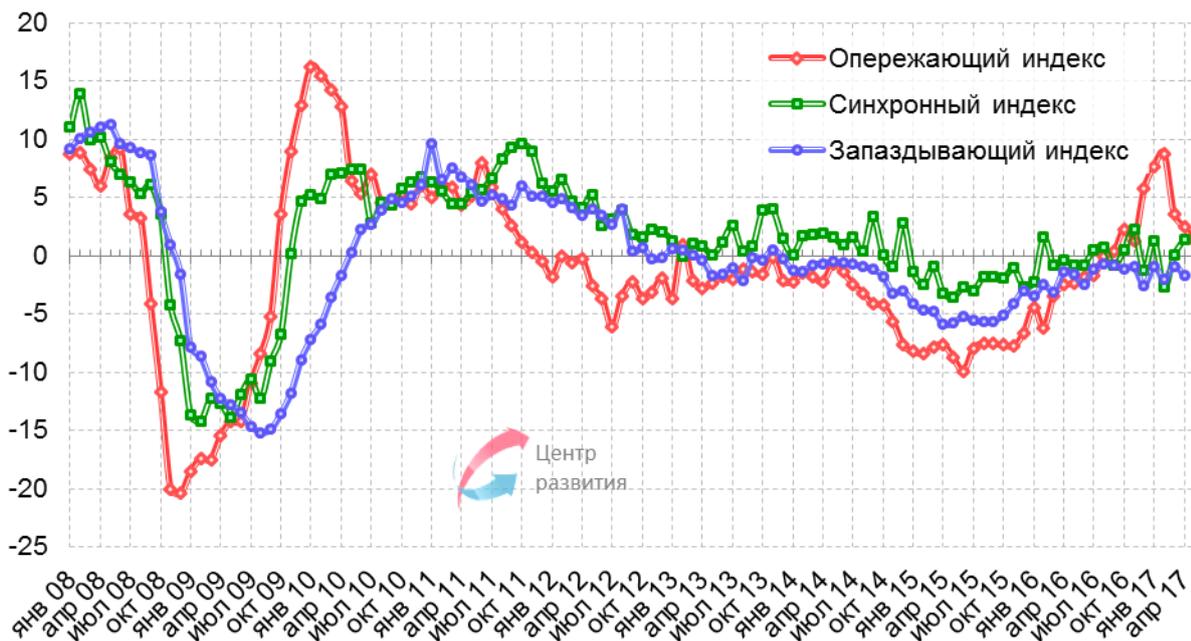
В мае уровень ликвидности, рассчитываемый как отношение суммы требований банковской системы к ЦБ (кроме ФОРа) и остатков на корсчетах в инобанках-корреспондентах к её обязательствам, сократился с 10,3 до 9,8% и продолжил оставаться в зоне комфорта. Это сокращение было вызвано снижением объема требований коммерческих банков к Банку России на сумму порядка 150 млрд руб. Доля госсредств в обязательствах банковской системы в мае снизилась с 7,0% до 6,3%.

# Экономика в «картинках»

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

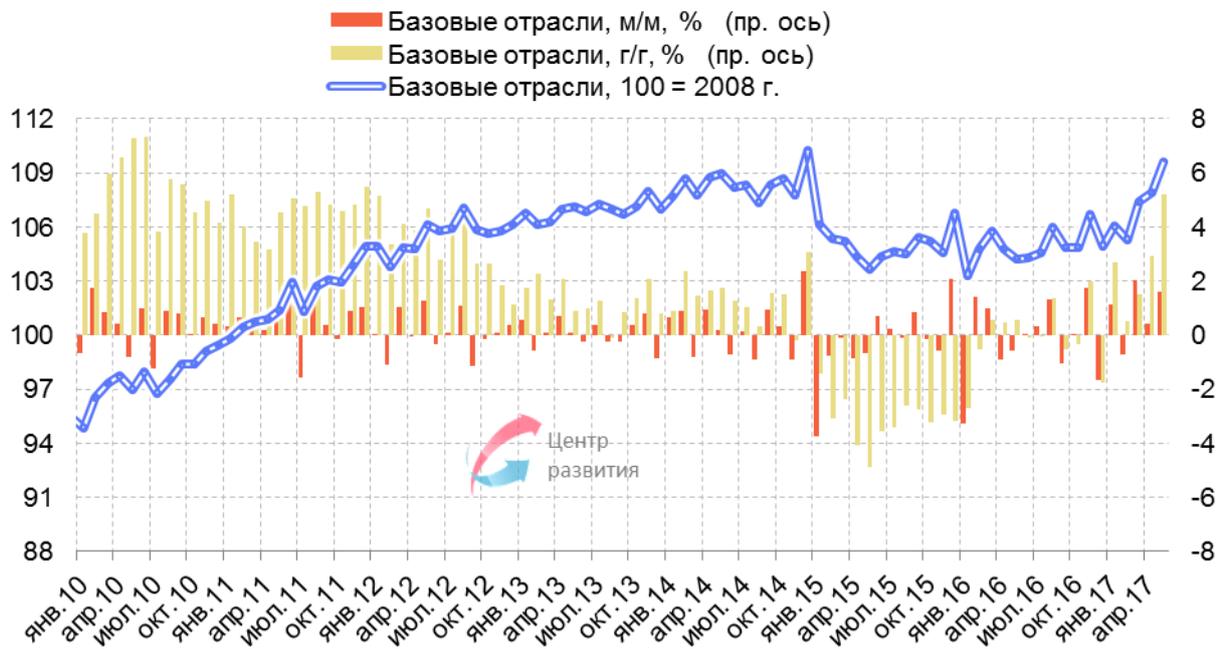


Циклические индексы (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %



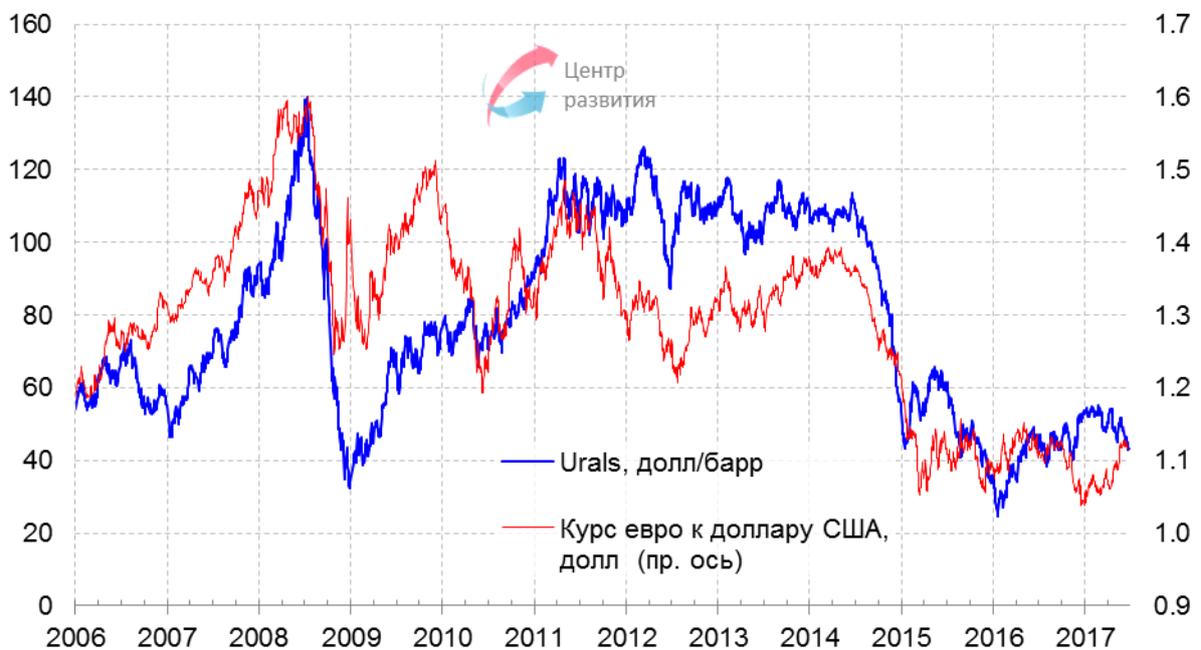
### Динамика выпуска базовых отраслей, без сельского хозяйства (сезонность устранена)

NEW



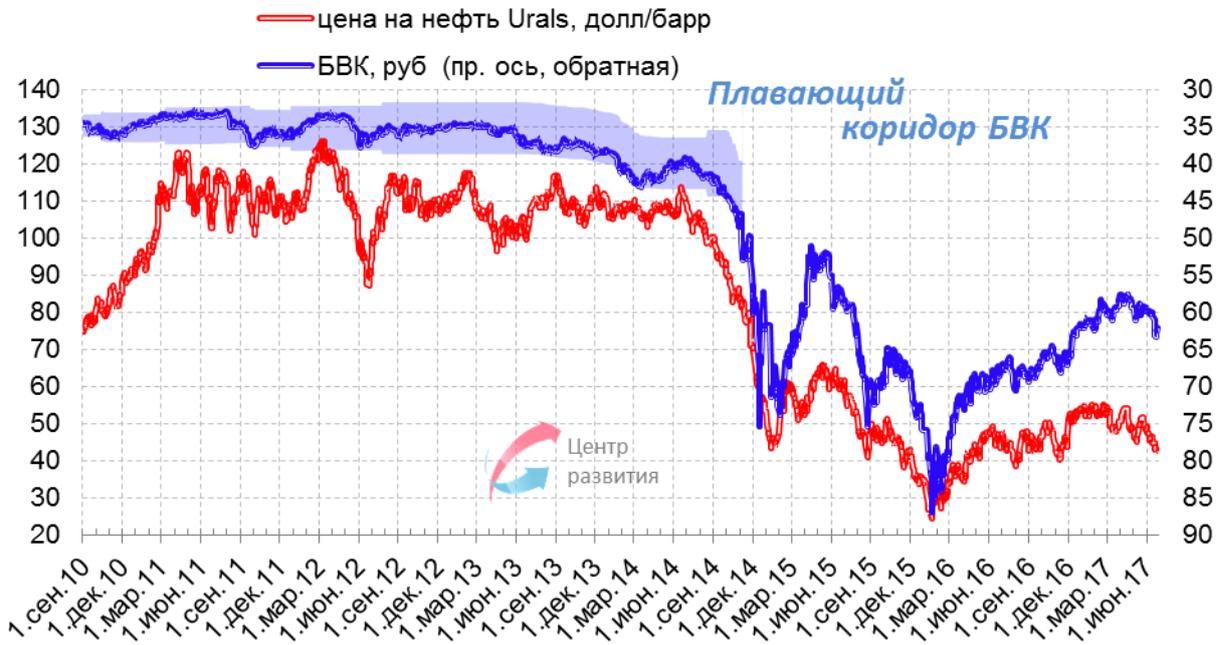
### Динамика цен на нефть и курса евро к доллару

NEW

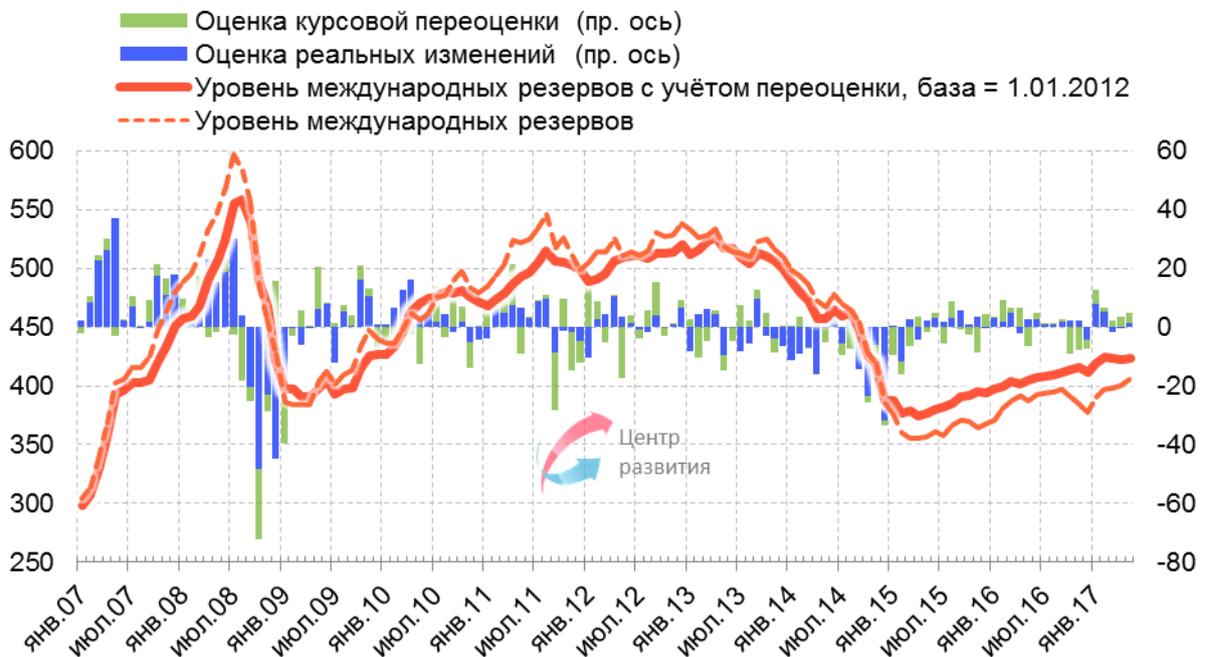


### Динамика цен на нефть и курса рубля

**NEW**

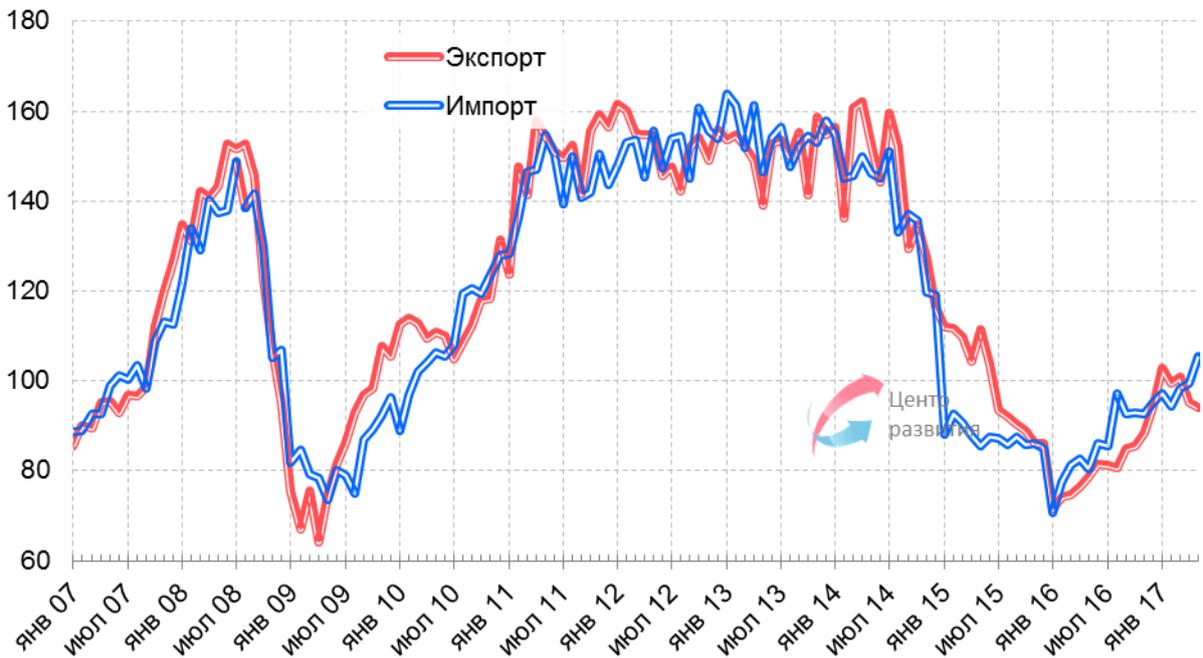


### Динамика международных резервов (на конец месяца), млрд долл.



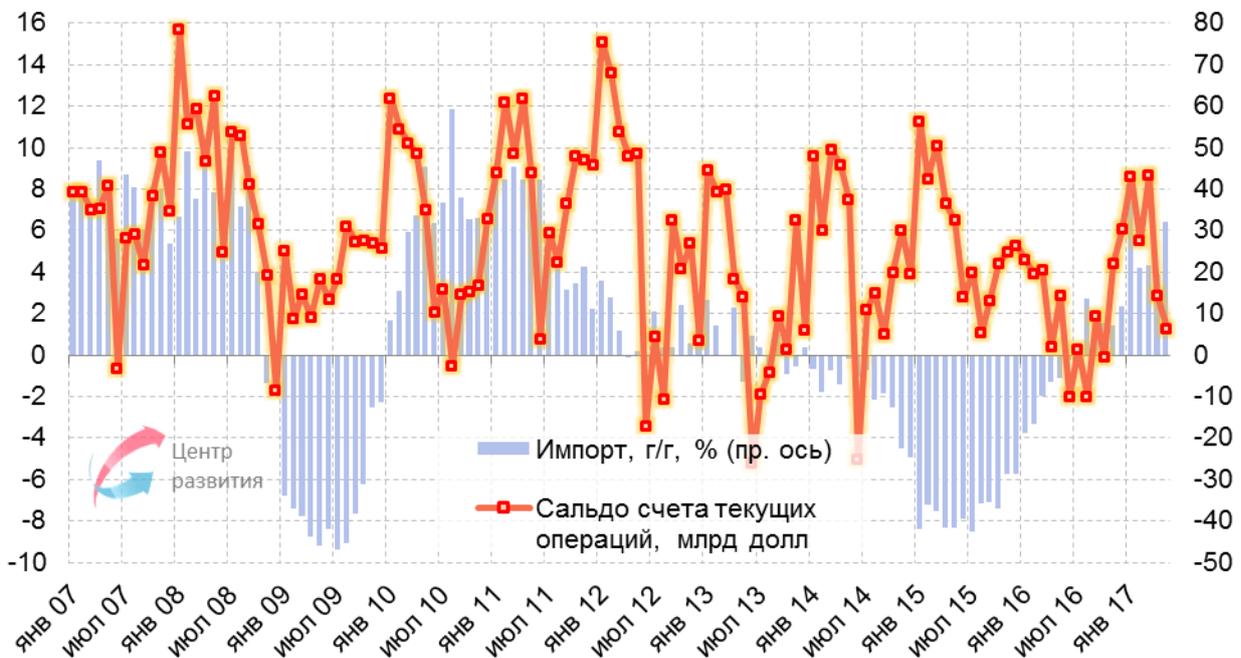
**Внешняя торговля товарами (сезонность устранена, 100 = 2007 г.), в % [1]**

**NEW**



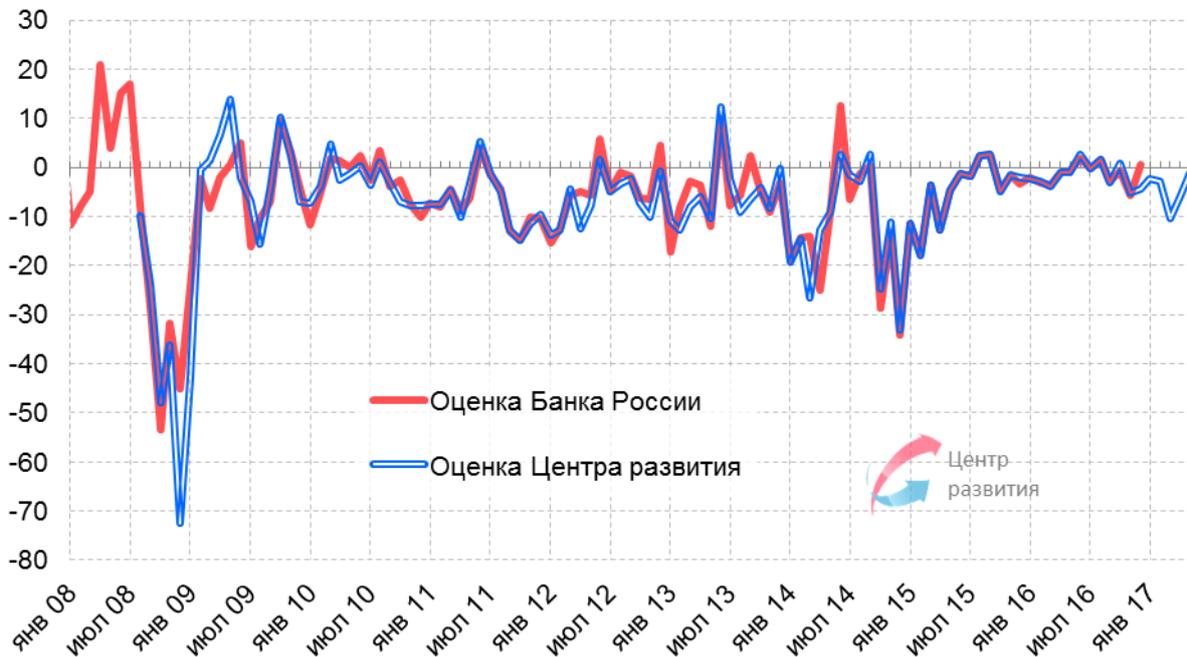
**Динамика сальдо счёта текущих операций и импорта товаров [1]**

**NEW**

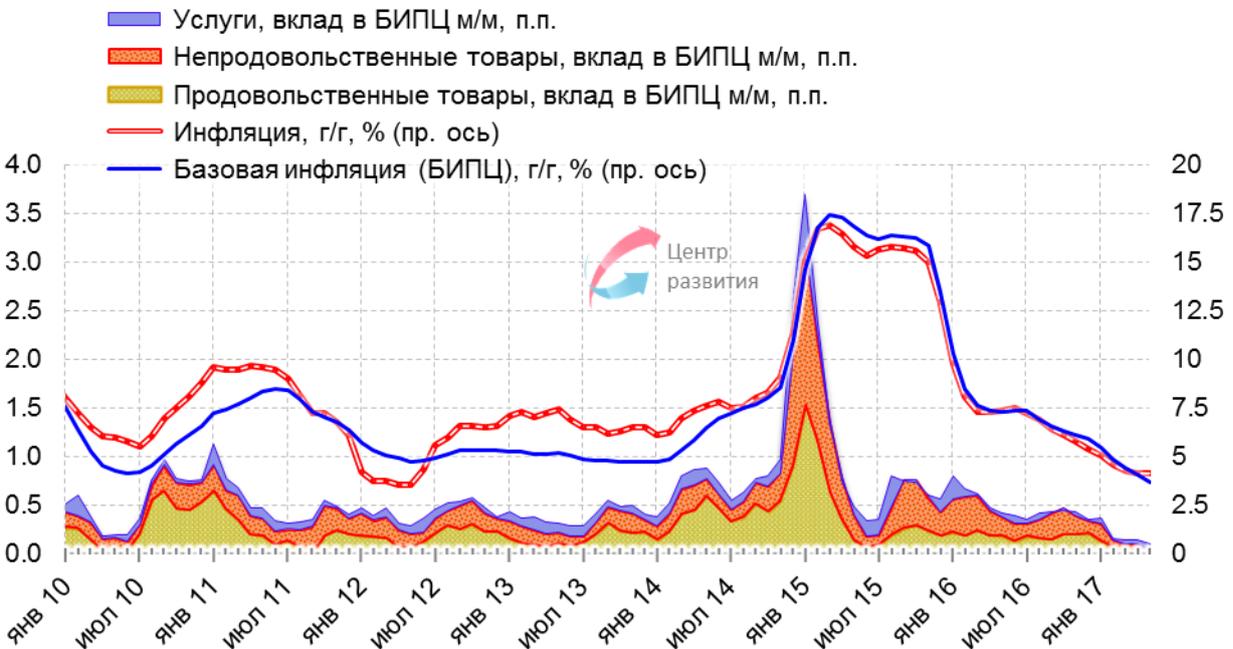


Чистый приток капитала, млрд долл.

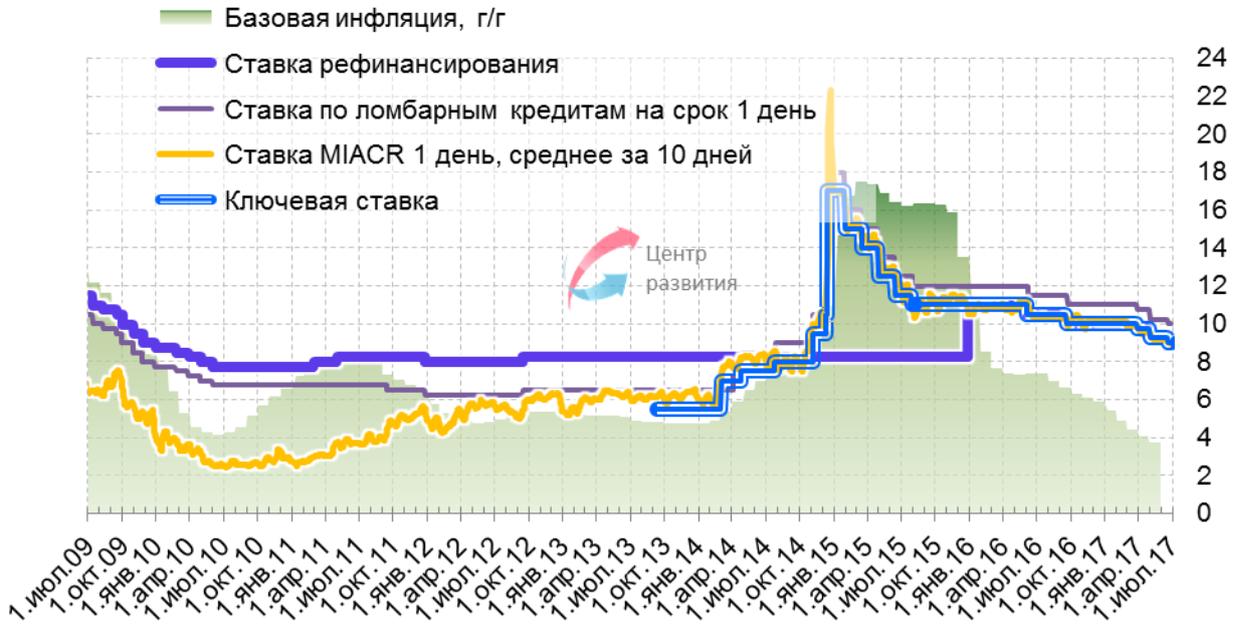
NEW



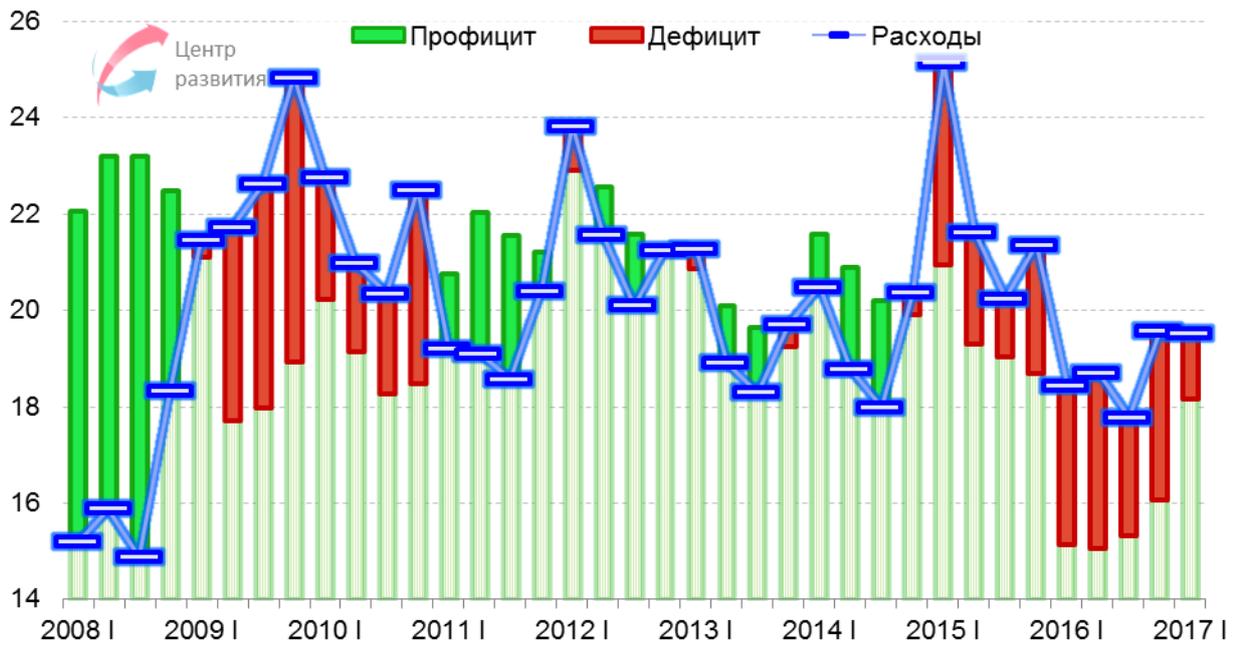
Динамика инфляции, базовой инфляции и вклад в базовую инфляцию за месяц различных компонент<sup>[2]</sup>



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

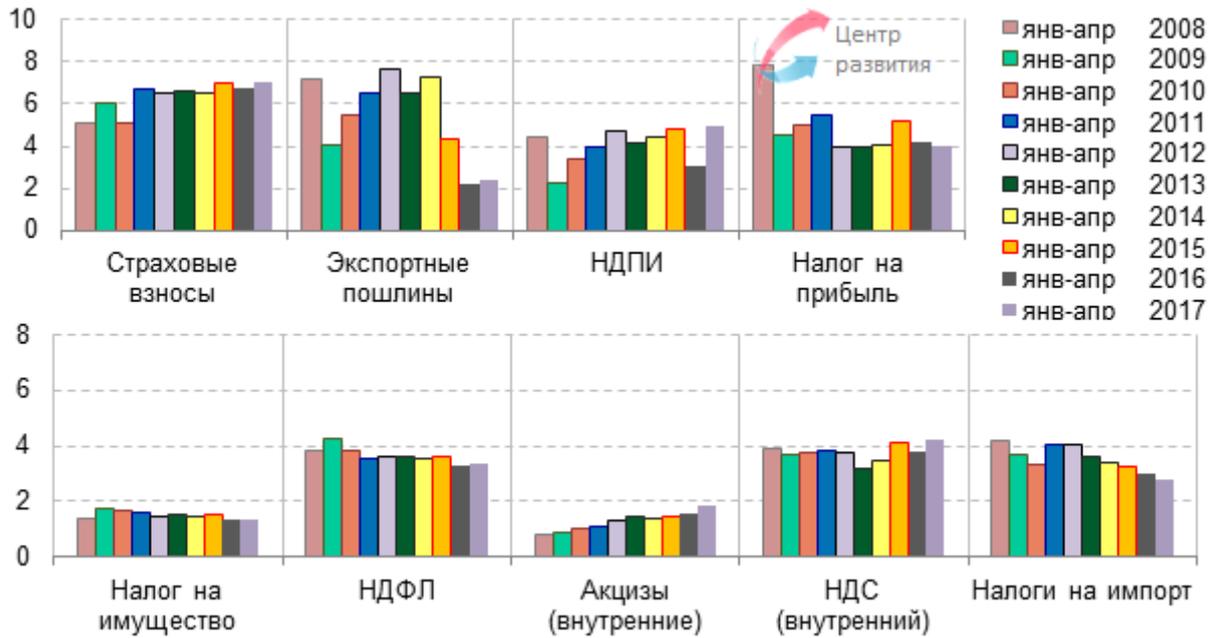


**Исполнение федерального бюджета (накопленным итогом с начала каждого года), в % ВВП**



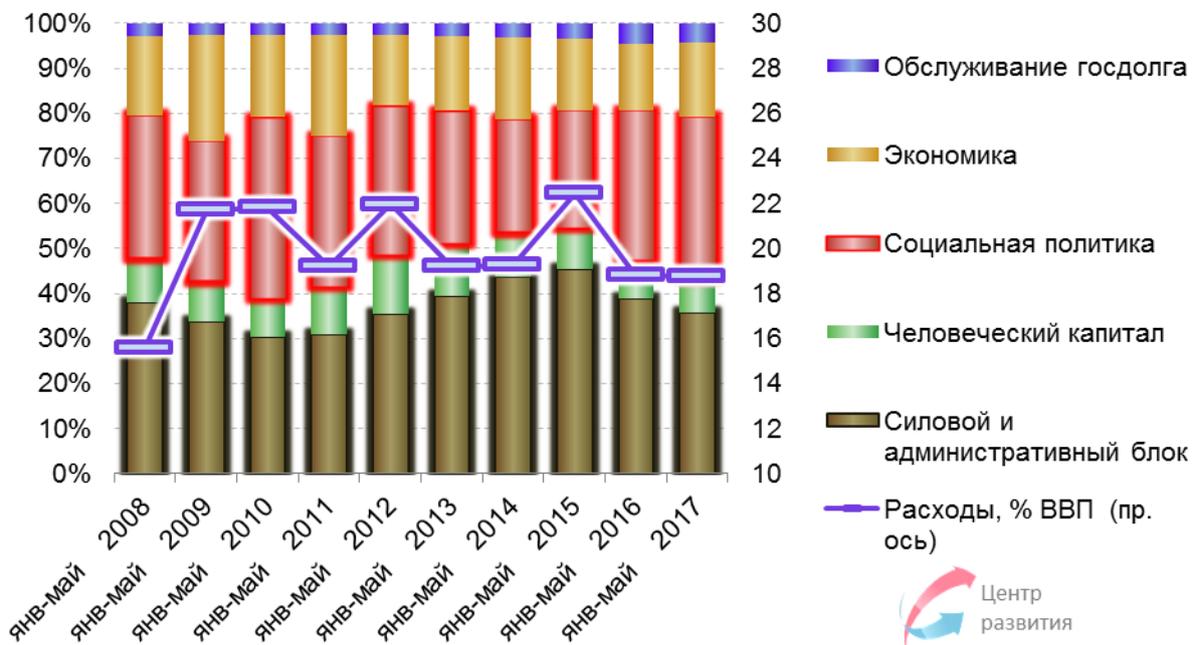
Доходы консолидированного бюджета, по видам налогов, в % ВВП<sup>[3]</sup>

NEW

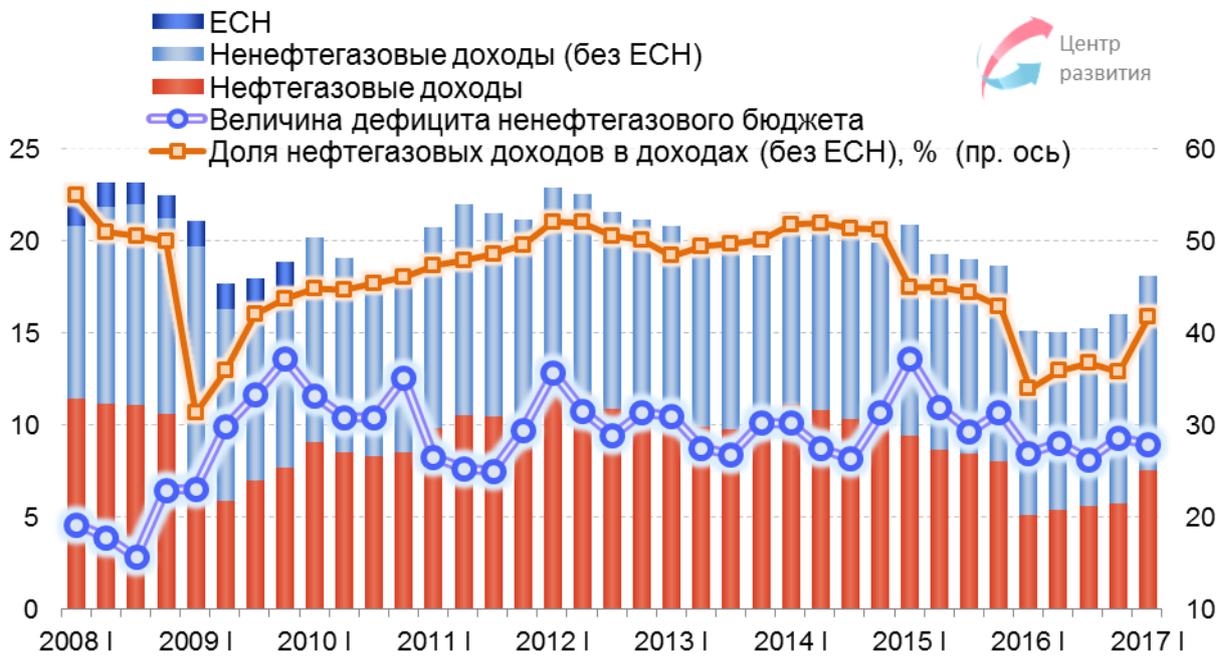


Структура расходов федерального бюджета, в %

NEW



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

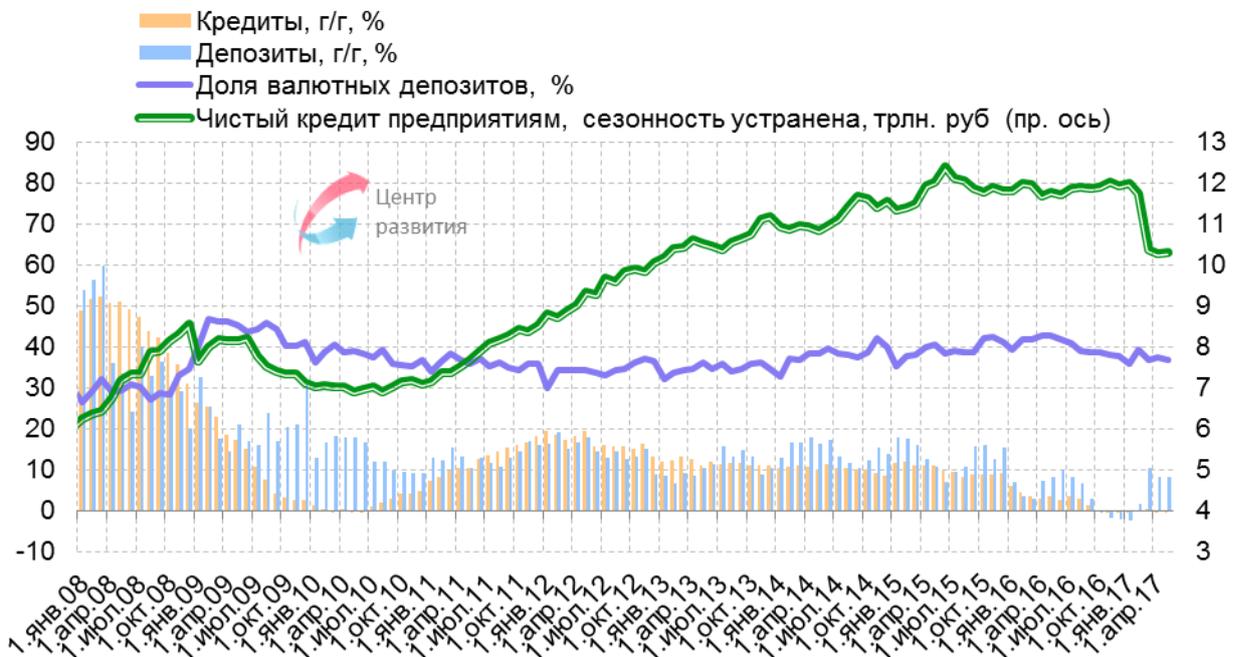


### Динамика сальдированного финансового результата в экономике, млрд руб.

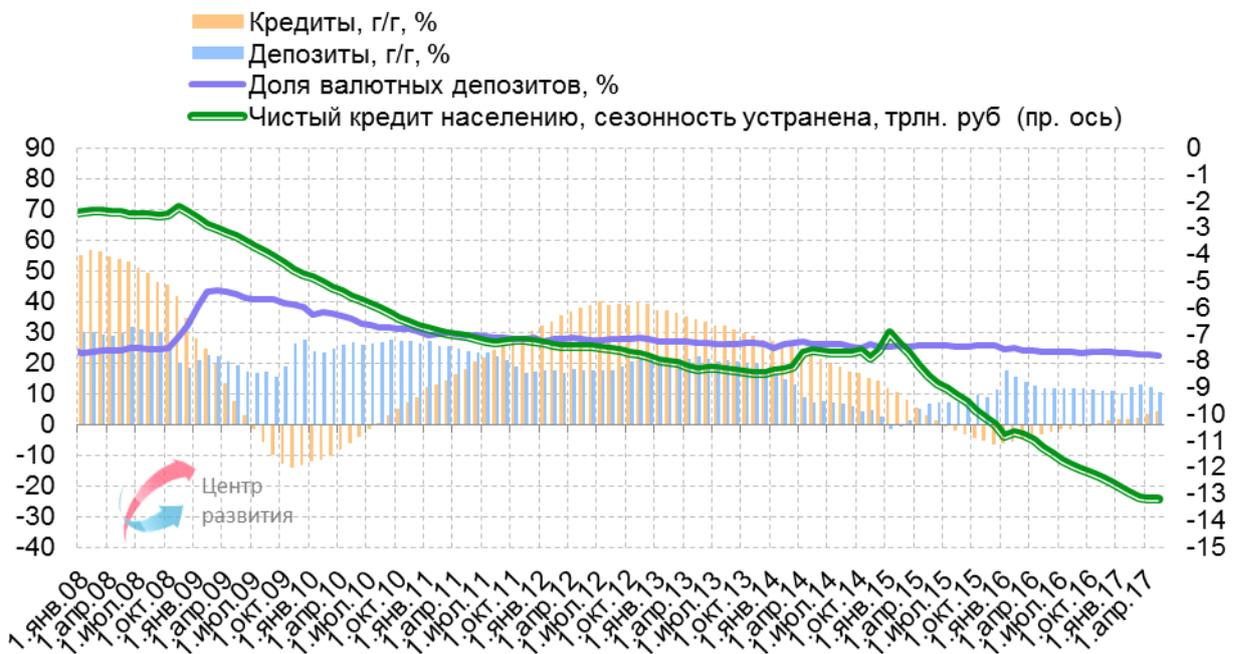
**NEW**



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

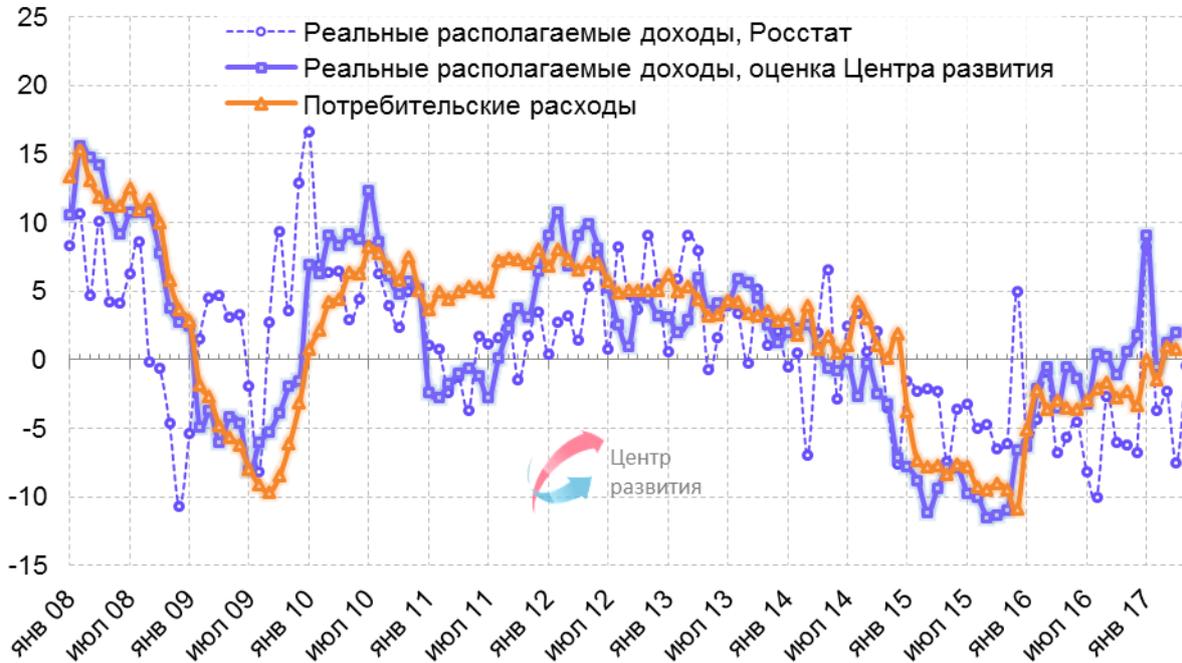


### Динамика требований и обязательств населения к/перед банковской системой (учтена валютная переоценка)



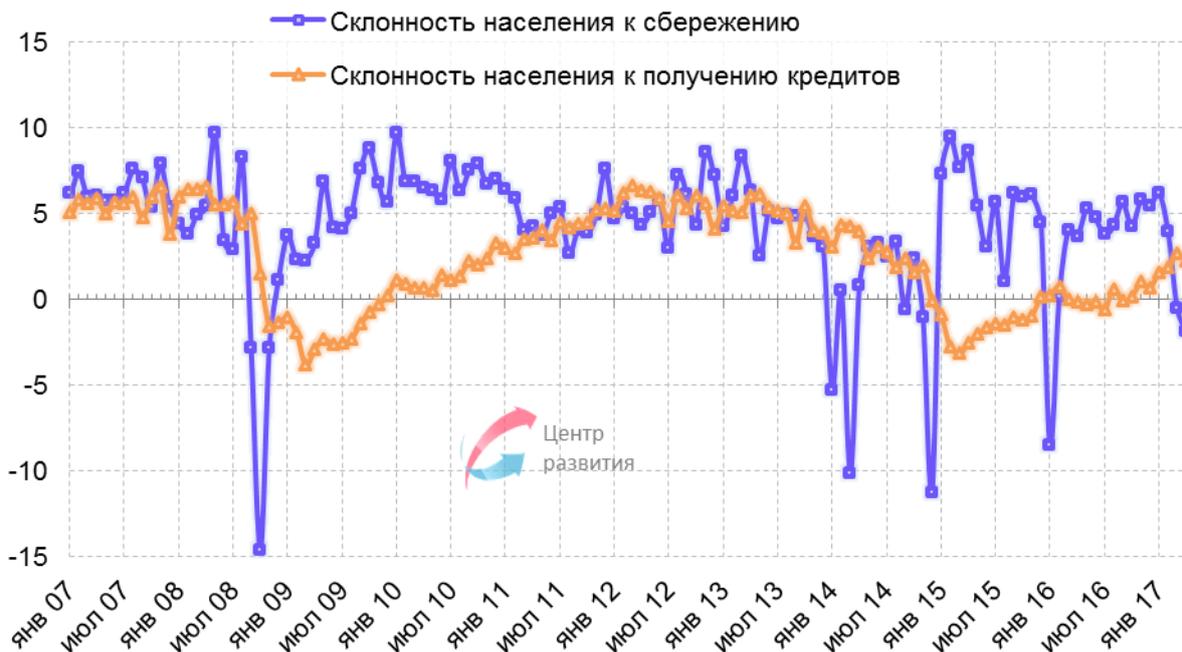
### Динамика доходов и расходов населения в реальном выражении (прирост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

NEW

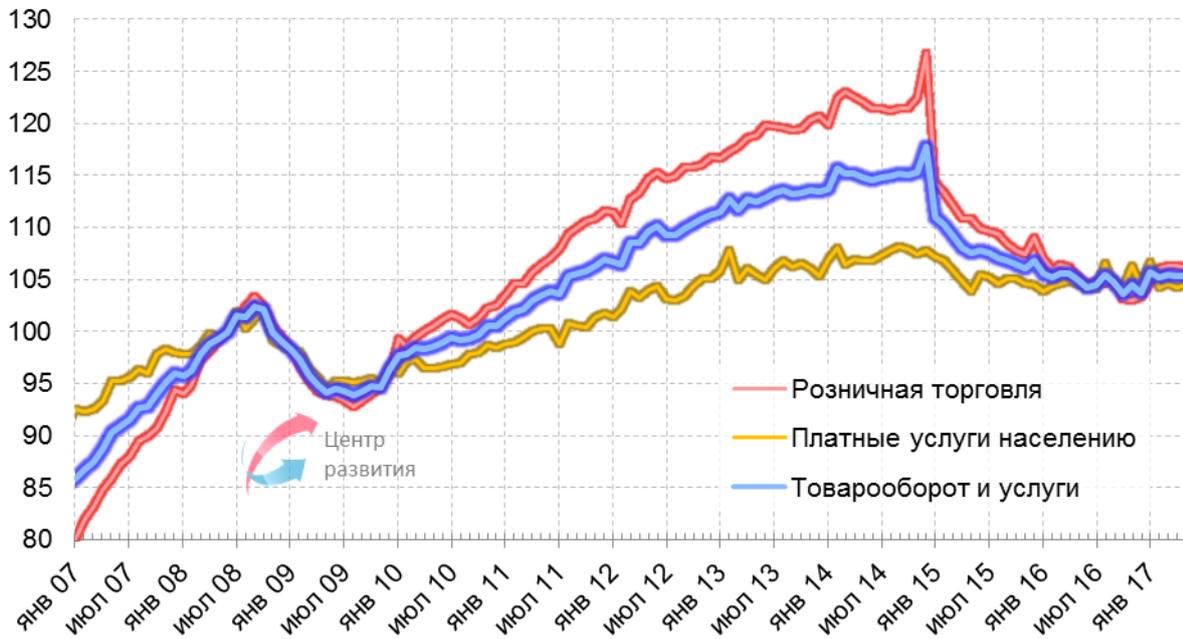


### Склонность населения к сбережению и к получению кредитов (в % дохода, сезонность устранена) по методологии Центра развития

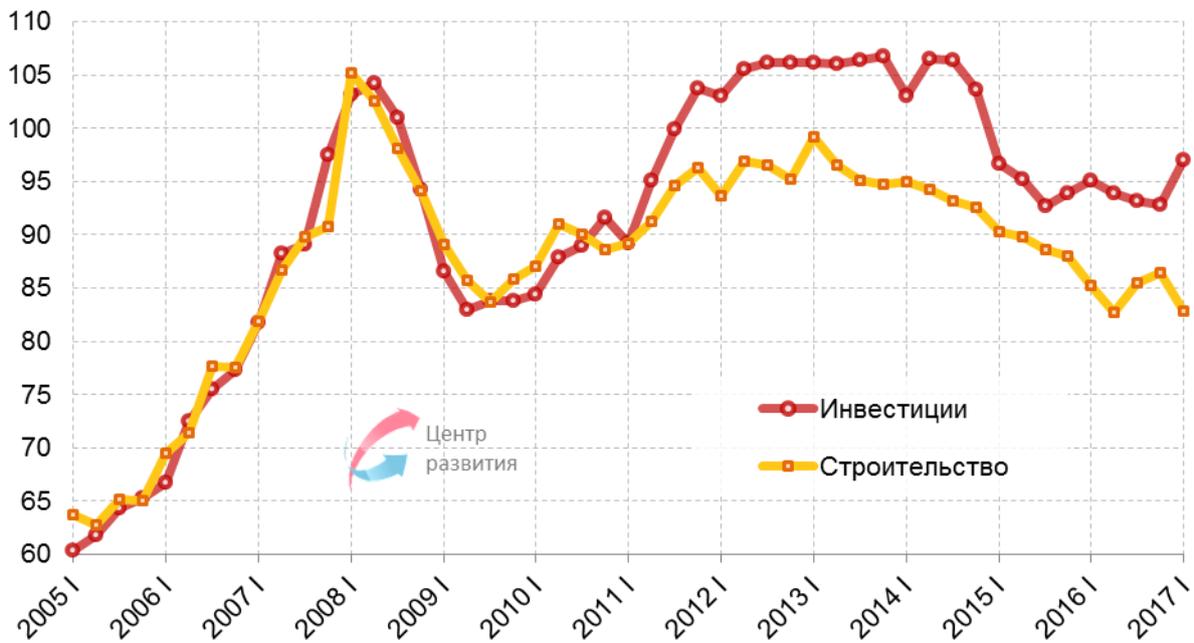
NEW



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

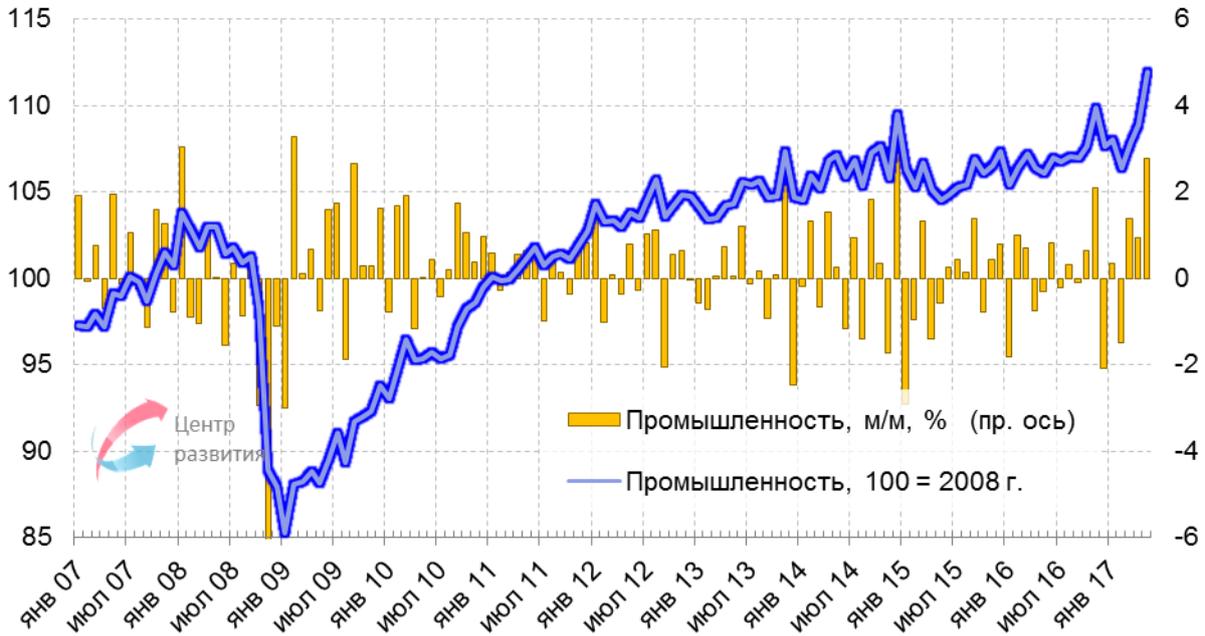


**Динамика инвестиций в основной капитал и строительства  
(100 = 2008 г., сезонность устранена)**



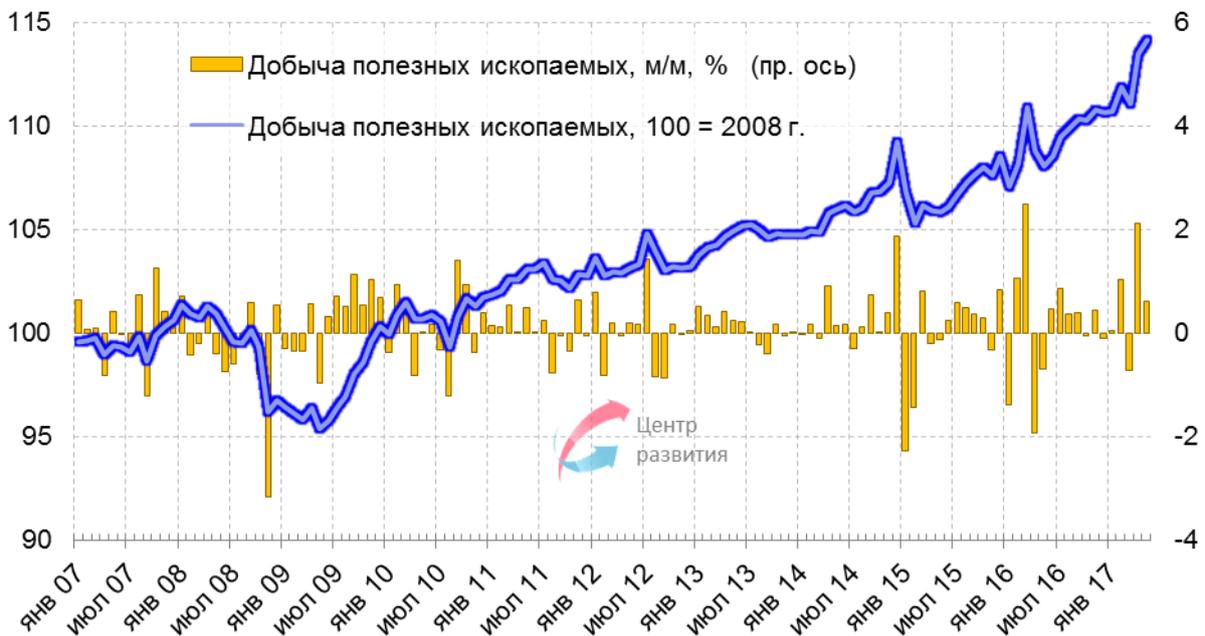
Динамика выпуска в промышленности (сезонность устранена)

NEW



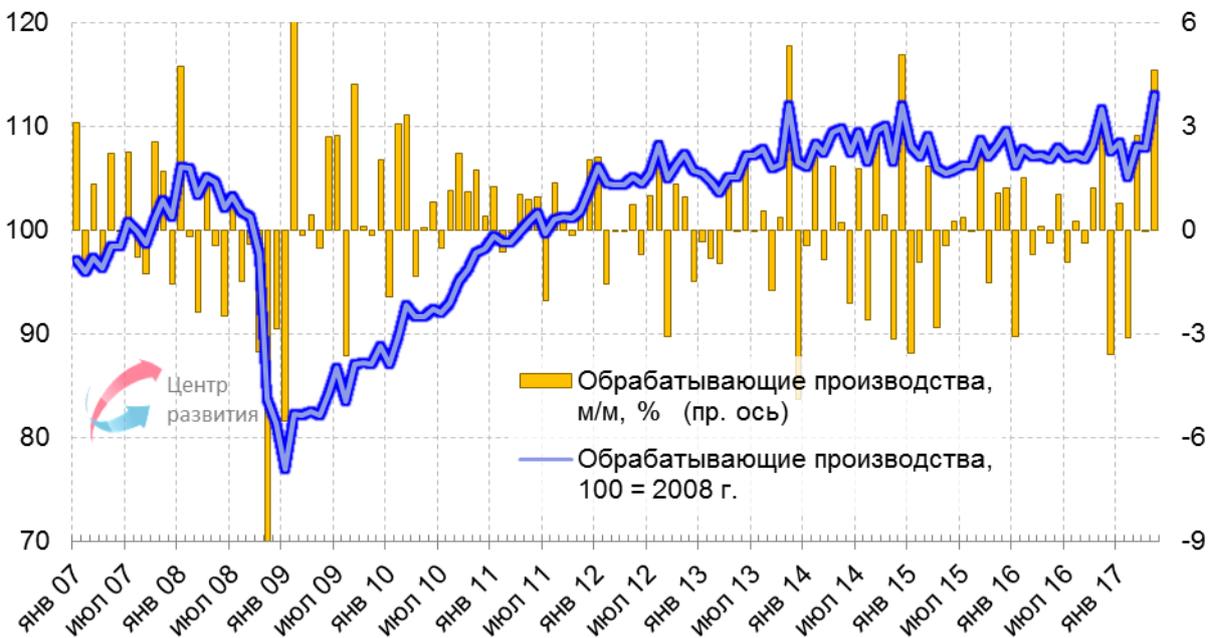
Динамика выпуска в добывающих отраслях (сезонность устранена)

NEW



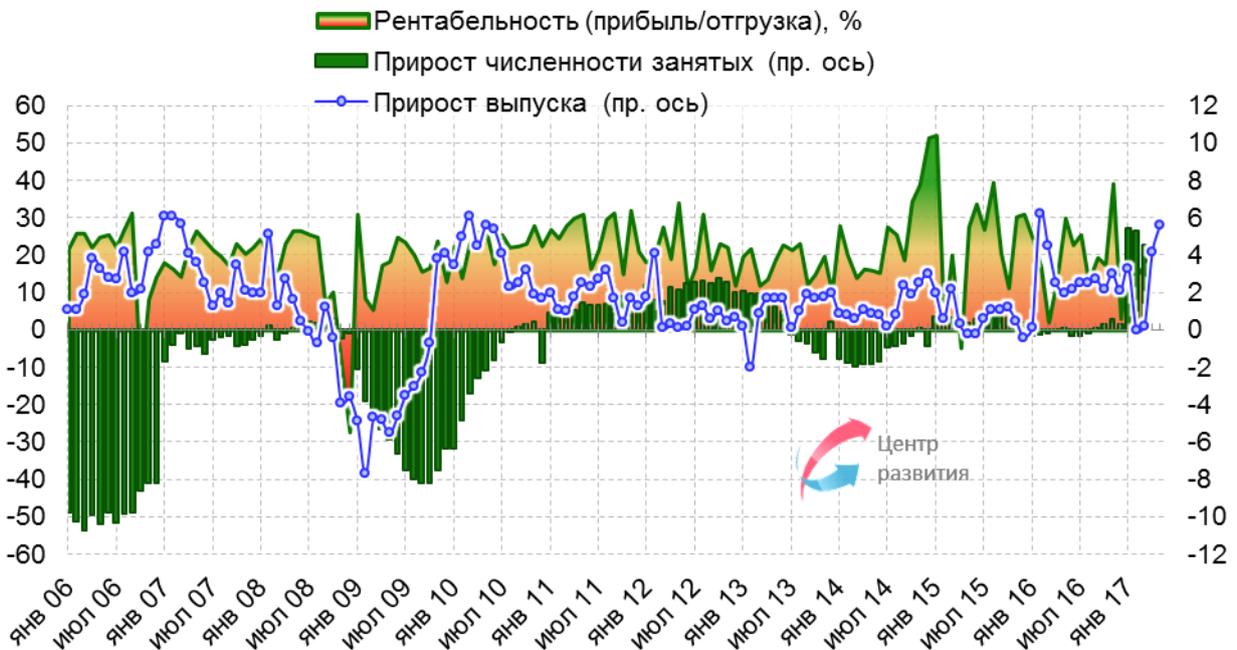
**Динамика выпуска в обрабатывающих отраслях  
(сезонность устранена)**

**NEW**



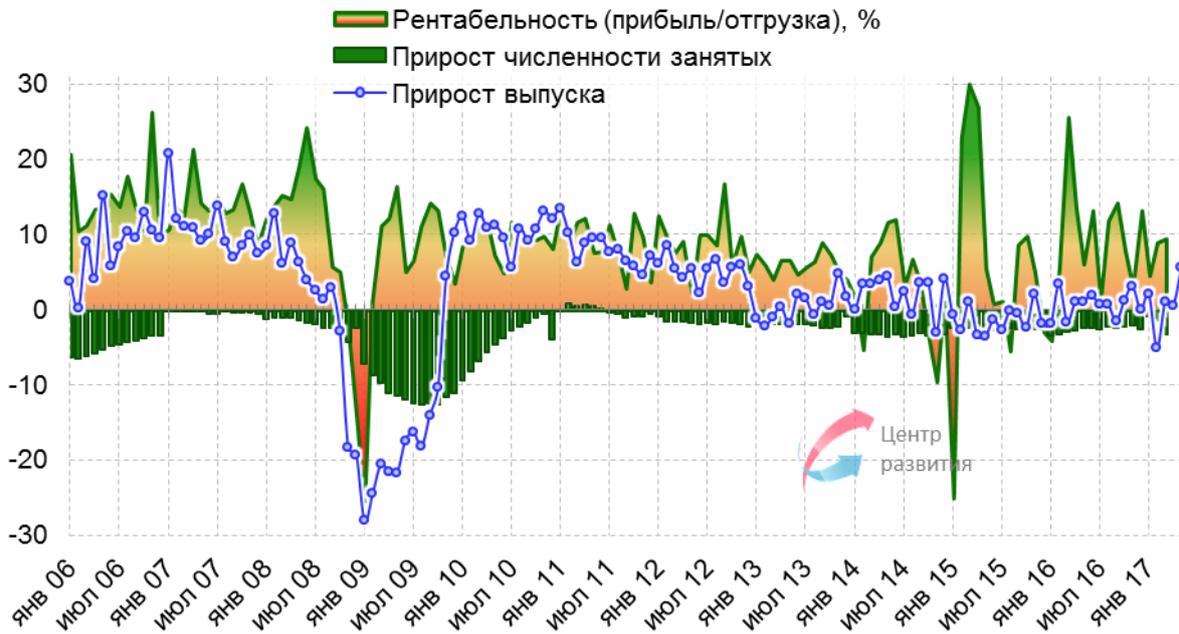
**Показатели состояния добывающих отраслей (рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %**

**NEW**



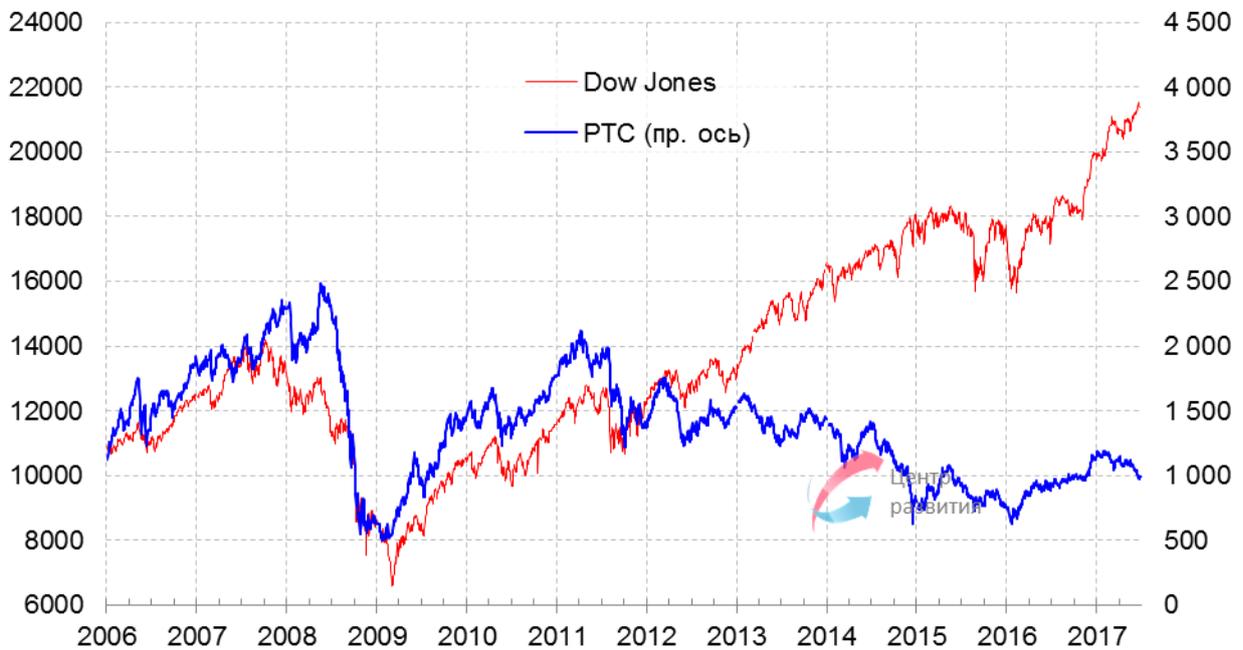
**Показатели состояния обрабатывающих отраслей**  
(рост к соответствующему месяцу предыдущего года), в %

**NEW**



**Динамика фондовых индексов**

**NEW**



## КОММЕНТАРИИ К «КАРТИНКАМ»

<sup>[1]</sup> Данные по внешней торговле за май 2017 г. и по счету текущих операций за период с января по май 2017 г. являются оценками Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

<sup>[2]</sup> В базовой инфляции (БИПЦ) по методологии Института «Центр развития» НИУ ВШЭ не учитывается изменение цен: из числа продовольственных товаров – на плодоовощную продукцию, яйца и алкогольные напитки, из числа непродовольственных товаров – на бензин, меховые изделия и табачную продукцию, из числа услуг – на транспортные, жилищные, коммунальные, образовательные, санаторно-оздоровительные и услуги дошкольного воспитания; все значения по правой оси (год к году) с относительно небольшой погрешностью соответствуют значениям на левой шкале (месяц к месяцу), приведённым в годовое представление.

<sup>[3]</sup> НДС внутренний – НДС, уплаченный с товаров, реализованных внутри страны, за исключением вычетов с ввозимых товаров; акцизы внутренние – акцизы, уплаченные с товаров, произведённых на территории России; налог на импорт – сумма внешних акцизов, внешнего НДС и ввозных пошлин.

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

## Команда «Центра развития»

Дарья Авдеева

Наталья Акиндинова

Елена Балашова

Николай Кондрашов

Людмила Коновалова

Алексей Кузнецов

Валерий Миронов

Дмитрий Мирошниченко

Светлана Мисихина

Сергей Пухов

Наталья Самсонова

Сергей Смирнов

Ксения Чекина

Алёна Чепель

Андрей Чернявский

## Ждем Ваших вопросов и замечаний!

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

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

Вся информация, представленная в Выпуске, базируется на данных официальных органов и расчетах Института «Центр развития» НИУ «Высшая школа экономики».

При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Выпуске, необходимо указывать ссылку на Институт «Центр развития» НИУ ВШЭ.

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