

# ОПЕРАТИВНЫЙ МОНИТОРИНГ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИТУАЦИИ В РОССИИ

ТЕНДЕНЦИИ И ВЫЗОВЫ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

**№ 2 (февраль 2015 г.)**

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ.....	3
МАКРОЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ: ОЦЕНКА ТЕКУЩИХ РИСКОВ.....	5
1. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В ЯНВАРЕ 2015 Г.: БАНК РОССИИ ПОТЕРЯЛ ЦЕЛЬ (П. Трунин) .....	5
2. ПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ: ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ И ОСОБЕННОСТИ (Н.Шагайда).....	8
3. БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: БАНКИ НАРАЩИВАЮТ УБЫТКИ, А КОРПОРАТИВНЫЕ КЛИЕНТЫ – СРОЧНЫЕ ДЕПОЗИТЫ (М.Хромов) .....	12
4. ВОЗМОЖНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ И РИСКИ СНИЖЕНИЯ СУВЕРЕННЫХ РЕЙТИНГОВ РОССИИ (А. Абрамов).....	15
ИТОГИ 2014 Г.: ПРЕДКРИЗИСНАЯ СТАГНАЦИЯ.....	18
5. ПЕРВАЯ ОЦЕНКА ВВП РОССИИ В 2014 Г.: ТЕМПЫ РОСТА ЗАМЕДЛИЛИСЬ, СТРУКТУРА УХУДШИЛАСЬ (Г. Идрисов).....	18
6. РАЗЛОЖЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ВВП: СТРУКТУРНЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ПРОДОЛЖАЛИ ЗАМЕДЛЯТЬСЯ (М.Казакова).....	20
7. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В 2014 Г.: ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ (Д. Гордеев, Г. Идрисов, А. Каукин, Ю. Пономарев, С. Судаков, Е. Филичева).....	22
ЯНВАРЬ 2015 Г.: КОНЪЮНКТУРА ПРОМЫШЛЕННОСТИ И СОЦИАЛЬНЫЕ НАСТРОЕНИЯ.....	28
8. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В ЯНВАРЕ 2015 Г. (С.Цухло).....	28
9. ИНФЛЯЦИЯ И СНИЖЕНИЕ ДОХОДОВ ФОРМИРУЮТ У НАСЕЛЕНИЯ «КРИЗИСНЫЕ» НАСТРОЕНИЯ (А. Бурдяк, Д. Рогозин) .....	29

**Мониторинг** подготовлен коллективом экспертов Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (Института Гайдара), Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС) и Всероссийской академии внешней торговли (ВАВТ) Минэкономразвития России

**Редколлегия:**

Дробышевский С.М., Кадочников П.А., Мау В.А., Рогов К.Ю., Синельников-Мурылев С.Г.

**Редактор** Рогов К.Ю.



**РАНХиГС**  
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Оперативный мониторинг экономической ситуации в России. Тенденции и вызовы социально-экономического развития / Институт экономической политики им. Т.Е. Гайдара, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Всероссийская академия внешней торговли; Ред.колл.: Дробышевский С.М., Кадочников П.А., Мау В.А., Рогов К.Ю., Синельников-Мурылев С.Г. 2015. № 2. Февраль.

[Электронный ресурс] URL: [http://www.iep.ru/files/text/crisis\\_monitoring/2015-2-feb.pdf](http://www.iep.ru/files/text/crisis_monitoring/2015-2-feb.pdf)

*При частичном или полном использовании материалов ссылка на источник обязательна.*

## ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВЫВОДЫ

### **Макроэкономика и финансы: оценка текущих рисков**

Снижение ключевой ставки Банком России выигрывает преждевременным и несет риски дальнейшего разгона инфляции и нестабильности на валютном рынке. В результате рекордной инфляции января, достигшей 3,9% в месячном выражении, ключевая ставка ЦБ в феврале вновь стала отрицательной. Непоследовательность в выборе целей денежно-кредитной политики снижает доверие к заявленной ранее политике Банка России, а неизбежное снижение ставок по депозитам создаст стимулы для экономических агентов вновь избавляться от рублевых накоплений.

Между тем в первой декаде февраля текущая инфляция остается на январском уровне. Если эта динамика сохранится, по итогам месяца инфляция достигнет 18% в годовом выражении. Сдерживающее влияние на инфляцию пока оказывают монетарные факторы: по итогам 2014 г. денежная масса выросла всего на 2,2%.

Хотя курс рубля во второй половине января – начале февраля демонстрирует признаки стабилизации, валютный рынок остается волатильным и чувствительным к внешним событиям и факторам.

При том, что наибольший вклад в инфляцию в 2014 г. вносили цены на продовольствие, в январе 2015 г. вклад роста цен на непродовольственные товары также существенно увеличился. Что касается продовольственной инфляции, ее динамика обусловлена преимущественно макроэкономическими факторами: девальвация рубля, с одной стороны, снизила издержки сельхозпроизводителей и пищевой промышленности, а с другой – привела к подорожанию импортных ресурсов для сельскохозяйственного и пищевого производства, а также повысила рентабельность экспорта конкурентоспособной сельхозпродукции. Кроме того, замена поставщиков и импортозамещение, связанные с ограничением импорта продовольствия из ряда стран, далеко не всегда ведут к снижению цен на соответствующую продукцию. Снижение конкуренции со стороны импорта также не способствует стабилизации цен. При этом следует иметь в виду, что, за исключением от-

дельных секторов, российское сельскохозяйственное производство является конкурентной отраслью, а доля сырья, в том числе сельскохозяйственного, в структуре розничных цен продовольственного продукта редко превышает 50%.

Основные негативные тенденции развития банковского сектора в целом сохранились. Стабилизация качества розничного сегмента банковского кредитного портфеля сопровождалась значительным ухудшением корпоративной задолженности, что привело к масштабным убыткам банковского сектора. За декабрь эти убытки составили 192 млрд руб. – почти четверть от прибыли, заработанной за предыдущие 11 месяцев. Основным фактором убыточности стало резкое увеличение отчислений в резервы на возможные потери. Количество убыточных банков превысило 227, при этом основная часть убытков пришлось на крупнейшие банки, подконтрольные государству или госкомпаниям, и на банки, проходящие процедуру финансового оздоровления.

Внешняя задолженность банковского сектора продолжила сокращаться, а население так и не восстановило доверие к банковским вкладам. Розничные клиенты забрали со своих счетов более 190 млрд руб. Кроме того, в декабре заметно выросла доля средств корпораций, выведенных из текущего оборота на срочные банковские депозиты. В декабре 2014 г. корпорации отправили на срочные депозиты свыше 1,7 трлн руб., тогда как текущие счета увеличились лишь на 323 млрд руб. В результате доля депозитов в средствах корпоративных клиентов достигла рекордных 63% на 1 января 2015 г., а их номинальная величина стала сопоставима с месячным оборотом российской экономики.

Рейтинговое агентство S&P снизило в конце января суверенный рейтинг РФ до уровня ниже инвестиционного. Moody's и Fitch пока сохраняют рейтинги на инвестиционном уровне с негативным прогнозом. Велика вероятность того, что в ближайшие месяцы рейтинг России опустится ниже инвестиционного у всех трех агентств. В краткосрочной

перспективе это усилит отток иностранных портфельных инвестиций, но не вызовет обвала рынка и массовых распродаж российских активов. Однако на более длительной перспективе (2–3 года) потери для финансовой системы и бизнеса будут нарастать. Даже при относительно «мягком» сценарии для государства и компаний закроется возможность привлечения нового иностранного капитала, а длительная стагнация цен финансовых активов будет представлять угрозу для стабильности банковской системы.

#### **Итоги 2014 г.: предкризисная стагнация**

Опубликованная Росстатом предварительная оценка ВВП России за 2014 г. указывает на то, что в прошедшем году российская экономика находилась под влиянием негативных факторов, связанных со структурными дисбалансами, сформировавшимися в предыдущие годы. Экономика продолжала замедляться, годовой прирост ВВП составил 0,6% против 1,3% в 2013 г.

Предварительные годовые данные указывают на сокращение прироста валовой добавленной стоимости в сельском хозяйстве и обрабатывающей промышленности (+2,5% против +3,9% в 2013 г.), стабилизацию в добывающем секторе и усилившееся сокращение объемов строительства (-5,2%). В структуре использованного ВВП отчетливо заметно усугубление негативных тенденций: снижение валового накопления основного капитала (-2,5%) и замедляющийся рост конечного потребления (+1,5). Структура ВВП по элементам использования ухудшается: доля конечного потребления выросла с 73,4 до 74,1%, т.е. доля сбережений сокращается. Структура ВВП по источникам доходов также ухудшилась: доля зарплаты в ВВП возросла до 52,3% в 2014 г., соответственно, сократилась доля налогов и прибыли, что усугубляет негативную тенденцию предыдущих лет.

В региональном разрезе в 22 из 85 субъектов РФ (с учетом автономных округов) индекс промышленного производства показал снижение по сравнению с предыдущим годом, в 34 регионах снижение зафиксировано по добыче полезных ископаемых, в 32 – по обрабатывающей промышленности; в 13 регионах отрицательная динамика наблюдается второй год подряд.

В разрезе отраслей динамика добывающей промышленности по итогам 2014 г. выглядит чрезвычайно разнородной и неустойчивой. По итогам года рост продемонстрировали фактически 5 отраслей: пищевое производство, производство кокса и нефтепродуктов, неметаллических минеральных продуктов, резины и пластмасс, а также про-

изводство транспортных средств (при серьезном сокращении в сегменте автопроизводства). В четырех отраслях можно констатировать стагнацию (целлюлозно-бумажное производство, металлургия и химическая промышленность, производство электрооборудования). Спад был характерен для отраслей легкой промышленности (производство кожи, обработка древесины, текстильная промышленность), а также – наиболее серьезный – для машиностроения.

Методика разложения темпов роста ВВП демонстрирует, что замедление экономики в 2014 г. было связано прежде всего с замедлением структурных темпов роста. Вклад составляющей, связанной с условиями внешней торговли, также был отрицательным, но незначительным – резкое снижение цен на нефть сказалось на годовых показателях лишь в небольшой степени.

Эти данные указывают, что в 2014 г. экономика оказалась близка к границе своих производственных возможностей. В этих условиях стимулирующие меры бюджетной и денежно-кредитной политики будут неэффективны. Манипулирование процентными ставками или обменным курсом может оказать лишь краткосрочный и ограниченный эффект, поскольку ни ставки, ни курс не являются фундаментальными факторами экономического роста. При наиболее вероятных в 2015 г. отрицательных темпах роста ВВП в диапазоне -2 ... -6% возникнет отрицательный разрыв в выпуске (фактический выпуск будет ниже потенциального). В такой ситуации стимулирующие меры денежно-кредитной и бюджетной политики будут оказывать положительный эффект на экономику с точки зрения повышения темпов роста. Однако данный эффект также не будет иметь долгосрочного характера.

#### **Январь 2015 г.: конъюнктура промышленности и социальные настроения**

Картина настроений и ожиданий как предприятий, так и граждан в январе 2015 г. выглядит достаточно противоречивой.

Так, согласно данным конъюнктурных опросов, промышленность не почувствовала кризисного спада спроса в январе. Вместе с тем негативные ожидания в отношении будущего спроса отражаются в стратегии снижения запасов и в ухудшающихся планах выпуска. В то же время оценки выпуска в январе также не свидетельствуют о кризисе, а, напротив, заставляют, скорее, ожидать роста выпуска по итогам месяца.

Располагаемые доходы населения в декабре 2014 г. составили 92,7% от уровня декабря 2013 г. Заработная плата и пенсии в реальном выражении в декабре продолжили ноябрьское падение и к концу года достигли рекордно низких показателей – 95,3 и 97,4% от уровня декабря прошлого года. Снижение располагаемых доходов сформировало реальную почву для снижения потребительской уверенности и ухудшения социального самочувствия граждан, о чем можно судить по дан-

ным социологическим опросов. Традиционно основным фактором ухудшения социального самочувствия является рост цен. Этот фактор особенно сильно влияет на социальное самочувствие низкодоходных групп. Для групп с более высокими доходами основной негатив пока связан не столько с фактическим ухудшением личного материального положения, сколько с ухудшением ожиданий и оценок общей экономической и политической ситуации в стране.

## МАКРОЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ: ОЦЕНКА ТЕКУЩИХ РИСКОВ

### 1. ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ В ЯНВАРЕ 2015 Г.: БАНК РОССИИ ПОТЕРЯЛ ЦЕЛЬ

П. Трунин

*По итогам заседания совета директоров Банка России 30 января 2015 г. было принято решение снизить ключевую ставку с 17 до 15%. Как следует из объяснения ЦБ РФ, причиной снижения является «изменение баланса рисков ускорения роста потребительских цен и охлаждения экономики». Однако такая констатация выглядит явно преждевременной: динамика инфляции в январе и первой декаде февраля остается на максимумах и не демонстрирует признаков замедления.*

Напомним, что экстренное повышение ставки с 10,5 до 17% стало реакцией денежных властей на развернувшуюся панику на валютном рынке, когда на пике курс евро вплотную подошел к уровню 100 руб., а курс доллара – к 80 руб. На тот момент ЦБ видел свою первоочередную задачу в стабилизации курса, поэтому пошел на решительное ужесточение денежной политики. Побочным следствием этого стали возросшие кредитные риски и, как следствие, риски развития кризиса в банковском секторе, а также торможение экономического ро-

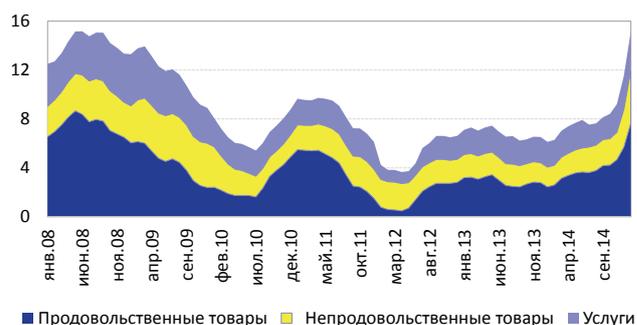
ста по причине сворачивания кредитования. Принимая во внимание эти обстоятельства и полагая, что динамика курса рубля в значительной степени стабилизировалась, Банк России пошел на умеренное снижение ставки.

Мы полагаем, что решение о снижении ключевой ставки было принято преждевременно. Приоритетом денежно-кредитной политики ЦБ РФ является таргетирование инфляции, однако принятое решение свидетельствует о смещении приоритетов Банка России в сторону стимулирования экономического роста. Это может разогнать ожидаемую инфляцию, притом что фактическая инфляция за январь достигла максимального уровня с 1999 г. (3,9% к предыдущему месяцу). Экономические агенты могут воспринять снижение ставки как проявление непоследовательной денежной политики, которая и так вызывает много вопросов после декабрьской валютной паники. Это вносит дополнительную неопределенность и осложняет решения о сбережениях и инвестициях.

Смягчение денежно-кредитной политики в текущих условиях подрывает доверие к отечествен-

ной валюте и к режиму таргетирования инфляции в целом. Повышение ключевой ставки в декабре привело к значительному росту ставок по рублевым депозитам в коммерческих банках, повысив их привлекательность в качестве инструмента сбережений и увеличив эффективность процентного канала денежной политики. Однако снижение ставки может нивелировать достигнутый положительный эффект, так как, помимо прямых негативных последствий для сбережений в виде снижения ставок по депозитам, о котором уже заявили многие банки, смягчение денежной политики снижает доверие к ЦБ РФ. Текущий темп роста цен и его возможное дальнейшее увеличение в течение года стимулируют экономических агентов по возможности избавляться от рублевых накоплений.

По-видимому, ЦБ РФ недооценивает инфляционные последствия своей политики. В настоящий момент фактически как ключевая ставка, так и ставки по депозитам стали отрицательными. Это может породить инфляционно-девальвационную



Источник: Росстат, расчеты авторов.

Рис. 1. Вклад основных компонент в ИПЦ в годовом выражении в 2008–2015 гг.

спираль: рост инфляционных ожиданий будет подрывать доверие к отечественной валюте и приводить к ослаблению рубля, которое будет вызывать ускоренный рост цен, что еще сильнее будет разогревать инфляционные ожидания и приводить к дальнейшему ослаблению рубля.

Таблица 1

ТОВАРНЫЕ ГРУППЫ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕСЯ НАИБОЛЬШИМ ПОДРОЖАНИЕМ ПО ИТОГАМ ЯНВАРЯ 2015 Г. (В ГОДОВОМ ВЫРАЖЕНИИ)

	2012	2013	2014	январь 2015 г.
ИПЦ	6,6	6,5	11,4	15
Продовольственные товары	7,5	7,3	15,4	20,7
Сахар-песок	9	2,6	40	67,9
Крупа и бобовые	-7	3,2	34,6	44,9
Флодоовощная продукция	11	9,3	22	40,7
Рыба и морепродукты	1,9	7,6	19,1	25,8
Мясо и птица	8,3	-3	20,1	24
Яйца	5,1	28,8	4,6	18,9
Масло сливочное	3	18,6	14,5	17,4
Молоко и молочная продукция	4,4	13,1	14,4	15,8
Непродовольственные товары	5,2	4,5	8,1	11,2
Табачные изделия	22,6	29,3	27,1	28,1
Электротовары и другие бытовые приборы	3,3	2,1	17,9	24,4
Медикаменты	5,1	2,5	13,1	20,2
Телерадиотовары	-3,6	-0,2	15,8	19,5
Моющие и чистящие средства	6,5	4,6	9,2	11,9
Ткани	11	5,2	7,4	10,6
Бензин автомобильный	6,8	5,7	8,9	8,7
Одежда и белье	6,9	4,7	6,2	7,4
Строительные материалы	5,7	2,5	4,8	7,4
Услуги	7,3	8	10,5	12,3
Зарубежного туризма	-1,8	9,1	41,1	49,1
Страхования	2,6	4,9	21,7	32,3
Услуги дошкольного воспитания	8	9,9	15,6	16,5
Образования	4,9	7,7	13,8	15,1
Услуги организаций культуры	6,6	10,5	9,9	10,4
Медицинские	6,9	9	9,2	10,4
Жилищно-коммунальные услуги	7,5	9,8	9,4	9,8
Санаторно-оздоровительные услуги	7,1	5,7	7,6	9,3
Услуги пассажирского транспорта	3,4	8,9	7,3	9,3

Источник: Росстат, расчеты авторов.

Как уже было отмечено, по итогам января 2015 г. темп прироста потребительских цен достиг 3,9%. В последний раз более высокая январская инфляция была зафиксирована в 1999 г. (+8,4%) и была вызвана, как и в этот раз, значительным ослаблением рубля. Как видно на *рис. 1*, инфляция в годовом выражении по итогам января превысила 15%. Интересно, что, исходя из данных еженедельного мониторинга, опубликованного 4 февраля, инфляция в январе оценивалась на уровне 2,7%, что оказалось значительно ниже итогового январского значения. Расхождение объясняется различными корзинами, используемыми для расчета индексов. Это означает, что данный мониторинг не может быть использован для принятия решения в области ДКП.

Отметим, за неделю с 3 по 9 февраля темп прироста цен достиг 0,6%, что соответствует январским значениям недельных индексов цен и означает, что цены продолжают быстро расти примерно тем же темпом, что и в конце 2014 г. – начале 2015 г.

По декабрьским данным ЦБ РФ, инфляционные ожидания населения достигли 15,5% в годовом выражении (подробнее об оценках инфляционных ожиданий Банком России см.: [http://www.cbr.ru/DKP/standart\\_system/Infl\\_exp\\_14-12.pdf](http://www.cbr.ru/DKP/standart_system/Infl_exp_14-12.pdf)). Отметим, что основной вклад в годовую инфляцию вносят продовольственные товары (7,6 п.п. из 15,1 п.п.). На втором месте идут непродовольственные товары (4,3 п.п.). Однако если анализировать вклад компонент в прирост инфляции, то окажется, что по сравнению с январем 2014 г. увеличение вклада в инфляцию цен на продовольственные товары (в 3,1 раза) оказалось сопоставимым с вкладом непродовольственных товаров (в 2,6 раза). Платные услуги населению, цены на которые в значительной мере регулируются государством, ожидаемо дорожали медленнее всего.

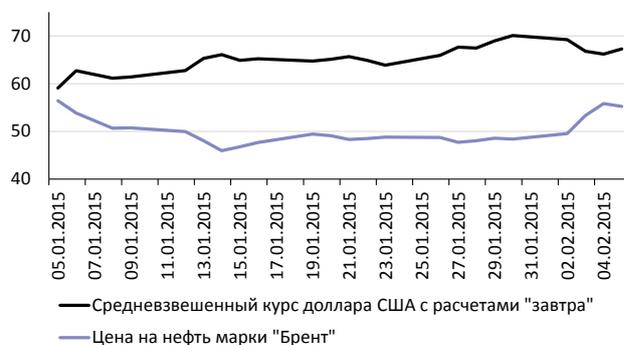
Как видно из *табл. 1*, цены на наиболее подорожавшие группы товаров и услуг выросли заметно больше, чем средний уровень цен. Основным фактором повышения цен стало обесценение рубля. Так, среди услуг ожидаемо сильнее всего выросли цены на услуги зарубежного туризма, в цены которых изменение курса рубля перекладывается практически полностью. При этом, как мы отмечали в предыдущем обзоре, основная часть эффекта переноса реализуется в первые несколько месяцев после изменения курса. Это означает, что в январских ценах отражен еще не весь эффект падения рубля в декабре прошлого года. Следовательно, в течение ближайших нескольких месяцев можно ожидать дальнейшего ускорения инфляции в годовом выражении.



Источник: ЦБ РФ, расчеты авторов.  
 Рис. 2. Динамика денежного предложения и денежного мультипликатора (правая шкала) в 2000–2014 гг.

Сдерживающее влияние на инфляцию пока оказывают монетарные факторы: по итогам 2014 г. денежная масса выросла всего на 2,2% (см. *рис. 2*). Ранее столь низкий темп прироста денежного предложения наблюдался лишь в 2009 г. – во время предыдущего экономического кризиса. Продолжение такой динамики денежного предложения обеспечит замедление инфляции в середине – второй половине текущего года в случае проведения разумной денежной политики и отказа от эмиссионного финансирования бюджетных расходов. В результате по итогам года при отсутствии дальнейшего ослабления рубля инфляция может не превысить 15%.

В завершение отметим, что курс рубля в январе – начале февраля оставался волатильным, изменяясь зачастую на несколько рублей в течение торгового дня. При этом, как видно из *рис. 3*, основным фактором динамики курса были цены на нефть, которые в начале февраля превысили уровень начала года из-за появления статистики о сокращении количества буровых установок в США, а также из-за обнародования планов нефтяных компаний по значительному сокращению инвестиций.



Источник: ЦБ РФ, ICE, расчеты авторов.  
 Рис. 3. Динамика цен на нефть и обменного курса рубля к доллару США

При этом ослабление курса рубля в конце января при стабильных ценах на нефть могло быть связано с ожиданиями снижения ключевой ставки ЦБ РФ, которое в итоге и произошло.

При этом Банк России с начала года не проводил интервенции на валютном рынке. Сокращение международных резервов ЦБ на 9,2 млрд долл. в январе практически полностью (на 9,1 млрд долл.)

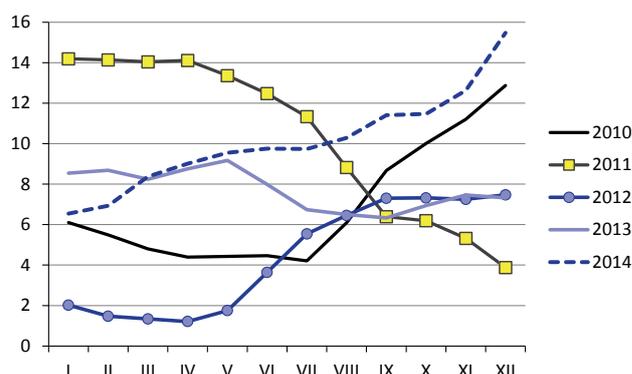
было связано с укреплением доллара США к прочим валютам, в которых хранятся резервы. Также напомним, что ЦБ РФ выдал около 20 млрд долл. коммерческим банкам в рамках операций РЕПО в иностранной валюте. Эти средства в настоящий момент не включаются в международные резервы, но должны вернуться в их состав по мере возврата средств банками.

## 2. ПРОДОВОЛЬСТВЕННАЯ ИНФЛЯЦИЯ: ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ И ОСОБЕННОСТИ

Н.Шагайда

Сохраняющийся высокий уровень продовольственной инфляции обусловлен преимущественно макроэкономическими факторами: девальвация рубля, с одной стороны, снизила издержки сельхозпроизводителей и пищевой промышленности, а с другой – привела к подорожанию импортных ресурсов для сельскохозяйственного и пищевого производства, а также повысила рентабельность экспорта продовольствия. Кроме того, замена поставщиков и импортозамещение, связанные с ограничением импорта продовольствия из ряда стран, далеко не всегда ведут к снижению цен на соответствующую продукцию. Снижение конкуренции со стороны импорта также не способствует стабилизации цен. При этом следует иметь в виду, что, за исключением отдельных секторов, сельскохозяйственное производство является конкурентной отраслью, а доля сырья, в том числе сельскохозяйственного, в структуре розничных цен продовольственного продукта редко превышает 50%.

С августа 2014 г. месячные индексы потребительских цен на продукты питания превышали аналогичные показатели 2011–2013 гг. Максимальный рост цен на продовольствие за месяц в течение 5 лет (2010–2014 гг.) наблюдался в декабре 2014 г. – 3,3%. Если сравнивать месячные индексы цен относительно предыдущего года, то видно, что уже с марта 2014 г. они превышали показатели предыдущих лет (рис. 1). В результате в декабре 2014 г. продуктовая инфляция к декабрю 2013 г. составила 15,48%, в январе 2015 г. годовая продовольствен-



Источник: Росстат.

Рис. 1. Индекс розничных цен на продовольствие относительно аналогичного месяца предыдущего года

ная инфляция достигла уже 121,8% (табл. 1). В наименьшей мере в целом за год подорожали хлеб, растительное масло, молоко и молочные продукты, сливочное масло и яйцо (на 11–19%). Рост цен на мясо, включая птицу, и рыбу составил 14–26%. Плодоовощная продукция и крупы выросли в цене на 41–45%. Максимальный рост наблюдался по сахару – на 68%.

Рост цен на продукты происходил неравномерно. Так, рост цен на курятину и свинину наблюдался с осени 2013 г., рост цен на яйцо и сахар наблюдается с ноября 2014 г. – после резкой девальвации рубля. В целом можно выделить два этапа роста цен на сельскохозяйственные продукты: первый этап – с момента введения антисанкций (7 августа 2014 г.), второй – с момента резкой девальвации рубля.

Таблица 1

ИНДЕКС РОЗНИЧНЫХ ЦЕН НА ОТДЕЛЬНЫЕ ГРУППЫ ТОВАРОВ В ЯНВАРЕ 2015 Г., %

Товары	Январь 2015 г. к		Справочно	
	декабрю 2014 г.	январю 2014 г.	Январь 2014 г. к декабрю 2013 г.	Январь 2014 г. к январю 2013 г.
Продовольственные товары без алкоголя	106,2	121,8	100,9	105,7
Хлеб и хлебобулочные изделия	103,6	111,1	100,3	107,1
Масло подсолнечное	107,6	113,8	99,3	95,9
Макаронные изделия	105,7	114,5	100	103,4
Молоко и молочная продукция	102,4	115,8	101,1	113,9
Масло сливочное	103,8	117,4	101,3	119,3
Яйцо	106,9	118,9	94	120
Мясо и птица	103,2	124	99,9	97,2
Рыба и морепродукты	106,5	125,8	100,8	108
Флодоовощная продукция	122,1	140,7	105,8	107,7
Крупа и бобовые	107,4	144,9	99,7	102,3
Сахар-песок	119,1	167,9	99,2	101,6

Источник: Росстат.

На первом этапе рост цен был вызван следующими причинами:

- 1) заменой поставщиков с более высокой ценой на продукты: страны, которые заменяли импорт из «санкционных» стран (из ЕС, Канады, Норвегии, США, Австралии), имели часто более высокие цены еще в 2013 г. (как это видно из таможенной статистики);
- 2) импортозамещением российской продукцией, которая имела более высокую цену по сравнению с импортной. Так, по данным ОЭСР, коэффициент номинальной защиты производителей свинины в России составил 1,98, т.е. цены на внутреннем рынке были почти в 2 раза выше цен мирового рынка (табл. 2). То есть увеличение доли российской свинины на рынке вело к росту средней цены реализации. Стоимость зерновых в России была ниже цен мирового рынка, подсолнечника, картофеля и яйца – на уровне мировых. Таким образом, импортозамещение в части этих продуктов не могло привести к росту розничных цен на продукты из этого сельскохозяйственного сырья;

Таблица 2

КОЭФФИЦИЕНТЫ НОМИНАЛЬНОЙ ЗАЩИТЫ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ В РОССИИ (2010–2012 ГГ.)

Продукты	Коэффициент	Продукты	Коэффициент
Пшеница	0,9	Говядина	1,3
Кукуруза	0,6	Свинина	2,0
Ячмень	0,8	Мясо птицы	1,2
Подсолнечник	1,0	Яйцо	1,0
Картофель	1,0	Молоко	1,2

Источник: Agricultural Policy Monitoring and Evaluation, 2013: OECD Countries AHD Emerging Economies, OECD Publishing.

- 3) снижением конкуренции поставщиков продовольствия. Четыре компании – производителя свинины, а также 4 компании – производителя курятины производят более 30%, соответственно, свинины и курятины. Цены на свинину начали расти с осени 2013 г, когда Россия стала «прикрывать» рынки Европы для ввоза в Россию: цена на свинину в магазинах к моменту введения антисанкций выросла на 16%.

На втором этапе – после падения курса рубля – возникла новая ситуация. С одной стороны, внутренние цены стали существенно ниже цен на внешнем рынке (исключение составила свинина, цены на которую приблизились к мировым), а с другой – увеличились цены на ресурсы для сельского хозяйства как внутреннего, так и импортного производства (цена последних возросла почти в 2 раза).

Кроме того, стали расти цены на ресурсы, производимые внутри страны, но реализуемые за рубежом, – например, на минеральные удобрения. Этот рост также обусловлен изменением курса рубля и ориентацией внутренних цен на мировые при отсутствии экспортных пошлин. (Белоруссия в одностороннем порядке ввела экспортные пошлины в размере 45 евро на тонну; российские производители минеральных удобрений, опасаясь подобного шага, говорят о добровольном снижении на 15–20% внутренних цен.) В результате, хотя сельхозпродукция после девальвации стала существенно дешевле импортной, переход к новым ценам на ресурсы заставлял сельхозпроизводителей накапливать средства для их покупки для будущей деятельности за счет увеличения цены уже произведенных продуктов. Других средств у сельхозпро-

изготовителей нет: рентабельность их прошлой деятельности была низкой (табл. 3).

Таблица 3

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ РЕАЛИЗАЦИИ ОСНОВНЫХ СЕЛЬХОЗПРОДУКТОВ, 2013 Г.

	Себестоимость	Выручка	Рентабельность, %
КРС	90,8	60,9	-32,9
Свиньи	125,4	135,8	8,3
Овцы, козы	2,6	2,6	0,0
Птица	45,6	46,8	2,6
Молоко	164,7	188,3	14,3
Яйцо	79,7	93,4	17,2
в том числе пищевое	65,95	77,29	17,2
племенное	13,75	16,11	17,2
Суточные птенцы	5,6	7,5	33,9
Рыба одомашненная	4,49	5,11	13,8

Источник: сводный годовой отчет по сельскохозяйственным организациям системы Минсельхоза за 2013 г.

Рост цен на импортные продовольственные продукты сказывается на общем уровне цен. Так, по импорту ввозится четверть потребляемого в России риса. Ввозится сахар-сырец, из которого производится белый сахар. Очевидно, что с одного завода

будет одна цена реализации сахара как из импортного, так и из российского – свекловичного – сырья.

Наконец, внутренние цены на экспортируемые российские продукты также растут вслед за ростом курса доллара. В противном случае семена масличных, кукуруза и т.д. будут вывозиться из страны, на внутреннем рынке возникнет дефицит. Введение ограничений для вывоза сельскохозяйственной продукции и ограничение внутренних цен на продукцию имеют негативные долговременные последствия, поэтому – в качестве полезной меры – их рассматривать не следует.

Анализируя причины и факторы роста цен на продовольствие, следует иметь в виду, что, несмотря на весьма успешные шаги по концентрации в отдельных отраслях, сельское хозяйство – немонополизированная отрасль. Сверхкрупные агрохолдинги имеются лишь в свиноводстве и птицеводстве. В остальных отраслях рынок достаточно конкурентный. Кроме того, доля сырья, в том числе сельскохозяйственного, в структуре розничных цен продовольственного продукта редко превышает 50% (табл. 4). Например, в муке высшего сорта доля зерна – менее 30%, а сферы обращения – более 54%.

Таблица 4

ДОЛЯ СЫРЬЯ И СФЕРЫ ОБРАЩЕНИЯ, ВКЛЮЧАЯ НДС, В СТРУКТУРЕ РОЗНИЧНЫХ ЦЕН НА ОТДЕЛЬНЫЕ ВИДЫ ПРОДОВОЛЬСТВИЯ, %, 2013 Г.

	Стоимость сырья и основных материалов за вычетом возвратных отходов	Оборот сферы обращения, включая НДС, исчисленный организацией розничной торговли
Говядина (кроме бескостного мяса)	59,22	20,63
Говядина бескостная	56,47	22,66
Свинина (кроме бескостного мяса)	54,73	28,60
Свинина бескостная	57,28	24,40
Мясо птицы	41,99	26,80
Мука пшеничная 1-го, 2-го сортов	31,70	52,37
Мука пшеничная высшего сорта	29,53	54,26
Сахар-песок из сахарной свеклы	37,85	33,01
Масло подсолнечное	31,97	51,86
Молоко питьевое цельное пастеризованное 2,5–3,2% жирности	47,41	18,41
Сыры сычужные твердые и мягкие	49,33	26,13
Сметана 15–20% жирности	45,12	17,62
Творог жирный (не менее 5%)	45,07	22,58
Творог нежирный (менее 5%)	41,80	27,20
Масло сливочное	57,01	18,19
Яйца куриные	34,26	25,72
Макаронные изделия (макароны и вермишель) из пшеничной муки высшего сорта	28,03	49,15
Рыба живая, свежая или охлажденная	23,48	45,87
Рыба мороженая разделанная (кроме лососевых пород)	15,48	47,51

Источник: Росстат.

Таблица 5

## ЗАПАСЫ НА 1 ЯНВАРЯ 2015 Г.

	Продано в декабре 2014 г., % к ноябрю 2014 г.	Запасы на 1 января 2015 г., % к запасам на 1 декабря 2014 г.	Обеспеченность запасами, в днях торговли	
			на 1 января 2015 г.	Справочно: на 1 декабря 2014 г.
Мясо (включая мясо домашней птицы и дичи), продукты и консервы из мяса	119,6	121,8	8	8
Рыба и морепродукты	157,3	125,8	14	18
из них консервы и пресервы из рыбы и морепродуктов	155,3	116,0	16	22
Животные масла	116,1	110,2	7	8
Растительные масла	117,9	108,5	20	22
Молочные продукты	110,3	123,4	10	9
из них:				
сыры жирные	124,0	128,6	13	13
консервы молочные сухие, сублимированные	115,2	130,6	46	41
цельномолочная продукция	106,3	120,8	6	5
из нее:				
молоко питьевое	102,8	102,8	4	4
молочные напитки	104,0	137,1	13	10
Яйцо птицы	120,0	94,1	4	5
Сахар	111,3	110,8	12	12
Кондитерские изделия	136,8	103,5	16	21
Чай	132,5	109,9	23	28
Соль	102,9	97,0	19	20
Хлеб и хлебобулочные изделия	106,8	106,3	3	3
Мука	111,3	110,3	14	14
Крупа	99,7	115,9	17	14
Макаронные изделия	105,0	107,8	19	18
Свежий картофель	125,2	115,7	7	8
Свежие овощи	126,3	108,2	5	5
Свежие фрукты	141,1	133,7	5	5

Источник: Росстат.

Таким образом, рост цен связан с другими элементами продовольственной цепочки. Например, по подсолнечному маслу, муке, макаронным изделиям, мороженой рыбе доля сферы обращения приближается к 50% или даже превышает этот показатель. Государство могло бы регулировать эту наценку, как это определено законом («Об основах государственного регулирования торговой деятельности в Российской Федерации», ст. 8, п. 4). Однако этот пункт закона не применяется. Кроме того, закон предусматривает вознаграждение торговой организации на основе договора, а также возможность получения средств за проданный товар в определенный срок. Однако эти нормы действуют только в случае, если отражены в договоре. Сложившаяся система взаимоотношений поставщиков и продавцов не позволяет гарантировать, что торговая организация включит

это в договор. Нет также гарантий соблюдения требования, что поставщик не будет принужден к дополнительным платежам. В связи с этим представляется полезным не контролировать цену, что противоречит ранее названному закону (ст. 8), а ввести механизм защиты права поставщика не быть втянутым в кабальные обязательства по выплате в каком бы то ни было виде продавцу излишних платежей.

Следует отметить, что в 2014 г. произошло заметное сокращение импорта продовольствия. Стоимостные объемы поставок продовольственных товаров из всех стран сократились по сравнению с январем – декабрем 2013 г. на 7,7%. Физические объемы импорта свежемороженого мяса снизились на 24,3%, мяса птицы – на 13,6, рыбы мороженой – на 16,2, масла сливочного – на 13,2, сыров и творога – на 38,1, цитрусовых – на 3,1%. Физиче-

ские объемы импорта кофе возросли на 12,6%, кукурузы – на 22,3, продуктов, содержащих какао, – на 14,4%.

В том числе произошло сокращение импорта из стран СНГ. Стоимостные и физические объемы поставок продовольственных товаров по сравнению с январем – декабрем 2013 г. снизились соответственно на 10 и 11,5%. Физические объемы ввоза мяса птицы снизились на 15,7%, сгущенного молока – на 11,6, сыров и творога – на 16,4, пшеницы – на 56,1, продуктов, содержащих какао, – на 56,5%. Вместе с тем возросли физические объемы закупок

свежемороженого мяса на 6,8%, молока и сливок – на 13,4, сливочного масла – на 33,6%, ячменя – в 2,6 раза (Росстат).

Несмотря на это, в торговле не наблюдается дефицита продовольствия, о чем свидетельствует уровень запасов (табл. 5). За редким исключением (яйцо и соль) запасы продовольствия на 1 января 2015 г. превышают запасы на 1 декабря 2014 г. Такая ситуация – увеличение запасов торговли на фоне сокращения импорта – свидетельствует о снижении покупательной способности населения. ●

### 3. БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: БАНКИ НАРАЩИВАЮТ УБЫТКИ, А КОРПОРАТИВНЫЕ КЛИЕНТЫ – СРОЧНЫЕ ДЕПОЗИТЫ

М.Хромов

*Основные негативные тенденции развития банковского сектора, рассмотренные в предыдущем обзоре (ОМЭС. № 1. Январь 2015 г.), в целом сохранились и в декабре. Стабилизация качества розничного сегмента банковского кредитного портфеля сопровождалась значительным ухудшением корпоративной задолженности, что привело к масштабным убыткам банковского сектора в целом. Внешняя задолженность банковского сектора продолжила сокращаться, а население так и не восстановило доверие к банковским вкладам. Кроме того, в декабре заметно выросла доля средств корпораций, выведенных из текущего оборота на срочные банковские депозиты, что, на наш взгляд, отражает критическое снижение деловой активности.*

#### Убытки банковского сектора

Наиболее драматичные изменения в конце 2015 г. коснулись прибыли банковского сектора. Снижение рентабельности банковской деятельности отмечалось и ранее, но в декабре банковский сектор впервые с середины 2009 г. продемонстрировал отрицательный финансовый результат. Причем показанные убытки оказались беспрецедентными. За месяц убытки всего банковского сектора составили 192 млрд руб. – почти четверть от прибыли, заработанной за предыдущие 11 месяцев.

Основным фактором убыточности банковского сектора в декабре стало резкое увеличение отчислений в резервы на возможные потери. Величина

таких резервов за месяц выросла на 263 млрд руб. При этом прибыль до операций с резервами в декабре также заметно снизилась, составив 71 млрд руб. против 156 млрд в среднем за предыдущие 11 месяцев.

Количество убыточных банков в декабре превысило 227<sup>1</sup>, однако можно выделить две группы банков, на которые пришлось основная часть убытков. Это крупнейшие банки, подконтрольные государству или госкомпаниям, и банки, проходящие процедуру финансового оздоровления (табл. 1)

Масштабные убытки банков привели к соответствующему сокращению балансовой оценки собственных средств банковского сектора. По нашим оценкам, величина собственных средств сократилась за месяц более чем на 300 млрд руб. Тем не менее анализ отчетности большей части кредитных организаций<sup>2</sup> говорит о росте норматива достаточности собственных средств банковского сектора с 11,9 до 12,7%. Этот рост складывается из двух компонент: роста регулятивного капитала на 2,8% (219 млрд руб.) и сокращения активов, взвешенных по уровню риска, на 3,9% (2,5 трлн руб.) за месяц. Таким образом, показатели, попадающие

1 Из числа кредитных организаций, раскрывающих балансовую отчетность на сайте Банка России (812 из 834, 99,4% от совокупных активов), убыточными оказалось 227, однако оставшиеся 22 суммарно также убыточны. Так что число убыточных очевидно больше.

2 791 организация, по которым на сайте Банка России имеется отчетность по формам № 123 и 135 и на которые приходится 96,7% совокупных активов.

Таблица 1

## ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ОТДЕЛЬНЫХ ГРУПП БАНКОВ В ДЕКАБРЕ 2014 Г.

	Финансовый результат в декабре 2014 г.	Прирост резервов на возможные потери	Прибыль без учета операций с резервами
Банковская система	-191,6	262,6	71,0
Банки, проходящие процедуру финансового оздоровления*	-160,2	147,9	-12,3
Госбанки**	-90,2	71,9	-18,3
Сбербанк	18,6	-26,6	-8,0
Прочие банки	40,2	69,4	109,5
Справочно: банки, убыточные в декабре	-310,2	278,7	-31,5

\* Банк Москвы включен в группу ВТБ.

\*\* Банки группы ВТБ, ГПБ, РСХБ.

Источник: Банк России, отчетность кредитных организаций, расчет ИЭП.

щие под обязательный мониторинг регулятора, в декабре показали противоположную динамику по сравнению с аналогичными показателями, интуитивно отражающими их экономический смысл. Это может служить еще одним подтверждением значительного разрыва между формальной отчетностью банков и фактическим положением дел в банковском секторе. Глубина проблем, которые предстоит решать банкам и регулятору в ходе разворачивающегося кризиса, вероятно, до конца пока не может быть осознана.

#### Изменения в сберегательном поведении населения

Декабрь 2014 г. оказался весьма нестандартным месяцем для отношений банков и розничных клиентов. Во-первых, в декабре впервые после кризиса 2008–2009 гг. зафиксировано снижение задолженности населения по банковским кредитам (на

0,3%). В 2014 г. основным драйвером розничного кредитования оставалась ипотека. Ее темпы почти весь год<sup>1</sup> сохранялись на уровне выше 30% в годовом выражении. При этом рост задолженности по прочим (потребительским) кредитам постепенно замедлялся, а за октябрь–ноябрь ее объем даже незначительно сократился. В декабре, вероятно, начавший замедляться рост жилищного кредитования уже не смог компенсировать сокращения потребительского.

Во-вторых, население и в декабре сохранило негативный настрой относительно сбережений на банковских вкладах. Традиционного декабрьского притока средств не случилось, а розничные клиенты, наоборот, забрали со своих счетов более

1 Данные о структуре кредитов населению с выделением жилищных кредитов на 1.01.2015 г. на момент подготовки обзора еще не опубликованы.

Таблица 2

## ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЕНЕЖНЫХ ДОХОДОВ ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ В ДЕКАБРЕ 2014 Г. ПО СРАВНЕНИЮ С ДЕКАБРЕМ 2013 Г.

	Декабрь 2013 г.		Декабрь 2014 г.		Прирост за счет изменения структуры использования доходов, млрд руб.
	Млрд руб.	% от доходов	Млрд руб.	% от доходов	
Денежные доходы	5699	100,0	5899	100,0	
Обязательные платежи и взносы	678	11,9	790	13,4	88
Расходы на потребление*	3234	56,7	3748	63,5	401
Прирост вкладов в банках	726	12,7	-192	-3,3	-944
Прирост задолженности по кредитам («+» – снижение, «-» – увеличение)	-201	-3,5	37	0,6	245
Прирост наличной иностранной валюты	94	1,6	400	6,8	303
Прирост наличных рублей**	348	6,1	132	2,2	-229
Прочие расходы и сбережения	820	14,5	984	16,8	136

\* Розничный товарооборот, общественное питание, платные услуги.

\*\* В методологии Росстата.

Источник: Росстат, Банк России, оценки ИЭП.

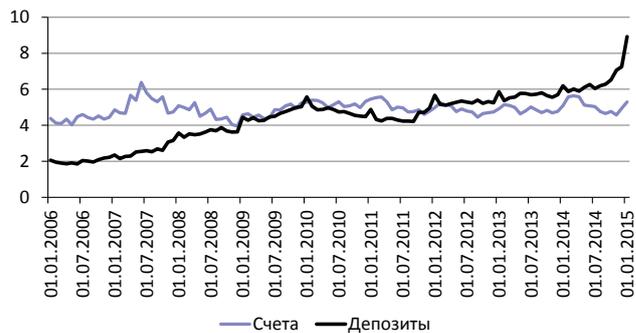
190 млрд руб. Если сравнивать основные элементы структуры расходов и сбережений домашних хозяйств в декабре 2014 г. с декабрем 2013 г., то видно, что недополученные банками средства были потрачены населением на увеличение розничных покупок и вложение в иностранную валюту (табл. 2)

**Поведение корпоративных клиентов**

Одним из индикаторов низкой деловой активности в российской экономике может служить объем средств небанковских организаций, размещенных на срочных депозитах в кредитных организациях.

Практически весь посткризисный период реальный сектор российской экономики держал на срочных депозитах средства, сопоставимые по объему с величиной текущих счетов, поддерживающих экономический оборот. При этом объем текущих счетов уже длительный период времени оставался стабильным относительно годового оборота экономики – 4–6% (15–20 календарных дней). Срочные же депозиты после небольшой стабилизации во время посткризисного восстановления экономики (2010–2011 гг.) перешли к опережающему росту, который резко ускорился в последние месяцы 2014 г.

Так, только в декабре 2014 г. корпорации отправили на срочные депозиты свыше 1,7 трлн руб., тогда как текущие счета увеличились лишь на 323 млрд руб. Частично это можно объяснить сезонными факторами, однако более сильным был эффект роста процентных ставок по депозитам, из-за которого сохранение денег на банковских депозитах стало выгоднее практически любых инвестиций в производство.



Источник: Росстат, Банк России, оценки ИЭП.

Рис. 1. Расчетные счета и срочные депозиты корпоративных клиентов банков, % к обороту экономики за 12 месяцев

зитах стало выгоднее практически любых инвестиций в производство.

Дополнительным фактором увеличения срочных депозитов стала валютная переоценка. Суммарный объем валютных счетов юридических лиц в банках достиг 104 млрд долл., из них 78 млрд долл. размещено на срочных депозитах. За 2014 г. срочные валютные депозиты корпоративных клиентов выросли на 20 млрд долл., а доход от переоценки валютных депозитов за 2014 г. превысил 1,5 трлн руб.

В результате доля депозитов в средствах корпоративных клиентов достигла рекордных 63% на 1 января 2015 г., а их номинальная величина стала сопоставима с месячным оборотом российской экономики. Такая ситуация стала следствием как высоких процентных ставок, так и девальвации национальной валюты, что вместе обеспечивает для российских предприятий весьма доходную альтернативу инвестициям в реальные активы.

## 4. ВОЗМОЖНЫЕ ПОСЛЕДСТВИЯ И РИСКИ СНИЖЕНИЯ СУВЕРЕННЫХ РЕЙТИНГОВ РОССИИ

А. Абрамов

26 января 2015 г. рейтинговое агентство S&P снизило суверенный рейтинг Российской Федерации до уровня ниже инвестиционного – *BB+/negative*. Два других международных агентства – *Moody's* и *Fitch* – пока сохраняют рейтинги на инвестиционном уровне, однако дают негативные прогнозы в отношении их сохранения на уровне соответственно *Baa3* и *BBB-*. Это означает, что с большой вероятностью в ближайшие месяцы рейтинг России опустится ниже инвестиционного у всех трех агентств. В краткосрочной перспективе это усилит отток иностранных портфельных инвестиций, но не вызовет обвала рынка и массовых распродаж российских активов. Но на более длительной перспективе (2–3 года) потери для финансовой системы и бизнеса будут нарастать. Даже при относительно «мягком» сценарии для государства и компаний закроется возможность привлечения нового иностранного капитала, а длительная стагнация цен финансовых активов будет представлять угрозу для стабильности банковской системы.

### Оценка инвестиций нерезидентов в российские ценные бумаги

По данным Банка России на 1 октября 2014 г., стоимость ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, составляла 898 млрд руб., или 24,3% стоимости облигаций, находящихся в обращении. Стоимость еврооблигаций РФ в обращении на 31.05.2015 г. в обращении, по оценке *Sbonds*, составила 47,8 млрд долл.

Стоимость акций российских компаний, принадлежащих нерезидентам, по нашим оценкам, составляет 75–80 млрд долл.<sup>1</sup> из общей капитализации российских ОАО по итогам 2014 г. в сумме 520 млрд долл.<sup>2</sup>, в том числе *free float* – 130 млрд долл.<sup>3</sup>

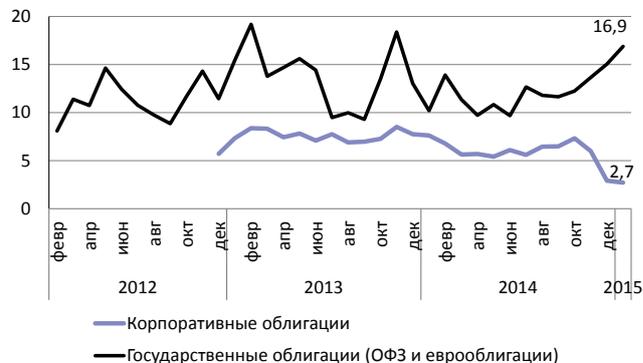
Стоимость корпоративных еврооблигаций российских компаний на 31.05.2015 г. в обращении, по оценке *Sbonds*, составила 163,8 млрд долл.

Стоимость рублевых корпоративных облигаций российских компаний на 31.05.2015 г. в обращении, по оценке *Sbonds*, – 7077,6 млрд руб. При этом

1 Около 60% от *free-float*, по оценке Сбербанка КИБ («Коммерсантъ», 17.01.2014 г.).

2 По данным S&P.

3 25% от капитализации, по оценкам Сбербанка КИБ.



Источник: собственные расчеты автора по данным Московской биржи.

Рис. 1. Доля 12 банков-нерезидентов в объеме торгов на Московской бирже, % общего объема торгов на первичном и вторичном рынках

даже в лучшие годы доля эмитентов с рыночным рейтингом составляла на данном сегменте не более 33%. Доля нерезидентов на данном сегменте рынка, по данным Обзора денежного рынка Банка России, в середине 2014 г. не превышала 4–5%, или 200–250 млрд руб., и имела тенденцию к снижению. Центральный российский депозитарий НРД приступил к либерализации доступа нерезидентов на внутренний рынок корпоративных облигаций на основе установления прямых корреспондентских отношений с международными расчетно-клиринговыми системами только с начала 2014 г. Поэтому риски чрезмерного роста доли нерезидентов на данном сегменте рынка просто не успели материализоваться. Это подтверждается приводимой на рис. 1 статистикой сравнения доли 12 крупнейших иностранных инвестиционных банков в объеме сделок с ОФЗ и рублевыми корпоративными облигациями на Московской бирже.

### Оценка рисков

**Риски акций российских компаний.** Напрямую утеря инвестиционных рейтингов Россией не повлечет за собой массовой распродажи акций российских эмитентов, которые по своей стоимости и так находятся на «дне». Анализ проспектов эмиссии крупнейших взаимных фондов США, инвестирующих в российские акции, показывает, что в них не идет речь о распродаже активов данных фондов в случае снижения рейтинга России ниже инвестиционного. Тем не менее консервативные инвесто-

ры, скорее всего, будут постепенно распродавать российские акции. В этом смысле показательно поведение Норвежского суверенного пенсионного фонда «Глобальный», считающегося самым крупным и терпеливым иностранным портфельным инвестором в Россию. Его вложения в акции российских эмитентов снизились с 1,1% стоимости портфеля акций в 2012 г. (4,6 млрд долл.) до 0,7% в 2013 г. (3,6 млрд долл.). За 9 месяцев 2014 г. стоимость вложений опустилась (по нашим оценкам) до уровня 0,5% портфеля акций фонда (2,2 млрд долл.).

**Риски ОФЗ.** Если к S&P присоединятся два других агентства с присвоением российским облигациям рейтинга ниже инвестиционного, обвала рынка, по нашим оценкам, не произойдет, но распродажи облигаций иностранными инвесторами усилятся.

Портрет иностранных инвесторов ОФЗ разнороден, включая пенсионные фонды, взаимные фонды и фонды альтернативных инвестиций. Даже у самых консервативных инвесторов (пенсионных фондов, например, Норвежского суверенного пенсионного фонда «Глобальный») решение о приобретении и продаже тех или иных ценных бумаг суверенных эмитентов принимается на основе правила разумного инвестора уполномоченными органами фонда. В настоящее время рейтинги многих развивающихся рынков находятся на грани «мусорного», и инвесторы и рейтинговые агентства ожидают массового снижения их рейтингов. Россия лишь одна из первых испытала это снижение. В этих условиях пенсионные фонды не будут инициировать обвальных распродаж облигаций России, поскольку это может обвалить долг других развивающихся рынков. Перспективы эмиссии взаимных фондов (PIMCO, BlackRock и др.) не содержат описания рисков продажи российских активов в случае потери страной инвестиционных рейтингов.

Объясняя свою инвестиционную стратегию, Норвежский суверенный пенсионный фонд «Глобальный» говорит о том, что они приобретают, как правило, облигации с инвестиционным рейтингом<sup>1</sup>. Однако при анализе текущей структуры портфеля они руководствуются не только инвестиционным рейтингом эмитента, но и собственной моделью оценки рискованности вложений. Из *табл. 1* видно, что доля не имеющих инвестиционного рейтинга облигаций составляла в разные годы от 0,6 до 2,5% стоимости облигационного портфеля фонда. Доля вложений в облигации российских эмитентов (преимущественно ОФЗ) в

2012 г. достигла 1,0%, в 2013 г. – 1,3% и по итогам 9 месяцев 2014 г. – 1,1% стоимости облигационного портфеля фонда. Это составляло соответственно 2,6 млрд, 4,0 млрд и 3,1 млрд долл. Учитывая, что вложения в российские бумаги превышают текущие уровни для ценных бумаг, не имеющих кредитных рейтингов, можно предположить, что Норвежский пенсионный фонд, вероятнее всего, будет тихо распродавать российские облигации, но не будет делать это сразу. События 9 месяцев 2014 г., в течение которых вложения фонда сократились на 0,9 млрд долл., подтверждают данное предположение.

*Таблица 1*

ДОЛЯ НЕ ИМЕЮЩИХ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЕЙТИНГА ОБЛИГАЦИЙ В СТРУКТУРЕ ОБЛИГАЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ НОРВЕЖСКОГО СУВЕРЕННОГО ПЕНСИОННОГО ФОНДА «ГЛОБАЛЬНЫЙ» В 2009–2014 ГГ.

	2009	2012	2013	9 мес. 2014 г.
Государственные облигации, включая госагентства	0,2	0,2	0,3	0,3
Корпоративные облигации	0,7	0,2	0,3	0,3
Секьюритизированные облигации	1,5	0,3	0,1	0,0
Всего – облигации	2,5	0,7	0,6	0,6

Источник: <http://www.nbim.no/en/transparency/>

В этой ситуации самый неблагоприятный сценарий, ведущий к массовым распродажам ОФЗ, выглядел бы примерно так: снижение рейтингов всеми тремя рейтинговыми агентствами; исключение облигаций РФ из всех индексов, используемых в качестве бенчмарков пенсионными и взаимными фондами; неформальные рекомендации SEC и администрации президента США американским институциональным инвесторам осторожно относиться к долговым инструментам РФ; наконец, прямой запрет американским институциональным инвесторам и банкам держать облигации и акции российских эмитентов (как в случае с иранскими санкциями). Как видим, российские эмитенты еще очень далеки от реализации этой цепочки событий.

В то же время, как показано на *рис. 1*, в конце 2014 г. – начале 2015 г. наблюдался заметный рост торговой активности крупнейших 12 нерезидентов на биржевом рынке ОФЗ, что, скорее всего, означает сокращение ими вложений в ОФЗ, но совсем не напоминает массовую распродажу. Главный мотив таких решений – повышение ключевой ставки, что

<sup>1</sup> Облигация считается имеющей инвестиционный рейтинг, пока хотя бы одно из признанных международных рейтинговых агентств удерживает такой рейтинг.

автоматически обесценивает стоимость вложений нерезидентов в ОФЗ, стимулируя их продажу.

**Риски рублевых корпоративных облигаций** могут материализоваться в форме ковенант и реализации оферт. Нам не известны случаи, когда эмитенты рублевых облигаций формализовали бы ковенанту в виде наличия определенного инвестиционного рейтинга международных рейтинговых агентств. В этом случае ковенанты вряд ли несут существенный риск предъявления облигаций к погашению иностранными эмитентами, доля которых к тому же минимальна. В большей мере риск представляет предъявление данных облигаций к досрочному погашению по оферте, но данный риск приходится преимущественно на российских участников рынка, прежде всего на банки, т.е. он управляемый. По оценкам участников рынка, в 2015 г. предстоит погасить корпоративных облигаций на сумму около 1,8 трлн руб., но это никак не связано с рейтингами.

**Риски еврооблигаций.** Нам не известны примеры, когда крупные эмитенты еврооблигаций из России закладывали в условия ковенант наличие инвестиционного рейтинга. Поэтому нам представляется маловероятным, что утрата инвестиционного рейтинга сама по себе повлечет обязанность эмитентов по досрочному погашению стоимости таких облигаций. В случае такого сценария более вероятны продажи еврооблигаций из портфелей иностранных инвесторов на вторичном рынке из-за роста их стоимости, т.е. отрицательных переоценок в портфеле.

### Выводы

Таким образом, в краткосрочной перспективе с горизонтом до года снижение суверенного рейтинга России и вслед за ним крупнейшим российским компаниям со стороны всех трех международных рейтинговых агентств несколько усилит отток иностранных портфельных инвестиций в указанных

сегментах, но не вызовет обвала рынка и массовых распродаж российских активов крупными иностранными институциональными инвесторами. Многих иностранных инвесторов от распродаж будет удерживать надежда на то, что текущие проблемы российской экономики как-то будут урегулированы в недалеком будущем (сырьевые цены возобновят рост, режим санкций постепенно ослабнет).

Однако на более длительной перспективе (2–3 года) при сохранении рейтингов ниже инвестиционного уровня потери для финансовой системы и бизнеса будут нарастать. Даже при относительно «мягком» сценарии, предполагающем, что, перейдя через инвестиционный уровень, рейтинги перестанут быстро снижаться, а основная часть иностранных институциональных инвесторов проявит терпение к российским активам, для государства и компаний закроется возможность привлечения нового иностранного капитала. Сложно будет поддерживать инвестиционную активность, национальный бизнес все больше будет уступать в конкурентоспособности глобальным конкурентам. Длительная стагнация цен финансовых активов будет представлять угрозу для стабильности банковской системы.

В пессимистичном варианте давление США и ЕС на администраторов глобальных фондовых индексов, используемых в качестве бенчмарков; административное воздействие на управляющих активами и, наконец, прямой запрет на инвестиции в ценные бумаги российских эмитентов приведут к обвальным распродажам ОФЗ, еврооблигаций и акций, что приведет практически к исчезновению рыночных цен указанных финансовых инструментов в результате их существенного падения и исчезновения ликвидности. Данный сценарий, по нашему мнению, является маловероятным. ●

## ИТОГИ 2014 Г.: ПРЕДКРИЗИСНАЯ СТАГНАЦИЯ

### 5. ПЕРВАЯ ОЦЕНКА ВВП РОССИИ В 2014 Г.: ТЕМПЫ РОСТА ЗАМЕДЛИЛИСЬ, СТРУКТУРА УХУДШИЛАСЬ

Г. Идрисов

*По данным Росстата, индекс физического объема российского ВВП в 2014 г. составил 100,6% относительно 2013 г., дефлятор ВВП за 2014 г. – 106,6%. Наибольшие темпы падения физического объема валовой добавленной стоимости наблюдаются в строительстве (-5.2%) и рыболовстве (-3.7%), наибольший рост – в финансовой деятельности (+9.6%) и обрабатывающих производствах (+2.5%). В целом динамика и структура ВВП отражают тенденции, сформировавшиеся в предыдущие годы, а влияние специфических эффектов 2014 г. – повышение рисков ведения экономической деятельности, санкции, изменение условий внешней торговли – пока не проявило себя в достаточной мере.*

В структуре использованного ВВП отчетливо заметно усугубление негативных тенденций: снижение валового накопления основного капитала (-2,5% в 2014 г. по сравнению с +1,4% в 2013 г.) и замедляющийся рост конечного потребления (+1,5% в 2014 г. по сравнению с +3,9% в 2013 г.). Структура ВВП по элементам использования ухудшается: доля конечного потребления выросла с 73,4% в 2013 г. до 74,1%, т.е. доля сбережений сокращается. Структура ВВП по источникам доходов также ухудшилась: доля зарплаты в ВВП выросла с 51,8% в 2013 г. до 52,3%, соответственно, сократилась доля налогов и прибыли, что продолжает тенденцию последних лет.

По темпам роста промышленного производства в отдельных секторах и регионах можно выделить следующие основные изменения.

Прирост производства в сельском хозяйстве по отношению к 2013 г. составил только 1,4% в постоянных ценах против 4,3% в 2013 г. Добыча полезных ископаемых выросла на 0,1% к 2013 г., в

то время как год назад наблюдалось сокращение ее объемов на 3,8%. Этот рост, по всей видимости, обусловлен изменившейся конъюнктурой на внешних рынках и снижением курса рубля, за счет которого конкурентоспособность российской продукции росла. В частности, в угольной промышленности доля стоимости транспортировки в конечной стоимости в 2014 г. существенно снизилась, в результате российские производители снизили среднеевропейские цены примерно на 20%.

Прирост добавленной стоимости в обрабатывающих производствах оказался ниже темпов 2013 г.: 2,5% против 3,9%. Данный факт не может быть объяснен действием какого-либо одного эффекта, в том числе влиянием изменившихся внешних условий, – динамика производства по секторам оставалась разнонаправленной.

Так, увеличились темпы сокращения объемов строительства: -5,2% в 2014 г. по сравнению с -2,9% в 2013 г. Одной из основных причин здесь, по всей видимости, является сворачивание инвестиционных проектов в различных отраслях в связи с возрастающей неопределенностью и ухудшением условий доступа к капиталу.

Данные статистики определенно свидетельствуют о снижении деловой активности: в 2014 г. снизились валовые накопления (98% к предыдущему году в текущих рыночных ценах и 94,3% в постоянных ценах) за счет сокращения запасов материальных оборотных средств почти в 4 раза (в текущих рыночных ценах). Следует отметить, что сокращение показателя началось еще в 2012 г., в 2013 г. было зафиксировано снижение в 3 раза относительно 2012 г. Вместе с тем по итогам 2014 г. объем запасов материальных оборотных средств в стоимостном выражении находится в положительной зоне, в то время как в кризисные 1998 и 2009 гг. он имел

Таблица 1

## РЕГИОНЫ-ЛИДЕРЫ И РЕГИОНЫ-АУТСАЙДЕРЫ ПО ИНДЕКСУ ПРОМЫШЛЕННОГО ПРОИЗВОДСТВА В СЕКТОРЕ «ОБРАБАТЫВАЮЩЕЕ ПРОИЗВОДСТВО» В 2014 Г.

Субъект РФ	Индекс производства, % к предыдущему году	Доля импортного сырья, материалов и покупных изделий, %
Ненецкий автономный округ	107	0,0
Рязанская область	106,9	10,8
Чеченская Республика	106,4	0,5
Томская область	106	1,0
Орловская область	105,9	10,5
Чувашская Республика	105,8	5,4
Тульская область	105,6	13,2
Ростовская область	105,6	8,9
Ярославская область	105,5	13,2
Республика Тыва	105,5	15,3
Курганская область	91,6	2,4
г. Санкт-Петербург	91	21,2
Республика Саха (Якутия)	90,8	1,1
Астраханская область	89,9	2,4
Сахалинская область	87,1	1,6
Республика Калмыкия	86,2	0,0
Магаданская область	85,1	23,2
Карачаево-Черкесская Республика	77,4	55,9
Архангельская область	63,2	4,6

отрицательное значение. Впрочем, велика вероятность того, что в 2015 г. показатель продолжит падение в связи с ожидаемым сокращением как кредитования реального сектора, так и спроса на его продукцию.

В региональном разрезе в 22 из 85 субъектов РФ (с учетом автономных округов) индекс промышленного производства показал снижение по сравнению с предыдущим годом, в 34 из 85 субъектов снижение зафиксировано по добыче полезных ископаемых, в 32 из 85 субъектов – по обрабатывающей промышленности, при этом в 13 из них отрицательная динамика наблюдается второй год подряд. В целом региональные данные 2014 г. говорят о слабой и неоднозначной корреляции величины импорта про-

межуточных товаров и сырья и индекса промышленного производства обрабатывающих секторов экономики. Снижение производства показали преимущественно регионы с невысокой долей импортного сырья, материалов и покупных изделий в производственных расходах, исключая Ленинградскую область и г. Санкт-Петербург, Карачаево-Черкесскую Республику, Самарскую и Магаданскую области, а также Чукотский автономный округ. Аналогично среди лидеров по росту индекса промышленного производства в обрабатывающих секторах регионы как с высокой долей импортного сырья – например, Калужская, Владимирская, Саратовская области, так и с низкой – Тюменская и Оренбургская области, Ямало-Ненецкий автономный округ (см. табл. 1).

## 6. РАЗЛОЖЕНИЕ ТЕМПОВ РОСТА ВВП: СТРУКТУРНЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ПРОДОЛЖАЛИ ЗАМЕДЛЯТЬСЯ

М.Казакова

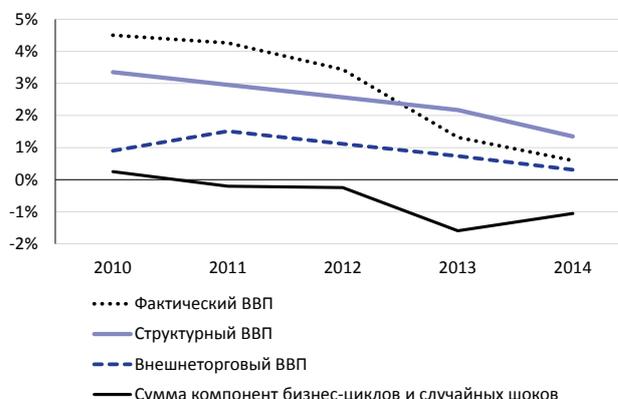
Резкое падение цен на нефть в конце 2014 г. еще не сказалось на показателях экономики в полной мере. Дальнейшее сокращение темпов роста ВВП в 2014 г. до 0,6% – это преимущественно следствие продолжающегося снижения структурных темпов роста, т.е. тенденций, определяющих экономическую динамику на протяжении последних трех лет.

Продолжающееся замедление роста российской экономики связано в первую очередь со снижением структурной составляющей темпов роста ВВП, обусловленным сокращением рабочей силы и капитала, а также со стагнацией совокупной факторной производительности. Кроме того, сокращение темпов роста ВВП России объясняется снижением внешнеторговой составляющей, обусловленным снижением цен на нефть (среднегодовой уровень мировой цены на нефть в 2014 г. не отражает ее резкого падения в конце года). Что касается конъюнктурной компоненты темпов роста ВВП РФ, то она остается отрицательной. Тем не менее наши расчеты не позволяют сделать вывод об усилении циклического спада в российской экономике в 2014 г. (рис. 1).

В соответствии с логикой наших расчетов первым этапом разложения темпа роста ВВП на компоненты является выделение его структурной составляющей в соответствии с методикой, применяющейся в этих целях странами ОЭСР [Giorno, Richardson, Roseveare, van der Noord, 1995].

Структурная составляющая экономического показателя представляет собой его фундаментальную часть. Ее наиболее важным признаком является медленное изменение во времени. В противоположность структурной составляющей конъюнктурная составляющая определяется текущей ситуацией на рынке и, соответственно, быстро изменяется.

Вторым этапом разложения темпов роста ВВП России является выделение внешнеторговой составляющей, объясняемой условиями торговли, в частности, динамикой мировых цен на нефть. Последним этапом разложения темпа роста ВВП является выделение его конъюнктурной составляющей, включающей компоненту бизнес-цикла в сумме со случайными шоками, путем вычитания из фактического темпа роста ВВП его структурной и внешнеторговой составляющих.



Источник: Росстат, МЭР, МВФ, расчеты авторов. Методика декомпозиции темпов роста ВВП РФ основана на методологии разложения макроэкономических показателей на структурную, внешнеторговую и конъюнктурную (деловые циклы и случайные шоки) составляющие, применяющейся в развитых странах (ОЭСР) и доработанной с учетом специфики российской экономики. Эта специфика заключается в высокой степени зависимости от условий внешней торговли, которые в упрощенном виде могут быть заданы динамикой мировых цен на нефть [Синельников-Мурылев, Дробышевский, Казакова, 2014].

Рис. 1. Фактический, структурный, внешнеторговый темпы роста ВВП, а также конъюнктурная компонента темпа роста ВВП (или сумма компонент бизнес-цикла и шоков), % к предыдущему году, 1999–2014 гг.

Результаты разложения темпов роста ВВП позволяют выделить разные стадии развития экономики России: период восстановительного роста (1999–2000 гг.); рост за счет увеличения инвестиций и уровня загрузки капитала (2001–2003 гг.); период высоких темпов экономического роста за счет благоприятных условий торговли (2004–2008 гг., на которые пришелся пик роста мировых цен на нефть); перегрев экономики (начало 2008 г.); мировой экономический кризис (вторая половина 2008–2009 гг.) и последующая за ним новая фаза бизнес-цикла российской экономики (с 2010 г. по настоящее время).

На основе разложения темпов роста ВВП нами также был оценен разрыв в выпуске экономики России, т.е. отклонение текущего объема ВВП от структурного ВВП, полученного в результате декомпозиции, который при некоторых условиях может считаться потенциальным (см. рис. 2).

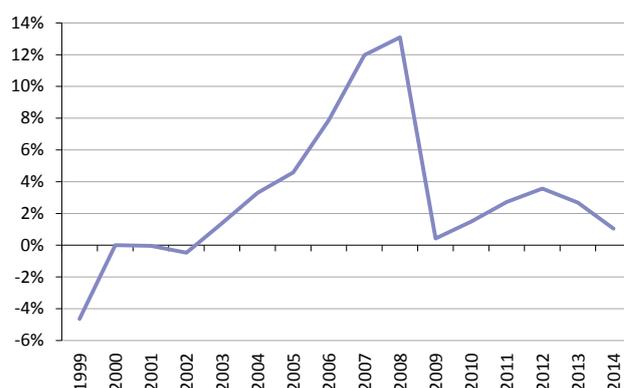
Как следует из рис. 2, в 2014 г. при отрицательной конъюнктурной компоненте темпов экономического роста разрыв в выпуске положительный (и составляет 1%) за счет того, что уровень фактического ВВП превышает структурный. Тем не менее

перегрева в экономике, как можно ожидать, не наблюдается, поскольку темпы роста фактического ВВП меньше структурных: при высоких нефтяных ценах факторы производства используются на 100%, и роста их объема не наблюдается.

По нашим расчетам, в 2014 г. экономика оказывается близка к границе своих производственных возможностей (т.е. фактический темп роста ВВП близок к своему потенциальному значению). В этих условиях стимулирующие меры бюджетной и денежно-кредитной политики будут неэффективными и вместо повышения темпов роста экономики приведут к росту инфляции. Манипулирование процентными ставками или обменным курсом рубля, без сомнения, может оказать некоторый эффект на темпы роста ВВП, однако этот эффект будет краткосрочным, поскольку ни ставки, ни курс не являются фундаментальными факторами экономического роста.

Вместе с тем при наиболее вероятном диапазоне прогнозных темпов роста ВВП России в 2015 г. (от -2 до -6% по сравнению с 2014 г.) мы ожидаем отрицательный разрыв в выпуске (фактический выпуск оказывается ниже потенциального). В этом случае стимулирующие меры денежно-кредитной и бюджетной политики будут оказывать положительный эффект на экономику с точки зрения повышения темпов роста.

В то же время необходимо понимать, что данный эффект не будет носить долгосрочный характер. Достижению высоких и устойчивых темпов роста российской экономики в будущем должны способствовать фундаментальные факторы: во-первых, вовлечение в производство новых факторов, в частности, человеческого капитала; во-вторых, повышение качества имеющихся факторов, таких как производственные мощности и рабочая сила, т.е.



Источник: расчеты авторов.

Рис. 2. Разрыв в выпуске российской экономики (%), 1999–2014 гг.

повышение совокупной факторной производительности. А для этого необходимы структурные реформы, в том числе направленные на повышение качества институтов и диверсификацию экономики.

#### Список литературы

*Дробышевский С., Казакова М.* Декомпозиция темпов роста ВВП России в 1999–2015 гг. // Экономическое развитие России. 2015. № 1. С. 45–46.

*Синельников-Мурылев С., Дробышевский С., Казакова М.* Декомпозиция темпов роста ВВП России в 1999–2014 годах // Экономическая политика. 2014. № 5. С. 7–37. (<http://iepr.ru/ru/publikacii/7125/publication.html>).

*Giorno C., Richardson P., Roseveare D., van der Noord P.* Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances // Economics Department Working Papers. 1995. No. 152. OECD. ●

## 7. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В 2014 Г.: ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

**Д. Гордеев, Г. Идрисов, А. Каукин,  
Ю. Пономарев, С. Судаков, Е. Филичева**

*Итоги 2014 г. демонстрируют противоречивые тенденции в динамике российской промышленности. Индекс промышленного производства оказался выше значения 2013 г. (101,7% против 100,4%), причем этот рост был преимущественно обеспечен ростом в обрабатывающих отраслях (102,1% в 2014 г. против 100,5% в 2013 г.). Более детальный анализ показывает, что рост обрабатывающего сектора сосредоточен в узком наборе подотраслей и производств, в то время как в других наблюдаются стагнация или падение выпуска, иногда – весьма существенное. При этом следует иметь в виду, что эффекты резкой девальвации рубля в конце года еще не оказали влияния на производство в полной мере.*

Внешними факторами ухудшения ситуации в российской экономике, и в промышленности в частности, стали рост геополитических рисков, последовавшее за этим введение финансовых и технологических санкций, а также ухудшение условий торговли основными энергетическими товарами российского экспорта.

Осенью 2014 г. ситуация еще могла рассматриваться экономическими агентами как временная, связанная с геополитической напряженностью. Этот период характеризовался сжатием инвестиций и небольшим оживлением производства на фоне падения импорта с Украины и российских контрсанкций, ограничивших импортные поставки продовольствия. Однако после резкой девальвации рубля, возросшего пессимизма относительно перспектив восстановления внешних условий развития экономики и внутреннего спроса, очередного ухудшения доступа к кредитным ресурсам и ускорившейся промышленной и потребительской инфляции промышленность начала пересматривать планы развития.

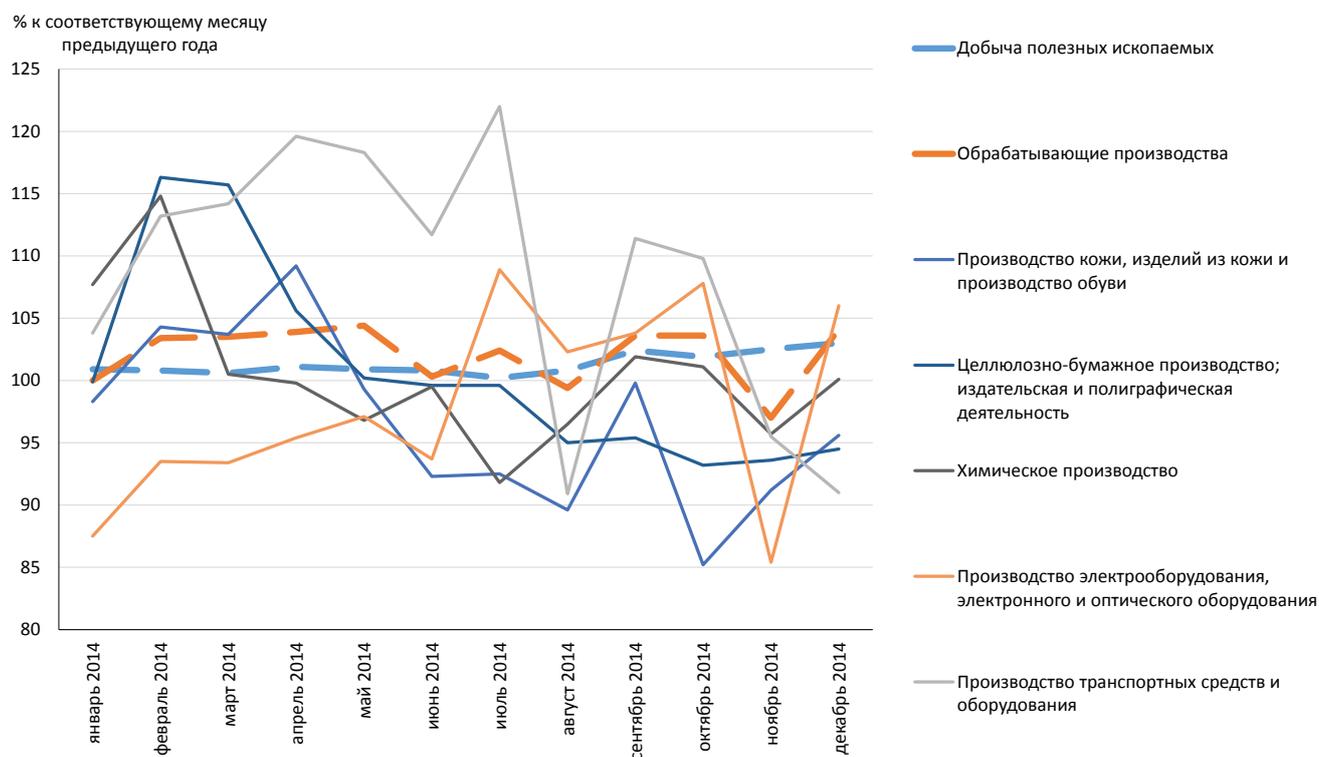
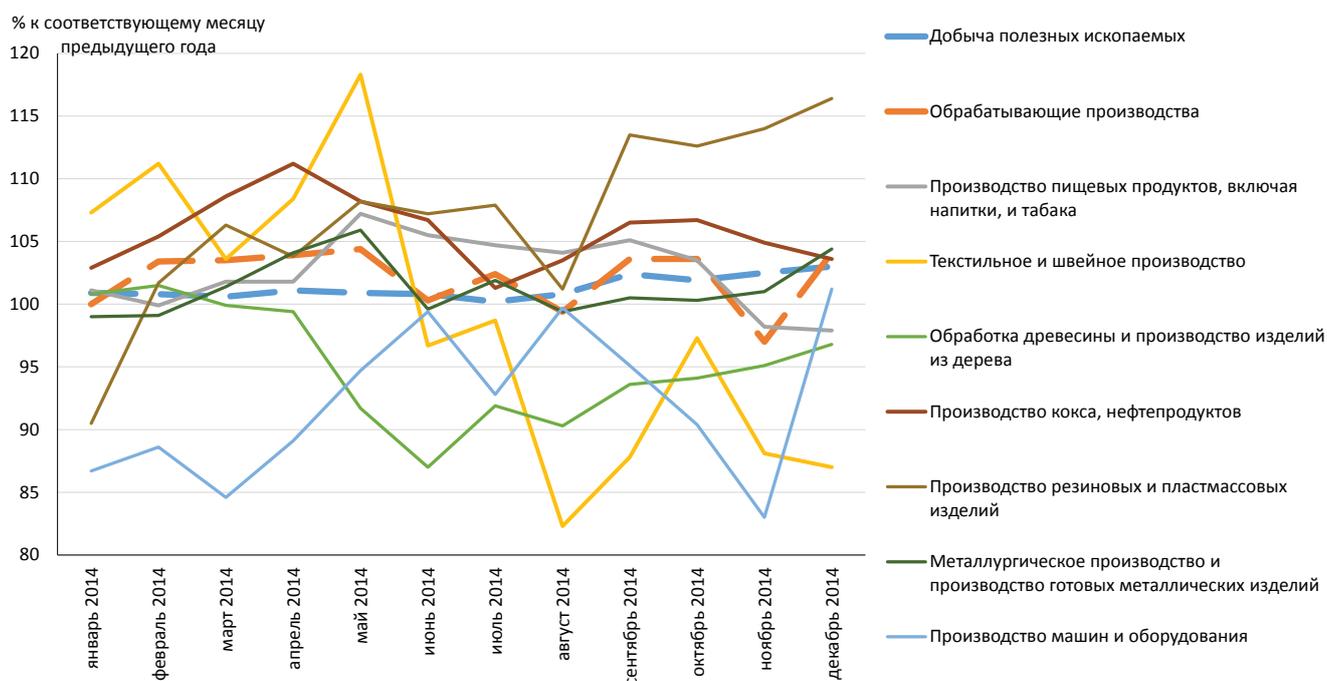
Динамика производства в отраслях промышленности в 2014 г. характеризовалась разнонаправленными тенденциями (рис. 1, 2). Некоторое оживление наблюдалось в отраслях, использовавших потенциал замещения украинского импорта (например, производство прочих неметаллических минеральных продуктов, включающих стройматериалы, выросло на 1,8% в натуральном выражении), а также введенных Россией ограничительных мер в торговле (производство пищевых продуктов продемонстрировало рост на 2,5%) и существенного роста рублевых цен экспорта в результате девальвации (например, производство резиновых и пластмассовых изделий выросло на 7,5%).

Девальвация рубля и другие изменения экономических условий вызвали резкий рост цен произ-

водителей в целом ряде отраслей (рис. 3), обусловленный четырьмя основными факторами:

- сильная зависимость от импорта комплектующих и оборудования, рост издержек на их приобретение (например, доля импортного сырья и материалов в расходах на сырье и материалы составляет 38,1% в производстве машин и оборудования, 26,7% в текстильном и швейном производстве);
- ослабление конкуренции со стороны импортных производителей на внутреннем рынке (так, доля импортной продукции на внутреннем рынке, например, для фармацевтической промышленности составляет 73%, для тяжелого машиностроения – 60%, для легкой промышленности – 72,5%);
- финансовые ограничения и резкое сокращение доступа к кредитным ресурсам, в том числе для пополнения оборотных средств;
- расширение экспорта вследствие резкого повышения его ценовой конкурентоспособности и выравнивание внутренней доходности к доходности от поставок на внешние рынки (так, годовой прирост экспортных цен на российскую продукцию в рублевом выражении, согласно данным Росстата, составил 73,2% для необработанного алюминия, 33% для кожтоваров хромовых, 36,1% для проката из меди, 8,1% для пшеничной крупы и т.д.).

Анализ динамики промышленного производства по отдельным видам товаров (рис. 4) показывает, что значительный прирост объемов выпуска наблюдался преимущественно в отраслях, которые смогли реализовать имевшийся потенциал замещения импорта с Украины и импорта товаров, попавших под российские санкции. Так, например, прирост производства свинины в 2014 г. составил 18,8% к 2013 г. в натуральном выражении, труб



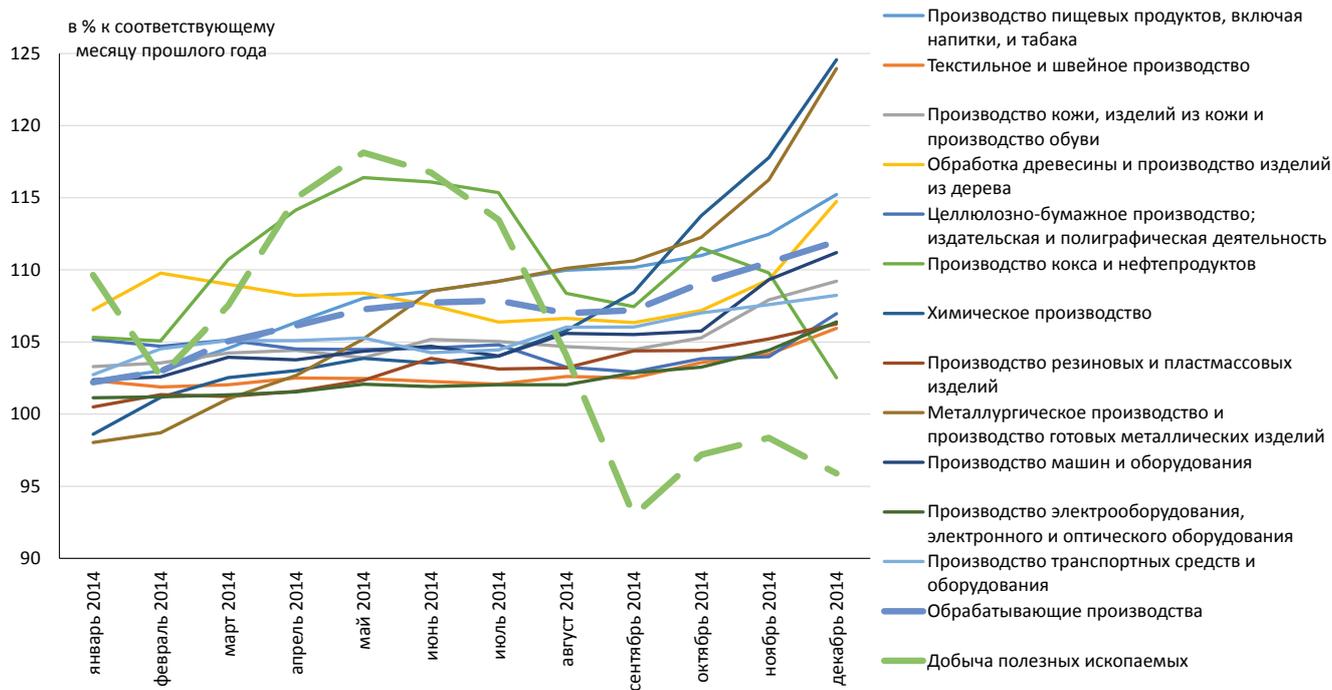
Источник: Росстат, 2015.

Рис. 1, 2. Индексы производства по видам экономической деятельности в 2014 г.

стальных – 14,5%, гранита, песчаника и прочего камня для строительства – 147,1%.

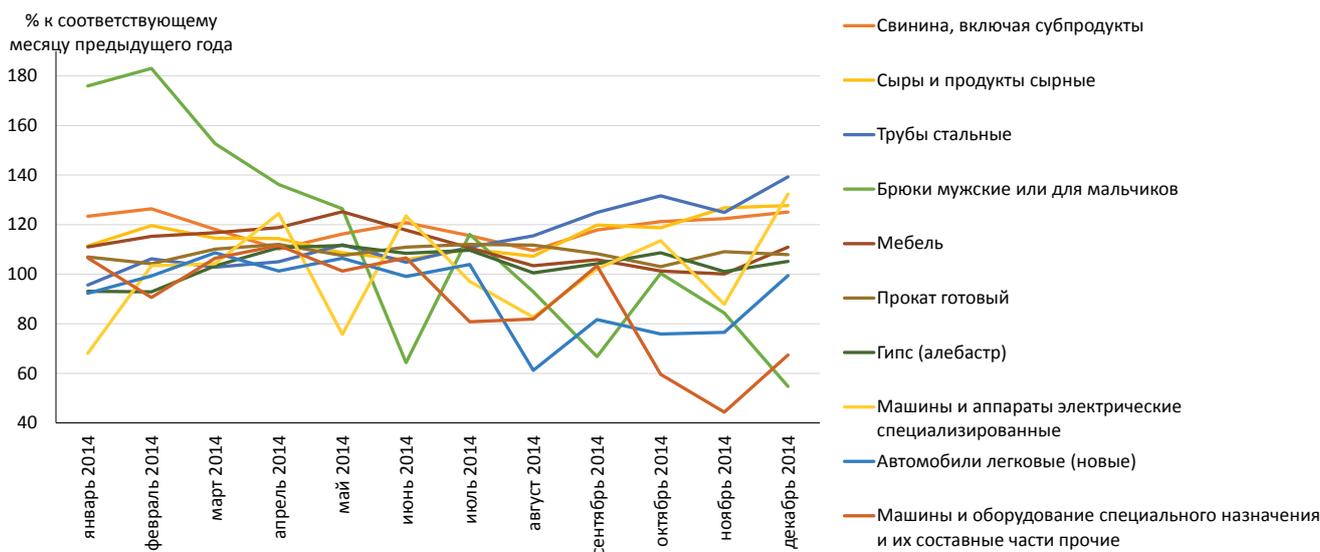
Напротив, падение выпуска по большей части наблюдалось в секторах, имеющих существенную зависимость от импорта. Например, снижение производства по разделу «Машины и оборудование специального назначения и их составные части» в 2014 г. составило 20,2% к 2013 г. в натуральном выражении, автомобилей легковых (новых) – 8,4%, реагентов диа-

гностических – 5,9%. Для таких категорий товаров наблюдался значительный рост цен (см. рис. 5, 6) на протяжении всего 2014 г., особенно усилившийся в его последней четверти из-за резкого обесценения рубля. Так, за период сентябрь–декабрь 2014 г. существенно выросли внутренние цены на алюминий необработанный (+30,0%), на кожи искусственные мягкие (+21,4%), на муку пшеничную (+18,6%), на телевизоры цветные (+22,2%), на сыры сычужные (+14,4%) и т.д.



Источник: Росстат, 2015.

Рис. 3. Индексы цен производителей по видам экономической деятельности в 2014 г.



Источник: Росстат, 2015.

Рис. 4. Индексы производства отдельных товаров в 2014 г.

**Особенности динамики отдельных отраслей обрабатывающей промышленности**

*Производство нефтепродуктов*

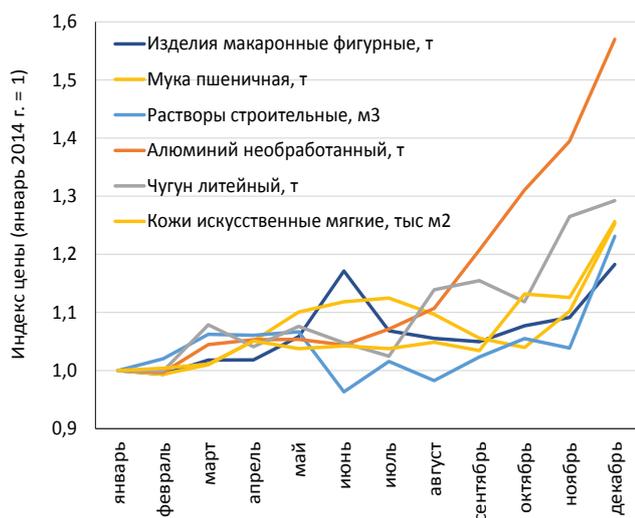
Согласно первым данным по объемам производства в начале 2015 г.<sup>1</sup>, экспорт мазута российскими предприятиями несколько снижается в пользу экспорта нефти. Одним из возможных объяснений данного факта может быть проведенный в отрасли «налоговый маневр», одной из главных целей которого было сокращение неэффективного производ-

ства нефтепродуктов низкой степени переработки и создание стимулов для модернизации НПЗ. В то же время показателем противоположной тенденции являются планы «ЛУКОЙЛа» по вводу в действие новых НПЗ с высокой степенью переработки в Перми и Волгограде, ориентированные именно на новые налоговые условия<sup>2</sup>.

Заявления о необходимости ограничения экспорта нефтепродуктов или повышения экспортных

1 Мазутнывыдержалманевра//Коммерсант.20.01.2015 [http://www.kommersant.ru/doc/2649801?isSearch=True]

2 Алекперов предупредил о возможном дефиците бензина в России // РБК. 23.01.2015 [http://www.rbc.ru/rbcfreenews/54c28b7b9a7947ac7ba8d7e9]



Источник: Росстат, 2015.

Рис. 5, 6. Динамика цен производителей (левый график) и потребителей (правый график) в 2014 г.

пошлин на них для того, чтобы избежать их дефицита на внутреннем рынке, по нашему мнению, не обоснованы: дефицита не будет, если не вводить административные ограничения на цены. Согласно расчетам РАНХиГС, при конечных ставках, заложенных в «налоговый маневр», внутренние цены могут вырасти до 10% для населения и на 11% для промышленности. К таким повышением цен вместе с рублевым ростом экспортной цены нефти нужно относиться спокойно.

### Пищевая промышленность

Статистические данные пока не дают возможности определенно говорить о наблюдаемом эффекте импортозамещения в целом по отрасли.

Показатель выпуска в 2014 г. по сравнению с 2013 г. составил 102,5% (в 2013 г. – 100,6%), при этом динамика по отдельным видам продукции является разнонаправленной (например, соответствующий показатель для масла подсолнечного, мяса, сыров – более 110%, по мясу и субпродуктам птицы, сахару – более 105%, для жидкого молока и кефира – менее 99%, для рыбы и продуктов из нее – 96%). В целом производители и поставщики говорят о переориентации на отечественное сырье и о планах по замещению собственной продукцией части рынка, освободившегося в результате антисанкций и сокращения украинского импорта. Однако по ряду товарных позиций российский рынок сжался.

Ключевыми факторами, определяющими развитие отрасли и динамику цены, остаются сохраняющаяся высокая зависимость от импорта, ориентация российских производителей и поставщиков на мировые рынки при ценообразовании на собственную продукцию, рост экспорта отечественной

продукции, отсутствие достаточных мощностей для хранения отечественной продукции, ограничения и негативные ожидания участников рынка относительно возможностей кредитования, спроса на продукцию. В совокупности это в том числе отражается и на отраслевых ценах – инфляция в секторе опережает среднюю по экономике (см. подробнее об этом в разделе 2 настоящего Мониторинга).

Сформированы новые возможности реализации экспортного потенциала российской продукции за счет ослабления курса рубля, что может представлять угрозу для поставок отечественной продукции на внутренний рынок и подстегнуть рост внутренних цен. В связи с этим при разработке мер поддержки необходимо обеспечить баланс между продуктовой безопасностью страны и финансовой устойчивостью российских производителей по всей цепочке добавленной стоимости.

### Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий

В металлургической отрасли девальвация рубля, результатом которой стало снижение как внутренних издержек производства, так и привлекательности российского рынка для иностранных производителей, а также осложнение геополитической обстановки и сокращение поставок с Украины позволили отечественным компаниям занимать освободившиеся ниши на внутреннем рынке (см. рис. 7) и наращивать экспорт по некоторым товарным позициям (например, по группам ТН ВЭД ТС 7304–7306 прирост в декабре 2014 г. составил от 19 до 143% по отношению к декабрю 2013 г.). Дополнительным фактором увеличения производства

стальных труб в конце 2014 г. может быть начало строительства газопровода «Сила Сибири» в сентябре.

В то время как экспорт металлопродукции в последнем квартале 2014 г. существенно вырос, экспорт черных металлов (особенно в ноябре и декабре 2013 г.) был ниже уровня того же периода 2013 г., несмотря на общий рост производства черных металлов. Это обусловлено как внутренними факторами (спрос на непокрытый плоский прокат на российском рынке находился на высоком уровне), так и внешними (цены на железную руду в Китае достигли минимума, что привело к падению мировых цен). Эта ситуация в дальнейшем может сохраниться: значительный запас стальной продукции в Китае позволит стране удерживать низкие цены на прокат (в 2014 г. экспорт стали из Китая вырос на 50,5% по сравнению с 2013 г.).

Снижение деловой активности в строительной, машиностроительной и других отраслях, кризисное сворачивание инвестиционных проектов могут привести к сокращению потребления металлопроката внутри страны (например, производство металлоконструкций строительного назначения в 2014 г. снизилось на 20% к 2013 г., падение индекса производства проволоки, тросов, канатов, шнуров из черных металлов составило 30,1%). На сложившуюся ситуацию на внутреннем рынке накладывается ожидаемое повышение выгоды от экспортных поставок металлов в результате ослабления рубля, которое перекрывает негативные факторы падения мировых долларовых цен.

Ситуация на мировом рынке цветных металлов (в том числе: дефицит первичного алюминия, запрет Индонезии на экспорт первичного сырья для производства никеля) способствовала существенному росту цен в 2014 г. Это заметно улучшило финансовые показатели российских компаний, однако не привело к существенному росту производства цветных металлов. Вместе с тем, несмотря на отсутствие возможности перейти на российское горнодобывающее и обогащающее оборудование (низкая эффективность, высокая энергозатратность) и удорожание импортного в результате девальвации, компании отрасли (например, УГМК, РМК) не планируют отказываться или корректировать утвержденные инвестиционные программы на 2015 г., как это характерно для других секторов экономики. Ситуация в медной промышленности не столь оптимистична, но не выглядит удручающей: несмотря на 20%-ное снижение мировых цен по итогам 2014 г., рост рублевых цен на рафинированную медь и концентраты медные на внутреннем рынке существенно ускорился в ноябре – де-

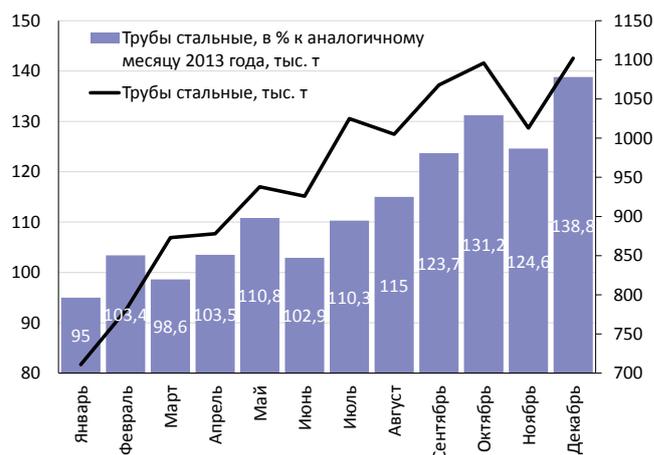


Рис. 7. Ежемесячное производство стальных труб в 2014 г. в % к 2013 г. и в физических объемах (тыс. т, правая ось)

кабре 2014 г., что способствовало росту объемов производства рафинированной меди в последнем квартале 2014 г.

Обсуждаемая сегодня возможность введения экспортных пошлин для металлов и металлоизделий выглядит неоднозначной. Для товаров, производство которых на территории России сконцентрировано в одной компании (например, алюминий, титан), внутренний и внешний рынки фактически являются сегментированными, и введение экспортных пошлин не должно повлиять на внутренние цены. Для других видов продукции отрасли, рынки которых являются конкурентными (черные металлы, медь и др.), целесообразность вмешательства государства выглядит сомнительной, так как она приведет к искажению стимулов и субсидированию неэффективности в других секторах.

#### Химическое производство

Экспорт российской химической продукции ориентирован преимущественно на Ближний Восток и страны АТР. Введенные в отношении России международные санкции повлияли преимущественно на возможности компаний брать кредиты на западных рынках, что осложняет процессы перевооружения и модернизации отрасли. Такая модернизация необходима, так как сегодня конкурентоспособность отечественной продукции обеспечивается благодаря низким ценам на сырье нефтегазового сектора.

Ослабление валютного курса приведет к значительному росту цен в химической промышленности, широко использующей зарубежное оборудование. Так, уже в декабре прирост цен производителей составил 10,7% по сравнению с декабрем 2013 г.

По основным товарным группам химической промышленности в 2014 г. наблюдалась разнонаправленная динамика. Так, производство фар-

мацевтической продукции сократилось на 6,6% (падение в декабре по отношению к декабрю 2013 г. составило 18,1%), производство искусственных и синтетических волокон – соответственно на 2% (17,6%), а производство моющих и чистящих средств выросло на 1,7% (рост в декабре составил 8,1%), производство основных химических веществ – соответственно на 1,0% (0,7%). По всей видимости, в первом случае негативное влияние оказывало сокращение спроса в силу роста цен в отраслях, где велика доля промежуточного импорта, а во втором позитивным фактором оказалось сокращение иностранных товаров конечного потребления на внутреннем рынке.

#### *Производство продукции легкой промышленности*

Рост издержек на импортное сырье и сокращение доступности кредитных ресурсов ухудшили ситуацию в отрасли, усугубив ее традиционные проблемы. Наблюдается падение выпуска по ряду товарных позиций, а также сжатие розничного рынка (см. рис. 8), что стало следствием роста розничных цен по основным товарным группам (ткани, одежда и белье, трикотажные изделия и обувь), который фиксируется Росстатом с августа.

В то же время в конце 2014 г. произошло усиление сырьевой ориентации экспорта отраслевого экспорта, что создает угрозу дефицита сырья и роста цен на него на внутреннем рынке. Особенно это заметно в сегменте производства кожи и кожаных изделий: увеличение вывоза необработанных шкур осенью 2014 г. привело к сокращению до 30% загрузки части отечественных производителей, некоторые компании приостановили работу из-за недостатка сырья, а компании, которые изначально планировали увеличить долю российского сырья,

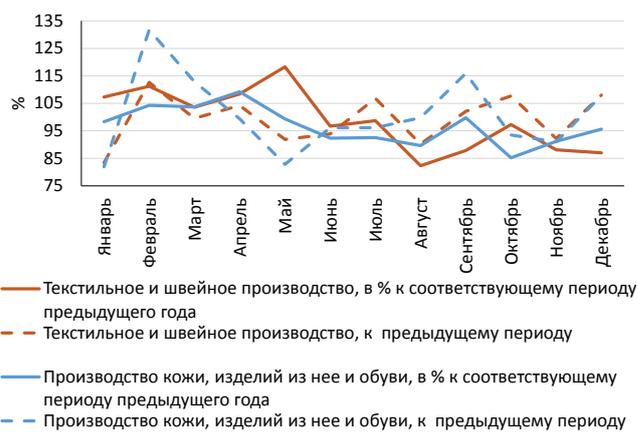


Рис. 8. Динамика производства текстильных швейных изделий, кожи и изделий из нее, обуви в 2014 г.

вынуждены заказывать импортную продукцию, которая дороже на 20–30%<sup>1</sup>.

Несмотря на то что импортозамещение ограничено в силу широкого использования импортных технологий и оборудования, увеличение доли внутренней добавленной стоимости по ряду направлений вполне возможно (например, производство синтетических тканей при условии кооперации с химической промышленностью), но требует государственной поддержки. В целом же для решения проблем отрасли недостаточно отдельных мер антикризисной политики, требуется комплексная программа развития отрасли. ●

1 Возросший экспорт российской кожи и шкур грозит подорвать отечественную обувную промышленность // Сайт Союзлегпрома. 26.12.2014 г. [<http://www.souzlegprom.ru/ru/press-tsentr/novosti/novosti-otrasli/1326-vozrosshij-eksport-rossijskoj-kozhi-i-shkur-grozit-podorvat-rossijskuyu-obuvnyuyu-promyshlennost.html>]

## ЯНВАРЬ 2015 Г.: КОНЪЮНКТУРА ПРОМЫШЛЕННОСТИ И СОЦИАЛЬНЫЕ НАСТРОЕНИЯ

### 8. РОССИЙСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ В ЯНВАРЕ 2015 Г.

С.Цухло

*В январе 2015 г. промышленность не почувствовала кризисного спада спроса. Негативные ожидания в отношении будущего спроса отражаются в стратегии снижения запасов и ухудшающихся планах будущего выпуска. Вместе с тем оценки выпуска в январе также не свидетельствуют о кризисе, а, напротив, заставляют ожидать его роста по итогам месяца.*

Динамика спроса в январе 2015 г. продемонстрировала обычную для начала года траекторию: баланс ответов опустился до значений, традиционно регистрируемых в месяце, первая декада которого является общенациональными каникулами. Поэтому очистка от сезонности показала сохранение темпа изменения показателя примерно на прежних уровнях, даже с символическим улучшением по сравнению с декабрем. Таким образом, никакого кризисного спада спроса промышленность пока не ощутила.

Однако прогнозы спроса под давлением паники на валютных и финансовых рынках, а также публичной антикризисной деятельности властей не смогли восстановиться до обычных в начале года оптимистичных уровней. Промышленность, похоже, начинает ждать обещанного ей кризиса. И – готовиться к нему. Именно так выглядит политика управления

запасами готовой продукции российской промышленности в последние месяцы. С начала второго полугодия 2014 г. балансы оценок запасов показывают их минимальную избыточность (+2 ...+5 пунктов), а январское (2015 г.) значение показателя стало уже нулевым. Но абсолютное большинство предприятий (не менее 70% в ноябре – январе) считают свои запасы «нормальными». Таким образом, возможное ухудшение динамики выпуска не получит дополнительного импульса со стороны складских накоплений в промышленности.

А такой вариант развития событий промышленность уже закладывает в свои ожидания. Январские планы выпуска 2015 г. выросли, по исходным данным, только до +20 пунктов, тогда как в прошлые годы они достигали +30 ... +40 пунктов. Очистка от сезонности показала ухудшение баланса января на 5 пунктов к предыдущему месяцу и на 11 – к трехлетнему максимуму, зарегистрированному в сентябре 2014 г.

Однако фактическая динамика выпуска в январе, скорее всего, порадует наблюдателей. Судя по данным опросов, промышленность в начале кризисного года может показать рост выпуска, аналогичный лучшим месяцам 2014 г. Таким образом, никакого кризисного спада в промышленности не произошло и по данным о выпуске. ●

## 9. ИНФЛЯЦИЯ И СНИЖЕНИЕ ДОХОДОВ ФОМИРУЮТ У НАСЕЛЕНИЯ «КРИЗИСНЫЕ» НАСТРОЕНИЯ

А. Бурдяк, Д. Рогозин

Располагаемые доходы в декабре 2014 г. составили 92,7% уровня декабря 2013 г. Столь же сильное падение реальных располагаемых доходов было зафиксировано в марте. Заработная плата и пенсия в реальном выражении в декабре продолжили ноябрьское падение и к концу года достигли рекордно низких показателей – 95,3 и 97,4% уровня декабря прошлого года. Снижение располагаемых доходов сформировало реальную почву для снижения потребительской уверенности и ухудшения социального самочувствия граждан, о чем можно судить по данным социологических опросов населения.

По предварительным данным, денежные доходы населения в декабре 2014 г. в среднем на душу населения составили 41 060 руб., среднемесячная номинальная начисленная заработная плата одного работника – 41 985 руб., а средний размер назначенной пенсии – 10 889 руб. В номинальном выражении все три показателя демонстрируют рост к декабрю предыдущего года, однако на рис. 1 видно, что даже номинальный рост заработных плат и доходов в середине 2014 г. замедлился по сравнению с предыдущими годами.

В реальном же выражении (с учетом годовой инфляции) все показатели в 2014 г. показывают снижение. Располагаемые доходы (доходы за вычетом обязательных платежей и взносов) в декабре 2014 г. составили 92,7% от декабря 2013 г. Столь же сильное падение реальных располагаемых доходов было зафиксировано в марте 2014 г., в середине года ситуация выправилась, но в конце года доходы вновь демонстрировали ощутимый спад. Заработная плата и пенсия в реальном выражении в декабре продолжили ноябрьское падение и к концу года достигли рекордно низких показателей – 95,3 и 97,4% уровня декабря прошлого года (рис. 2).

Располагаемые доходы населения сократились, что создало реальную почву для снижения потребительской уверенности и ухудшения социального самочувствия граждан. Об этом можно судить по данным социологических опросов населения.

Согласно исследованию потребительских ожиданий населения, регулярно проводимому Росстатом во всех субъектах РФ, индекс потребительской

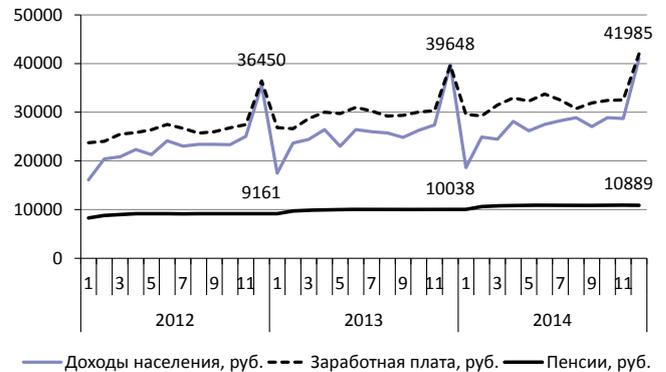


Рис. 1. Денежные доходы в среднем на душу населения, среднемесячная номинальная начисленная заработная плата одного работника и средний размер назначенных пенсий, руб. в месяц (приведены данные за декабрь)



Рис. 2. Реальный размер располагаемых денежных доходов, начисленных зарплат и назначенных пенсий, % к соответствующему периоду предыдущего года

уверенности в IV квартале 2014 г. продолжил снижение и достиг значения -18%. Теперь доля пессимистов превышает долю оптимистов примерно так же, как это было в IV квартале 2008 г. (в начале предыдущего кризиса) и в IV квартале 2009 г. (на выходе из него). Минимальное для прошлого кризиса значение -35% было достигнуто в I квартале 2009 г., но затем начиная с 2010 г. и до недавнего времени индекс держался на более высоком уровне.

В текущий момент снижение индекса на 8–10 п.п. произошло в четырех его компонентах: произошедшие и ожидаемые изменения в личном материальном положении, благоприятность круп-

ных покупок, ожидаемые изменения экономической ситуации в России на краткосрочную перспективу. Пятая же компонента – индекс произошедших изменений в экономике России – снизилась намного существеннее (на 19 п.п.). Снижение потребительской уверенности произошло примерно с одинаковой интенсивностью во всех возрастных группах.

Крупные социологические агентства предоставляют более оперативную информацию. По данным «ФОМнибуса» за 25 января 2015 г., уже 45% россиян заявляют об ухудшении своего материального положения, тогда как в конце 2014 г. такой ответ давали 32%. Ухудшения ситуации ожидают 29% респондентов, и только 11% ждут повышения своего благосостояния в ближайший год. Среди заемщиков потребительских кредитов почти две трети признают, что им стало тяжелее платить по кредиту, а половина плательщиков не исключает, что погасить кредит не сможет. В январе 2015 г. более половины опрошенных считают, что экономика находится в кризисе, и, по их мнению, это проявляется в значительном росте цен и инфляции, в снижении уровня жизни людей и в резком снижении курса рубля.

«Левада-Центр», по данным опроса, проведенного 23–26 января 2015 г., также сообщает о высокой озабоченности населения ростом цен (41% респондентов), падением уровня жизни (16%) и обе-

сценением рубля (15%). По мнению большинства россиян, цены в январе 2015 г. выросли в годовом выражении на 15–50%. Тем не менее большей части респондентов (54%) пока удается сохранить привычный образ жизни, в то время как 22% россиян уже не могут жить, как прежде. Эти показатели схожи с данными за март 2009 г. Как и в предыдущие годы, россияне больше всего опасаются роста цен и обнищания широких слоев населения (54%), а также роста безработицы (26%).

ВЦИОМ рассчитывает несколько групп индексов на основе: 1) оценок положения дел в стране; 2) социального самочувствия; 3) восприятия инфляции; 4) инфляционных ожиданий; 5) оценки деятельности властей. Практически все эти индексы падают начиная с августа 2014 г. Сильнее остальных снизился индекс оценок положения дел в стране – на 22 пункта (с 78 в августе 2014 г. до 56 в январе 2015 г.). Индекс социального самочувствия упал с июня по декабрь 2014 г. с 77 до 62 пунктов, а в январе 2015 г. остался на уровне декабря 2014 г. Индекс восприятия инфляции устойчиво растет начиная с августа 2014 г., в январе по сравнению с декабрем 2014 г. он вырос еще на 2 пункта. Оценка политики властей в целом упала на 13 пунктов с августа 2014 г., в том числе оценка экономической политики властей снизилась на 10 пунктов. ●