

Возвращение внутреннего спроса: рано паниковать, рано радоваться

Комментарий 2/2018
12 февраля 2018 г.

Александр Чубрик



Проект финансируется
Европейским Союзом



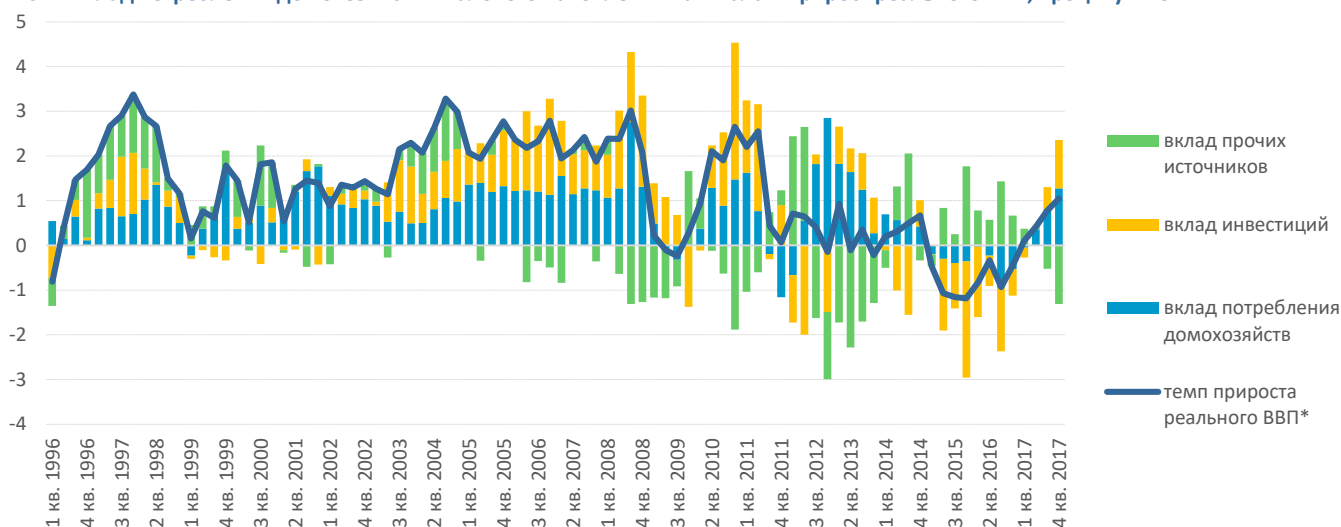
Исследовательский
Центр ИПМ

ул. Захарова 50 Б, 220088, г. Минск, Беларусь
тел./факс: +375 (17) 210 0105
веб-сайт: <http://research.by/>
e-mail: research@research.by

Превзошедший все ожидания рост реального ВВП 2017 г. заставляет снова задуматься о его источниках – слишком уж много было вокруг него заявлений о необходимости «безусловного достижения целевых показателей». И если в основе нынешнего восстановления лежал экспорт (со второй половины 2016 г. по первую половину 2017 г.), то со второго полугодия основными источниками роста стали инвестиции и потребление домохозяйств (см. рис. 1). С одной стороны, оба показателя существенно упали (инвестиции и вовсе падали на протяжении 3.5 лет), и вполне

резонно, что они могли «оттолкнуться от дна». С другой стороны, мы привыкли к тому, что периоды быстрого роста инвестиций и потребления – основы внутреннего спроса – предшествовали валютным кризисам. Так было и в 2009, и в 2011, и в 2013 гг.¹ Если сейчас рост инвестиций и потребления снова имеет под собой искусственную природу, то мы рискуем утратить достижения Национального банка и правительства в области снижения инфляции и возврата доверия к национальной валюте – а это слишком высокая цена для любого роста.

Рис. 1. Вклад потребления домохозяйств и валового накопления капитала в прирост реального ВВП, проц. пунктов



* Все показатели рассчитаны как скользящая сумма за 4 квартала в постоянных ценах 2014 г., темпы прироста реального ВВП приведены в % кв/кв.
Источник: собственные расчеты на основе данных Белстата; 4 кв. 2017 г. – оценка.

Потребление домохозяйств: уверенность в завтрашнем дне?

Данные о потреблении домохозяйств за 4 кв. 2017 г. будут опубликованы только к концу марта, но из динамики доходов и занятости видно, что оно выросло не меньше чем на 10% г/г в реальном выражении. В последний раз потребление росло подобными темпами во второй половине 2012 г. и первые три квартала 2013 г., когда экономические власти предприняли последнюю (на данный момент) попытку простимулировать рост за счет внутреннего спроса – и эта попытка закончилась валютным кризисом, как и

предыдущие. Безусловно, увеличения, пусть и существенного, потребительских расходов домохозяйств в течение двух кварталов (да еще и после девяти кварталов спада) мало, чтобы проводить такие параллели. Но за счет чего они увеличивались на этот раз?

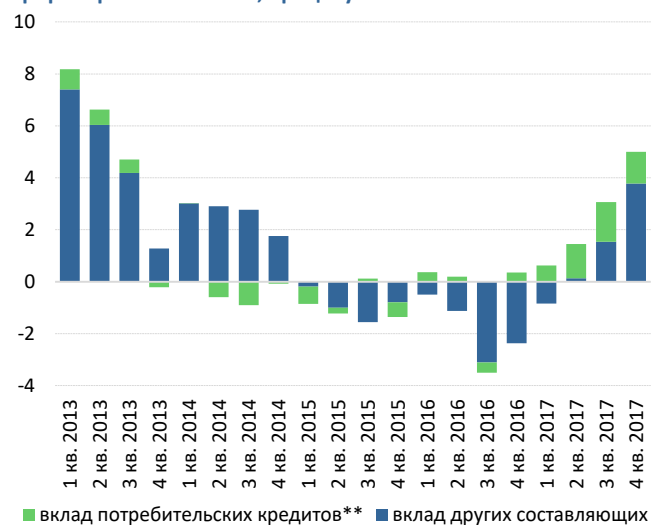
Национальный банк [отмечает](#) два фактора: рост заработной платы и увеличение потребительского кредитования. По нашим оценкам, потребительское кредитование действительно играло нетипично важную роль в восстановлении потребления домохозяйств: его чистый вклад в прирост ВВП достиг 1.3, 1.5 и 1.2 проц. пункта во 2, 3 и 4 кв. 2017 г. соответственно (рис.

¹ В последний раз правительство отреагировало на растущие дисбалансы ужесточением фискальной политики ([совместное](#)

[постановление](#) правительства и Национального банка №895/15 от 10.10.2013), но этого хватило на год – до декабря 2014 г.

2). Очевидно, этот фактор может вносить значительный вклад в прирост потребления в краткосрочном периоде, но в условиях замедления роста доходов его влияние будет сходиться на нет.

Рис. 2. Вклад составляющих потребления домохозяйств в прирост реального ВВП*, проц. пунктов



* по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

** вклад изменения задолженности физических лиц по кредитам на потребительские нужды.

Источник: собственные расчеты на основе данных Белстата и НББ; 4 кв. 2017 г. – оценка.

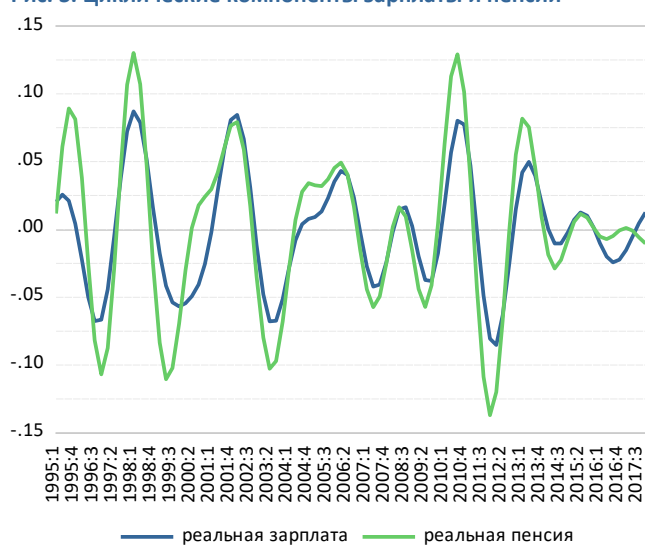
Динамика доходов в 2017 г. была противоречивой: с одной стороны, рост реальной зарплаты резко ускорился (с -3.9% г/г в 4 кв. 2016 г. до 13.6% г/г в 4 кв. 2017 г.), а падение занятости существенно замедлилось. С другой стороны, пенсии в реальном выражении падали до 3 кв. 2017 г., а в 4 кв. 2017 г. увеличились всего на 2.4% г/г. Но именно увеличение реальной зарплаты в конце года стало основным фактором роста потребления домохозяйств.

По нашим оценкам, оно объясняет около 80% от прироста потребления в 4 кв. 2017 г. Эконометрические оценки на основе квартальных данных за 1 кв. 1995 г. – 3 кв. 2017 г. показывают, что в долгосрочном периоде 1% прироста реальной зарплаты обеспечивает примерно 0.7% прироста потребления домохозяйств, а 1% прироста занятости – 0.8% прироста потребления. И если динамика занятости сейчас (и в долгосрочном периоде) определяется главным образом демографическими факторами, то динамика зарплаты долгое время зависела от фазы электорального цикла (см. рис. 3). С 3 кв. 2014 г. по 3 кв. 2017 г. ее рост был жестко связан с ростом производительности труда, однако в 4 кв. 2017 г. прирост номинальной² зарплаты на 2.6 проц. пункта превысил прирост производительности. Если это временный «выброс», связанный с задействованием административных методов и бухгалтерских ухищрений для выполнения поручения

² Реальные показатели сравнивать некорректно в силу иногда существенных различий между дефляторами: дефлятором

о доведении зарплаты до BYN 1 000 к концу года, то опасаться нарастания дисбалансов не стоит. Если же ускоренный рост зарплаты по сравнению с производительностью станет тенденцией, то макроэкономические риски снова станут актуальными.

Рис. 3. Циклические компоненты зарплаты и пенсии*



* циклические компоненты показателей (натуральные логарифмы, сезонность устранена) выделяются при помощи фильтра Кристиано-Фицджеральда (полная выборка, устранен тренд, переменные I(1); минимальная/максимальная длина цикла составляет 8/20 кварталов).

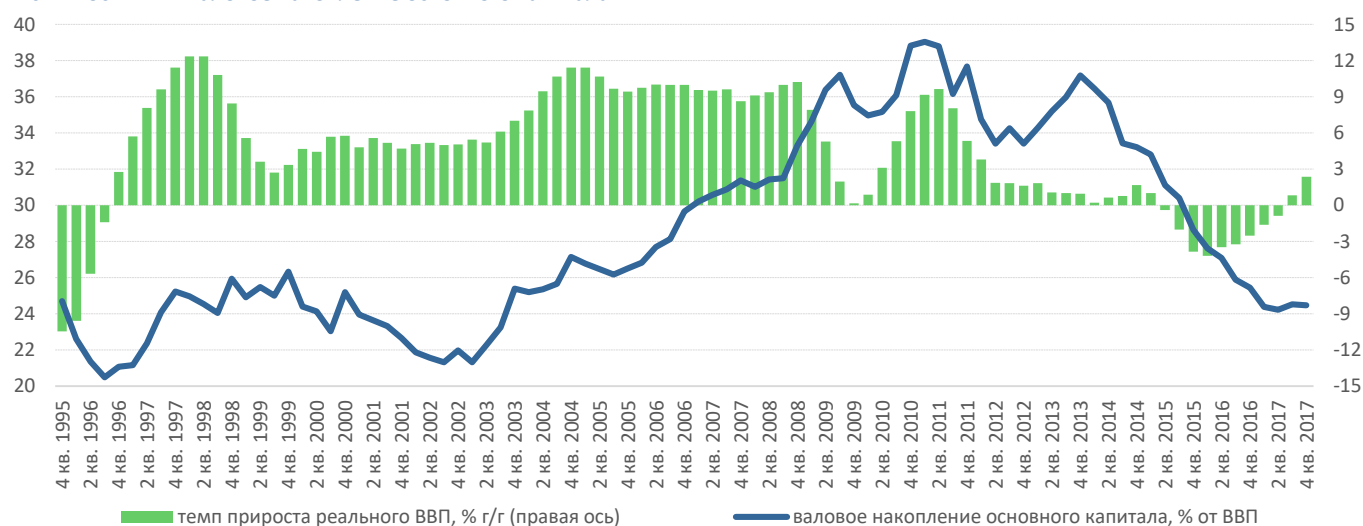
Источник: собственные расчеты на основе данных Белстата.

Инвестиции: бюджетное финансирование, осторожная модернизация и иностранные кредиты

Инвестиции долгое время были основным драйвером экономического роста: на пике (4 кв. 2010 г. – 2 кв. 2011 г.) они составляли около 39% от ВВП, причем их удельный вес в ВВП увеличивался практически непрерывно с 1 кв. 2003 г. (с 21% от ВВП, см. рис. 4). Последняя попытка достичь роста ВВП за счет стимулирования инвестиций не принесла эффекта: за 2013 г. их удельный вес увеличился с 33 до 37% от ВВП, а темп прироста реального ВВП снизился по сравнению с предыдущим годом с 1.85 до 0.95% г/г. После этого доля инвестиций в ВВП постоянно снижалась, пока в 1 кв. 2017 г. не стабилизировалась на нынешнем уровне в 24% от ВВП. Поэтому даже быстрый рост инвестиций во втором полугодии 2017 г. позволял лишь удерживать их долю в ВВП на уровне 1997–2000 гг. – минимальном за последние 14–15 лет. Но их не удалось бы удержать даже на этом уровне, если бы не значительное увеличение финансирования инвестиций за счет средств местных бюджетов (см. табл. 1). Вклад республиканского бюджета тоже оказался положительным, но без учета строительства Островецкой АЭС (вклад Островецкого района в прирост инвестиций по стране составил 2.7 проц. пункта) капитальные расходы центрального бюджета сократились бы.

ВВП (реальная производительность труда) и индексом потребительских цен (реальная зарплата).

Рис. 4. Рост ВВП и валовое накопление основного капитала*



* Все показатели рассчитаны как скользящая сумма за 4 квартала. Инвестиции – валовое накопление основного капитала.

Источник: собственные расчеты на основе данных Белстата; 4 кв. 2017 г. – оценка.

Таблица 1. Источники финансирования инвестиций в основной капитал в 2017 г.

	USD млн		Темпы прироста, % г/г		Вклад в прирост, проц. пунктов	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Инвестиции в основной капитал	9476.9	10518.9	-17.4	5.3	-17.4	5.3
средства республиканского бюджета	1621.0	1709.2	2.2	0.9	0.3	0.2
средства местных бюджетов	633.3	904.6	-30.1	34.0	-2.5	2.3
собственные средства организаций	3764.4	4075.6	-17.4	3.5	-6.7	1.4
заемные средства других организаций	123.0	112.2	-16.7	-15.4	-0.2	-0.2
иностранные инвестиции	473.0	548.1	0.9	10.8	0.0	0.5
кредиты банков:	1294.4	1325.6	-34.4	-3.4	-6.0	-0.5
коммерческие	551.0	546.4	-32.8	-7.7	-2.4	-0.4
льготные	328.9	223.1	-59.2	-37.9	-4.2	-1.3
иностранн. банков	264.8	395.5	357.4	43.6	1.8	1.2
иностранн. кредитные линии	149.7	160.5	-46.9	5.7	-1.2	0.1
собственные средства населения	1187.4	1283.8	-13.5	-0.4	-1.7	0.0
внебюджетные фонды	47.9	39.1	21.2	-19.0	0.1	-0.1
прочие источники	332.5	520.6	-21.6	50.1	-0.8	1.8

Источник: собственные расчеты на основе данных Белстата.

Вторым по значимости (не считая не расшифровываемых Белстатом «прочих источников») стали собственные средства организаций. Судя по всему, основной их прирост пришелся на модернизацию Мозырского нефтеперерабатывающего завода (Мозырский район обеспечил 1.6 проц. пункта прироста инвестиций по стране в целом), а также ряд других инвестиционных проектов крупных государственных предприятий³. Реализация крупных инвестиционных проектов стала возможной благодаря существенному увеличению прибыли (которому способствовала реструктуризация задолженности госпредприятий перед банками). Кроме того, увеличение финансирования инвестиций за счет собственных средств предприятий по сравнению с прошлогодними показателями наблюдалось только в 3 кв. 2017 г., а оставшаяся часть года они сокращались. Кредиты иностранных банков, как правило связанные с реализацией

крупных инвестиционных проектов под гарантии правительства (основной прирост пришелся на Гродненскую и Брестскую области), увеличивались три квартала подряд (после резкого роста в 2016 г.), но в четвертом уменьшились.

Рыночные источники финансирования инвестиций тоже не демонстрировали устойчивого восстановления. Иностранн. инвестиции концентрировались в нескольких крупных проектах («Кроноспан» в Сморгонском районе, «Велком» и «Великий камень» в Минском районе, «Руснефть» в Любани и пр.); по сравнению с 2016 г. они увеличились всего на USD 75 млн. Инвестиции за счет собственных средств населения увеличивались первые полгода, но затем сократились, оказавшись по итогам года даже несколько меньше, чем в 2016 г. (именно во втором полугодии существенно ускорился рост потребительских расходов). Коммерческие кредиты банков в качестве источника финансирования инвестиций увеличились по

³ Например, [закупка электровозов](#) Барановичским отделением Белорусской железной дороги (вклад г. Барановичи в прирост инвестиций по стране составил 0.9 проц. пункта).

сравнению с предыдущим годом только в 4 кв. 2017 г. – во многом благодаря значительному снижению процентных ставок. При этом по итогам года инвестиции за счет коммерческих кредитов существенно выросли в Брестской, Гродненской и Гомельской областях (вклад в прирост инвестиций по стране составил 1.3, 1.1 и 0.9 проц. пункта соответственно), но в той же степени снизились в Минской области и г. Минске (-1.4 и -1.3 проц. пункта), а также в двух оставшихся областях (по -0.5 проц. пункта).

Таким образом, в 2017 г. только два источника финансирования инвестиций демонстрировали устойчивый рост – средства местных бюджетов и «прочие источники». Маловероятно, что подобная динамика сохранится и в будущем – существующая долговая нагрузка слишком высока, чтобы бюджет мог и дальше увеличивать капитальные расходы. У остальных источников перспективы восстановления есть при выполнении определенных условий: у коммерческих кредитов банков – при сохранении макроэкономической стабильности и дальнейшем снижении процентных ставок, у собственных средств предприятий – при условии реструктуризации государственных предприятий, которая позволит рассчитаться с долгами и выйти на прибыльную работу, у прямых иностранных инвестиций – при условии появления новых инвесторов, поскольку сейчас это в основном реинвестирование прибыли, а у собственных средств населения – при условии перехода к росту доходов, основанному на увеличении производительности.

Беспокоиться рано, но наблюдать стоит

Резкий скачок заработной платы в конце года пока рано считать началом «разворота» в политике доходов: до ноября зарплата росла медленнее производительности труда, а другие виды доходов и вовсе стагнировали весь год. Тем не менее, если повышение зарплаты административными методами продолжится, это повлечет за собой целый «букет» последствий для экономики – от снижения конкурентоспособности и прибыли предприятий до повышения спроса на валюту и обесценивания белорусского рубля с вытекающими из этого последствиями для инфляции и процентных ставок. В свою очередь, со стороны потребительского кредитования «перегрева» потребительского рынка ожидать не стоит – скорее, отвлечение части ресурсов домохозяйств на погашение кредитов может стать некоторым стабилизатором потребительской активности в среднесрочном периоде.

Признаков угрожающего макроэкономической стабильности искусственного стимулирования инвестиций пока нет, но и поводов для того, чтобы говорить об устойчивом росте инвестиций на основе рыночных факторов, тоже. Риски состоят в возможных попытках наращивать инвестиции за счет кредитов под государственные гарантии и прямых бюджетных расходов в ущерб сбалансированности бюджета. Краткосрочные перспективы инвестиций связаны с доверием к национальной валюте – именно низкая инфляция является важнейшим фактором их роста. Среднесрочные перспективы внутреннего спроса по-прежнему связаны с усилением роли рыночных факторов.

Позиция, представленная в документе, отражает точку зрения авторов и может не совпадать с позицией организаций, которые они представляют, а также ни в коей мере не может рассматриваться как позиция Европейского союза.

2018 © Исследовательский центр ИПМ

Автор: [Александр Чубрик](#),
директор Исследовательского центра ИПМ