



Центр развития

Ежемесячное обозрение российской экономики

Дата выпуска: 15 февраля 2008 г.

ЕЖЕМЕСЯЧНОЕ ОБОЗРЕНИЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

ИТОГИ ГОДА

Резюме: «Островок безопасности?»

ВВП

Промышленное производство

Прибыль экономики

Инвестиции в основной капитал

Цены производителей промышленной продукции

Инфляция

Обменный курс

Население и социальная политика

Внешняя торговля

Платежный баланс

Денежные показатели

Государственные финансы

Банковский сектор

Мировая экономика

КОММЕНТАРИИ:

Финансовый кризис в США и его последствия для мировой экономики

Об устойчивости российской экономики к внешним шокам

Сценарные макроэкономические прогнозы на 2008-2011 гг.



ОСТРОВК БЕЗОПАСНОСТИ?

Если закрыть глаза на внезапно вырвавшуюся из-под контроля инфляцию, то можно сказать, что 2007 г. закончился для российской экономики чрезвычайно удачно. Рост ВВП на 8,1% для такой большой экономики - разве это не больше, чем можно было бы мечтать? Да, в Китае рост еще быстрее (11,4%), но уже в Индии – примерно такой же (8,5%), не говоря о Бразилии (5,3%) и тем более США (2,2%) или основных европейских странах (2-3%).

Динамично расширялся как внутренний, так и внешний спрос. Потребительский бум поддерживался быстрым ростом заработной платы (16,2% в реальном исчислении), который дополнительно стимулировался предвыборными индексациями для работников бюджетной сферы, а также дальнейшим расширением потребительского кредитования (40% в реальном исчислении). В результате расходы домохозяйств выросли в 2007 г. на 13,1%, что на 1,8 п.п. больше, чем было в 2006 г. Инвестиционный бум также стал более мощным: прирост валового накопления основного капитала составил 20,8% (плюс 3,3 п.п. по отношению к темпам предыдущего года). Он поддерживался ростом прибыли (4,8% за январь-ноябрь в реальном исчислении, 38% в долларах) и опять-таки наращиванием кредитования (объем кредитов реальному сектору на срок более года увеличился на 61% в реальном и на 112% - в долларовом выражении).

Приятный сюрприз преподнесли товарные рынки: цены на нефть, которые в течение всего года практически не падали ниже 50 долл./барр., в последние месяцы вплотную приблизились к 100 долл./барр. Это еще сильнее стимулировало экспорт нефти и нефтепродуктов, который в физическом выражении по итогам года вырос соответственно на 5,1 и 8,4% (в 2006 г. было -2 и 6,3%). Стоимостной объем всего товарного экспорта увеличился в 2007 г. до 355 млрд. долл. (+17%), обеспечив достаточно медленное снижение торгового сальдо, несмотря на стремительный рост импорта (на 35% - до 223 млрд. долл.). При этом чистый приток иностранного капитала в частный сектор (и не только в связи с распродажей активов «ЮКОСа»!) вырос почти в два раза - до 82 млрд. долл. И даже во втором полугодии, когда кризисные явления поразили мировые финансовые рынки, приток иностранного капитала в итоге лишь немного замедлился, но не приостановился совсем. В результате объем валютных резервов вырос за год на 169 млрд. долл. (причем за сентябрь-декабрь - на 57 млрд. долл.), объем Стабилизационного фонда – на 68 млрд. долл. за год, из которых на 24 млрд. долл. - за последние четыре месяца.

С другой стороны, хронические структурные диспропорции российской экономики (к числу важнейших из них относятся две: низкая конкурентоспособность отечественной продукции в сравнении с импортом и опережающий рост реальной заработной платы в сравнении с ростом производительности труда) в 2007 г. только обострились. Темпы роста физических объемов импорта товаров и услуг (30,4%) превысили темпы роста производства отечественной продукции на внутренний рынок (3,4%) в девять раз (в 2005-2006 гг. такое превышение составляло «всего» 3-4 раза). А разрыв между темпами роста реальной заработной платы и производительности труда вырос до 10,6 п.п. против 6,3 п.п. в 2006 г. Рано или поздно эти диспропорции могут перейти из хронической формы в острую, но то, когда именно это произойдет, во многом будет зависеть от состояния мировой экономики.

В 2007 г. российская экономика испытала два негативных «шока», пришедших из-за рубежа: дефицит ликвидности в банковском секторе, возникший под влиянием турбулентности на мировых финансовых рынках, и ускорение инфляции, связанное прежде всего с повышением мировых цен на сельскохозяйственные и продовольственные товары. На дефицит ликвидности российские денежные власти отреагировали достаточно адекватно: Банк России снизил нормы обязательного резервирования, расширил список ценных бумаг, принимаемых в качестве залога при ломбардном кредитовании, нарастил объем кредитования по сделкам РЕПО в отдельные дни почти до 300 млрд. руб., а Минфин в конце года досрочно «закачал» 550 млрд. руб. в уставные фонды институтов развития (Корпорации нанотехнологий, Фонда ЖКХ, Банка развития). В результате совместными усилиями «пожар» был потушен без каких-либо заметных макроэкономических последствий.

С ускорением инфляции справиться оказалось не так легко. «Замораживание» розничных цен на важнейшие продукты питания – мера заведомо популистская и в перспективе сама по себе способна внести в экономику диспропорции и деформации, от которых когда-нибудь придется



избавляться «мини-шоковой» терапией. Повышение экспортных и снижение импортных пошлин на несколько сельскохозяйственных и продовольственных товаров само по себе не способно переломить тенденцию к ускорению роста цен, тем более что среди ее причин все более явно выступает монетарный фактор. Из более или менее действенных инструментов остается, пожалуй, только укрепление валютного курса, которое, однако, может еще больше снизить конкурентоспособность отечественной продукции в сравнении с импортом.

В общем с «импортированной» в Россию инфляцией придется еще помучиться. А в более широком плане можно сказать, что последствия вхождения России в глобальную экономику, ее большая открытость к внешним воздействиям и шокам пока не осмыслены ни российскими денежными властями, ни экспертным сообществом. Самый недавний опыт Казахстана показал, что мечты о «тихой гавани», «острове безопасности» и т.п. могут легко оказаться всего лишь мечтами.

Сергей Смирнов



ВВП

Рост ВВП в 2007 г. превысил все ожидания. Ни старые, ни самые недавние прогнозы¹, ни даже предварительные годовые оценки МЭРТа не предполагали роста ВВП более чем на 7,7-7,8%. Чрезвычайно радужными оказались практически все цифры: по расходам домохозяйств (13,1%), по госрасходам (4,9%), по инвестициям в основной капитал (20,8%), но особенно – по экспорту товаров и услуг (7,4%), что заметно превышает значения, фиксировавшиеся в течение трех первых кварталов года.

Если судить по этим данным, российская экономика предстает мобильной, достаточно хорошо сбалансированной, прочно опирающейся на все потенциально возможные источники спроса. «Ложкой дегтя» в этой «бочке меда» смотрится лишь ускоренный рост импорта товаров и услуг, который достаточно неожиданно увеличился до 30,4% (по трем первым кварталам было около 26% - год к году). Столь быстрый рост импорта при весьма умеренном росте внутреннего производства на внутренний рынок (почти в девять раз ниже роста импорта - всего 3,4%) лишний раз демонстрирует невысокую конкурентоспособность отечественных производителей и высвечивает то «узкое место», которое всерьез лимитирует экономический рост в России. Другим тревожным звонком (на нем можно пока не акцентировать внимание, но отметить нужно) стал существенно больший, чем обычно, прирост запасов, добавивший к приросту ВВП 1 п.п. В принципе (хотя и необязательно) это может быть следствием выпуска продукции, не находящей конечного потребителя - просто «на склад» - вполне вероятная ситуация в условиях «перегрева» экономики.

Заметим также, что, судя по официальным данным, в 2007 г. – впервые за весь постперестроечный период – был превышен уровень ВВП 1989 года. В каком-то смысле это подводит черту под целой исторической эпохой, в течение которой ВВП России сначала девять лет падал, сократившись почти вдвое (на 44% в 1998 г.), а потом – девять лет рос (на 83% по отношению к минимальной точке). Сегодня ВВП России вновь близок к своему давнему историческому пиковому значению.

Динамика компонент ВВП (прирост год к году, в %)

	2003	2004	2005	2006	2007
ВВП	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1
Внутренний спрос*	7.6	9.9	9.1	10.7	13.0
- конечное потребление	6.2	9.2	8.7	8.9	10.8
- накопление основного капитала	12.8	12.6	10.6	17.5	20.8
Внешний спрос (экспорт)	12.5	11.8	6.5	7.3	7.4
Источники покрытия внутреннего спроса					
- импорт товаров и услуг	17.7	23.3	16.6	21.6	30.4
- отечественное производство на внутренний рынок	1.9	4.4	5.8	5.5	3.4

* Исключая изменение запасов.

Источники: Росстат, Центр развития.

Вклад факторов в динамику ВВП (процентных пунктов)

	2003	2004	2005	2006	2007
ВВП	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1
Внутренний спрос*	6.6	8.6	7.8	9.0	10.9
- конечное потребление	4.3	6.3	5.8	5.9	7.1
- накопление основного капитала	2.3	2.3	1.9	3.1	3.8
Чистый экспорт	0.1	-1.4	-1.4	-2.1	-3.9
- экспорт товаров и услуг	4.4	4.1	2.2	2.6	2.5
- импорт товаров и услуг	-4.3	-5.5	-3.7	-4.6	-6.4
Статистическое расхождение (вкл. прирост запасов)	0.7	0.0	0.1	0.5	1.1
Справочно: отечественное производство на внутренний рынок	2.2	3.0	4.1	4.4	4.5

* Исключая изменение запасов.

Источники: Росстат, Центр развития

¹ См., например, ежеквартальные Опросы профессиональных прогнозистов, проводимые Центром развития



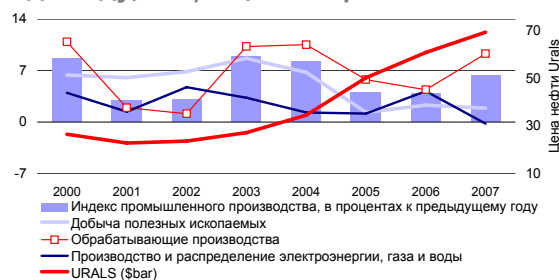
ПРОМЫШЛЕННОЕ ПРОИЗВОДСТВО

Рост промышленного производства в 2007 г. (на 6,3%) существенно превысил соответствующее значение за 2006 год (3,9%). При этом обрабатывающие производства выросли на 9,3% против 4,4% в 2006 г. Рывок был вызван прежде всего более высоким (почти на 10 долл./барр.), чем в предыдущем году, среднегодовым уровнем нефтяных цен, ускорением роста инвестиций в основной капитал, а также увеличением темпов инфляции, которое во втором полугодии стимулировало спрос на потребительском рынке за счет снижения склонности к сбережению.

В отраслевом разрезе особенно резко (в четыре раза - до 16,2%) увеличились темпы роста в машиностроении, почти в два раза (до 8,1%) - в лесопромышленном комплексе. Рост строительно-дорожного и сельскохозяйственного машиностроения был связан с бюджетной подпиткой строительства и сельского хозяйства. Расширение закупок электрооборудования (в том числе турбин) и продукции железнодорожного машиностроения было обусловлено начавшимся обновлением критически изношенного оборудования в электроэнергетике и на транспорте. В лесопромышленном комплексе ускорение роста было вызвано вводом целого ряда новых производств, преимущественно на предприятиях с участием иностранного капитала.

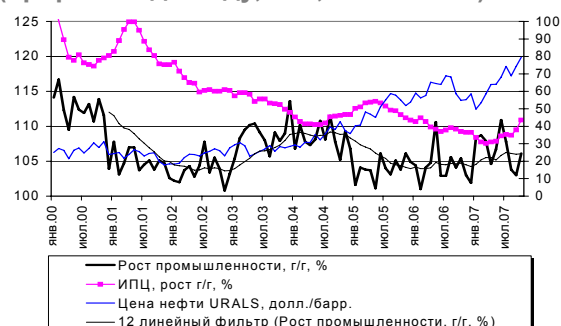
В целом тенденция к ускорению роста обрабатывающего сектора, а соответственно, и к диверсификации промышленности не выглядит устойчивой. Об этом говорит не только зависимость роста от указанных выше конъюнктурных факторов, но и резкое (с 8,8% до 2%) замедление темпов увеличения выпуска в металлургии, хотя здесь и производится большая часть конструкционных материалов.

Прирост промышленности (год к году, в %) и цена нефти



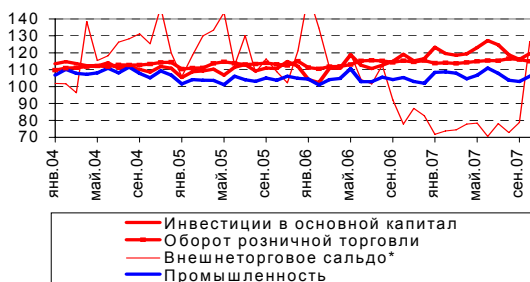
Источники: Росстат, Центр развития.

Динамика промышленной конъюнктуры (прирост год к году, в %, ежемесячно)



Источники: Росстат, Центр развития.

Рост промышленности и элементов конечного спроса (год к году, в %)



*Для дефлирования сальдо использованы дефляторы ИПЦ и ИОЦ в соотношении 50%/50%.

Источники: Росстат, Центр развития.

Прирост выпуска в 2005-2007 гг. в секторах промышленности (год к году, в %)



Источники: Росстат, Центр развития.



ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ

В 2007 г. темпы роста инвестиций в основной капитал составили 21,1%, что в полтора выше темпов 2006 года (13,7%). Темпы роста строительства ускорились до 18,2% против 15,7% в 2006 г., а ввод жилых домов увеличился на 19,4% против 15,2%. Эти цифры могли бы свидетельствовать о полноценном инвестиционном буме, если бы не большая их зависимость от реализации инвестпрограмм весьма ограниченного числа крупных компаний (РАО «ЕЭС России», РЖД и др.). С другой стороны, движущими факторами наращивания инвестиционной активности действительно стали увеличение прибыли (особенно в долларовом выражении) и ускорение роста кредитования экономики (с 30%-ного в 2006 г. до 40%-ного в 2007 г.).

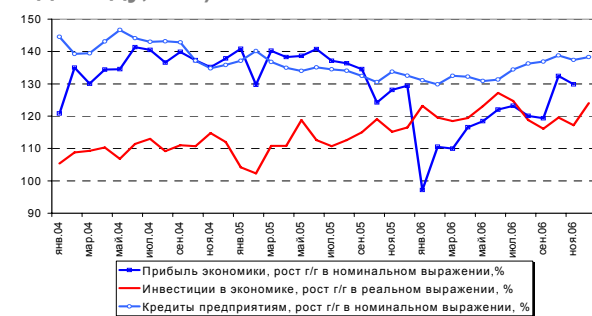
В отраслях промышленности усиление инвестиционной активности достаточно слабо связано с ростом эффективности производства, в частности со снижением удельных трудовых издержек. Поэтому можно предположить, что повышение прибыльности и инвестиционной активности задано в каком-то смысле «экзогенно», т.е. определяется ростом мировых цен на нефть и другие сырьевые товары. Падение цен на сырье (из-за замедления темпов роста мировой экономики), сокращение темпов роста прибыли и снижение темпов кредитования (из-за удорожания внешних ресурсов для российских банков) могут существенно сузить два основных источника инвестиционной активности внутри России и несколько снизить, таким образом, темпы роста инвестиций.

Динамика инвестиций в основной капитал (в %)



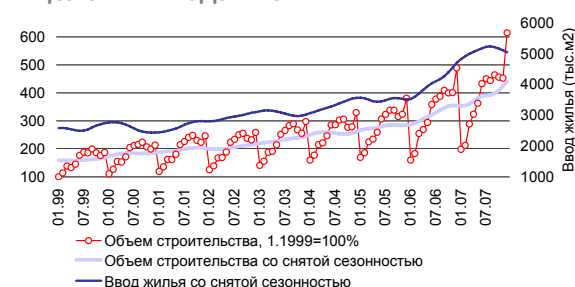
Источники: Росстат., Банк России, Центр развития.

Динамика инвестиций в основной капитал в экономике в целом и их источников (рост год к году, в %)



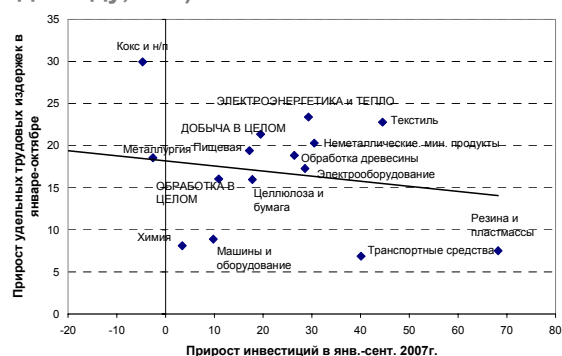
Источники: Росстат., Банк России, Центр развития.

Динамика отрасли «Строительство» в целом и ввода жилья



Источники: Росстат, ВШЭ.

Динамика инвестиций в основной капитал и удельных трудовых издержек (в евро и долларах в соотношении 50%/50%, прирост год к году, в %)



Источники: Росстат, Банк России, Центр развития.



ПРИБЫЛЬ ЭКОНОМИКИ

В течение 2007 г. происходило замедление реального роста прибыли в экономике: в январе-ноябре он составил лишь 4,8% (год к году) против 10,4% в первом полугодии. Критичным было замедление роста реальной прибыли в промышленности с 7% (год к году) в январе-июне до 0,5% в январе-ноябре. В результате доля промышленности в общем объеме прибыли по итогам одиннадцати месяцев 2007 г. снизилась до 56% против 61% за тот же период предыдущего года.

Стабильными и высокими темпами увеличивалась прибыль в транспорте и связи, а также в операциях с недвижимостью, где достигнутые в первом полугодии приросты (соответственно 24 и 48%) сохранились до конца года. Доля этих видов деятельности в общем объеме прибыли превысила 19%, увеличившись относительно прошлого года на 3 п.п. В строительстве - абсолютном лидере 2006 года по темпам роста прибыли - в течение 2007 г. наблюдалось замедление реальной динамики, ставшее особенно заметным в четвертом квартале (с 32% - год к году - в январе-июне до 11% в январе-ноябре). В торговле реальные объемы прибыли в январе-ноябре упали на 6,3% (год к году), в том числе вследствие предпринятых правительством антиинфляционных мер, а удельный вес этого сектора сократился до 18% (на 2 п.п.).

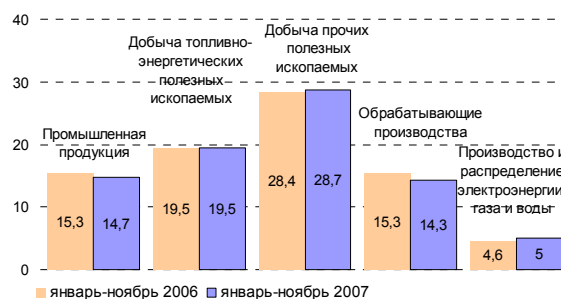
Сохранение в ближайшей перспективе тенденции к замедлению роста реальной прибыли в экономике в целом и особенно в промышленности может повлечь за собой сокращение инвестиций в основной капитал за счет собственных источников.

Структура сальдированного финансового результата в январе-ноябре 2006-2007 гг. (в %)

	Январь-ноябрь 2006 г.	Январь-ноябрь 2007 г.
Прибыль экономики, млрд.руб.	3484,2	4524,5
Структура прибыли экономики, %		
Всего	100,0	100,0
в том числе:		
Промышленное производство	61,0	55,8
из него:		
добыча полезных ископаемых	19,2	17,7
обрабатывающие производства	39,6	36,0
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	2,2	2,0
Строительство	1,6	1,8
Оптовая и розничная торговля; ремонт	19,8	18,0
Транспорт и связь	12,2	13,8
Операции с недвижимым имуществом, аренда	3,7	5,4
Прочие	1,7	5,2

Источники: Росстат, Центр развития.

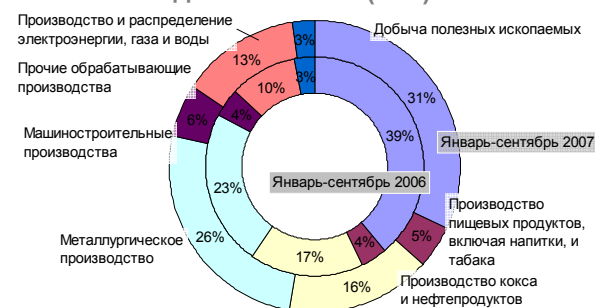
Рентабельность продукции промышленных производств (в %)



Примечание. Рентабельность рассчитана как отношение сальдированного финансового результата к стоимости отгруженных товаров.

Источники: Росстат, Центр развития.

Структура финансового результата по основным видам промышленной деятельности (в %)



Источники: Росстат, Центр развития.

Сальдированный финансовый результат (прирост в реальном выражении, в %)

	Январь-ноябрь 2006 г.	Январь-ноябрь 2007 г.
Всего	21,6	4,8
Промышленное производство	17,3	0,5
Добыча полезных ископаемых	12,2	-17,6
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	16,9	-19,7
Добыча прочих полезных ископаемых	-16,4	3,4
Обрабатывающие производства	33,7	6,3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	-19,5	-7,4
Строительство	62,0	11,2
Оптовая и розничная торговля; ремонт	29,8	-6,3
Транспорт и связь	29,5	24,0
Операции с недвижимым имуществом, аренда	-9,1	44,2

Примечание: Дефлировано индексом цен производителей промышленной продукции. Прирост прибыли – в % к соответствующему периоду предыдущего года.

Источники: Росстат, Центр развития.



ЦЕНЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ПРОМЫШЛЕННОЙ ПРОДУКЦИИ

В 2007 г. цены производителей промышленной продукции выросли на 25% (декабрь к декабрю), превысив соответствующий показатель 2006 года почти в 2,5 раза. При этом до сентября включительно прирост цен в промышленности оставался ниже уровня предыдущего года, но в конце года повышение цен резко ускорилось.

Во-первых, этому способствовала динамика цен в добыче топливно-энергетических ресурсов (48-58% - год к году) и в нефтепереработке (33-42% - год к году), определяемая состоянием мирового рынка нефти. Во-вторых, опережающими темпами - благодаря высокому инвестиционному спросу, усиленному инфляционными ожиданиями, - выросли цены в производстве лесных и строительных материалов (соответственно на 24-25% и свыше 31% - год к году). В-третьих, новым фактором взлета цен производителей стало повышение цен на мировых рынках продовольствия (зерна, растительных масел, а затем и молочных продуктов), обусловившее наивысшие за последние три года темпы роста цен в производстве пищевых продуктов (20% - год к году - в ноябре-декабре).

Рост цен производителей мог бы быть еще выше, если бы не конкуренция со стремительно растущими дешевыми поставками черных металлов из Китая и вытеснение российского металлургического экспорта из Юго-Восточной Азии, а также начавшееся падение мировых цен на цветные металлы.

Прирост цен производителей промышленной продукции и потребительских цен (год к году, в %)



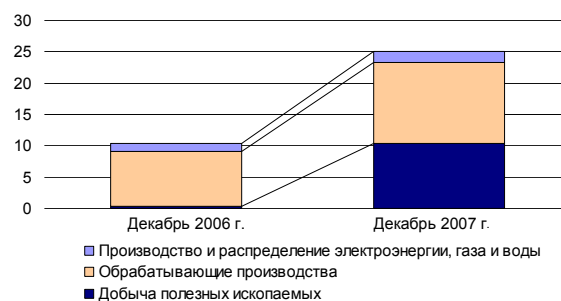
Источник: Росстат.

Прирост цен в добыче полезных ископаемых и мировых цен на российскую нефть (год к году, в %)



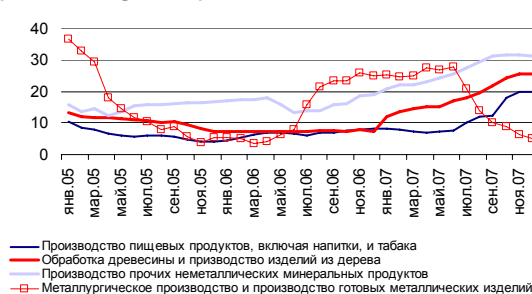
Источники: Росстат, Reuters.

Вклад в прирост цен производителей промышленной продукции (год к году, п.п.)



Источники: Росстат, Центр развития.

Прирост цен производителей в обрабатывающих производствах (год к году, в %)



Источник: Росстат



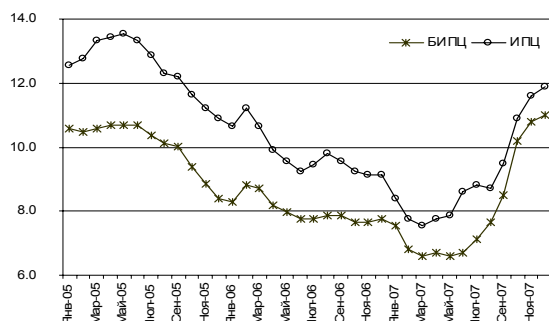
ИНФЛЯЦИЯ

В 2007 г. инфляция - впервые после августовского кризиса 1998 года – ускорилась по сравнению с предыдущим годом. По итогам года она составила 11,9% (декабрь к декабрю) против 9,0% в 2006 г. При этом в полтора раза был превышен – без каких-либо, впрочем, «оргвыводов» для чиновников Правительства или Банка России – официальный целевой ориентир по инфляции (7,5-8,0%).

«Срыв» случился не сразу. За первые три месяца 2007 г. накопленная инфляция отставала от «графика» 2006 года на 1,6 п.п., а окончательно этот запас был «растрочен» только осенью, когда до России докатилась волна роста мировых цен на аграрную продукцию, вызванная отменой экспортных субсидий на молочные продукты в ЕС и ростом спроса на сырье для биотоплива. В общей сложности за год продукты питания подорожали на 17,1% (8,4% в 2006 г.), а стоимость социально значимого «минимального набора» продуктов – еще более значительно: на 22,1% (9,2% в 2006 г.). Увеличились, хотя и менее заметно, темпы роста цен на непродовольственные товары (6,5% против 6%), а базовая инфляция ускорилась до 11% (с 7,8%), что говорит о существовании не только конъюнктурных, но и монетарных факторов повышения цен.

В условиях ослабления денежной политики в развитых странах, имеющего целью смягчение кризиса в финансовом секторе, противодействовать ускорению инфляции в России методами ограничительной денежной политики становится затруднительно. Отсроченное повышение цен на газ и услуги ЖКХ лишь увеличит вероятность высокой инфляции в будущем. Единственным сценарием существенного снижения уровня инфляции остается сокращение издержек и повышение эффективности производства, но насколько он реалистичен?

Динамика базовой инфляции и индекса потребительских цен (год к году, в %)



Источник: Росстат.

Инфляция потребительских цен и ее составляющие (в %)

	2005	2006	2007
Инфляция	10.9	9.0	11.9
продовольственные товары	9.8	9.0	15.6
непродовольственные товары	6.4	6.2	6.7
бензин	16.5	10.9	8.4
услуги	20.9	14.0	13.3
Базовая инфляция*	8.3	7.8	11.0

* Исключает краткосрочные изменения цен под влиянием административных, событийных и сезонных факторов.

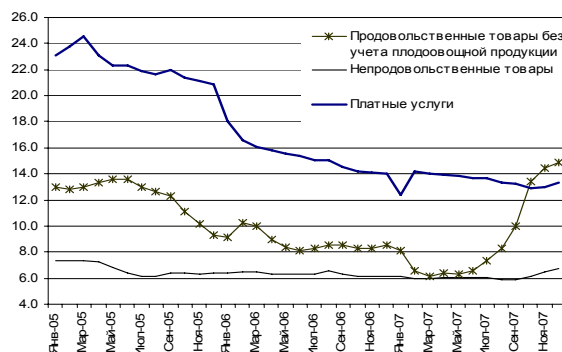
Источники: Росстат, Банк России.

Месячная динамика элементов ИПЦ (в %)



Источник: Росстат.

Динамика элементов ИПЦ (год к году, в %)



Источник: Росстат.



ОБМЕННЫЙ КУРС

Поддержание высокого торгового сальдо и массированный приток иностранного капитала сохранили в 2007 г. благоприятные условия для управления валютным рынком со стороны Банка России. Особенностью прошедшего года стало усиление противодействия укреплению рубля к доллару: укрепление номинального курса рубля к доллару составило 6,8% (декабрь к декабрю) против 8,5% год назад. Одновременно с этим наблюдалось ускорение девальвации номинального курса рубля к евро (с 1,5% год назад до 3,5%), несмотря на небольшое замедление девальвации доллара к евро на мировых рынках (10,6% против 11,5% год назад).

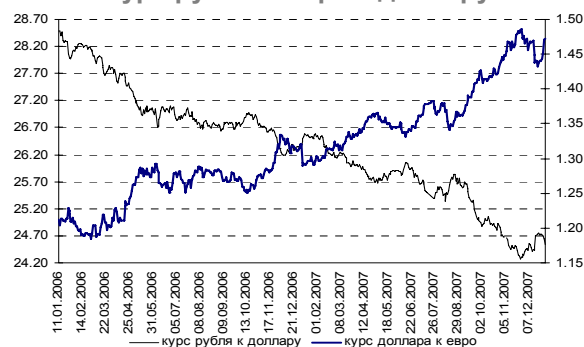
Хотя такой девальвации рубля к евро недостаточно для возобновления процессов валютизации сбережений населения (их «евроизации»), продолжение политики сдерживания укрепления рубля к доллару за счет постепенной его девальвации к евро может привести к активизации спроса на европейскую валюту. Пока население по-прежнему ориентируется на укрепление курса рубля. Чистые продажи наличной валюты населению составили в январе-октябре 2007 г. 1,3 млрд. долл. (против 6 млрд. долл. за аналогичный период прошлого года). В основном это было вызвано сокращением чистых покупок населением наличных долларов. Правда, отмечается и повышение интереса к наличным евро: чистое сальдо покупок наличной европейской валюты за январь-октябрь выросло до 6,9 млрд. с 5,4 млрд. годом ранее. Торможение процесса укрепления номинального эффективного курса рубля привело к замедлению укрепления его реального эффективного курса в 2007 г. до 5,3% (с 7,4% в 2006 г.).

Динамика валютного курса в номинальном и реальном выражении

	2005	2006	2007
Номиналы			
На конец года			
Курс рубля к доллару	28.78	26.33	24.55
Курс евро к доллару	1.18	1.32	1.47
В среднем за год			
Курс рубля к доллару	28.26	27.18	25.56
Курс евро к доллару	1.24	1.26	1.37
Приросты, %			
На конец года			
Номинальный курс рубля к доллару	3.7	-8.5	-6.8
Номинальный курс рубля к евро	-9.6	1.5	3.6
Номинальный курс евро к доллару	-12.7	11.5	11.6
Реальный курс рубля к доллару	-3.9	-17.0	-14.8
Реальный курс рубля к евро	-18.8	-5.8	-5.7
Реальный эффективный курс	-10.5	-7.6	-5.3
В среднем за год			
Номинальный курс рубля к доллару	-1.9	-1.3	-5.8
Номинальный курс рубля к евро	-1.6	1.5	2.7
Номинальный курс евро к доллару	0.0	1.0	9.1
Реальный курс рубля к доллару	-10.8	-10.7	-12.8
Реальный курс рубля к евро	-12.1	-11.5	-4.2
Реальный эффективный курс	-8.1	-9.4	-4.2

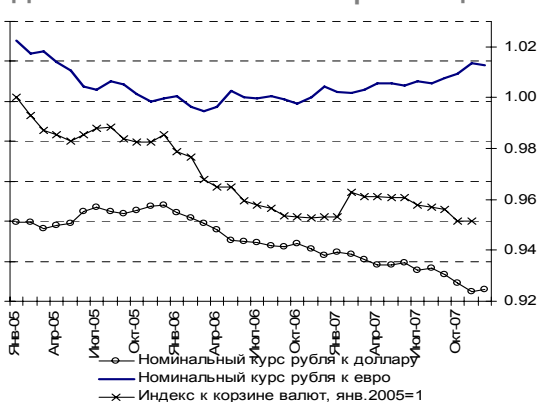
Примечание: «-» - укрепление курса, «+» - девальвация
 Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Курс рубля и евро к доллару



Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Динамика бивалютной корзины ЦБР



Источники: Банк России, Центр развития.

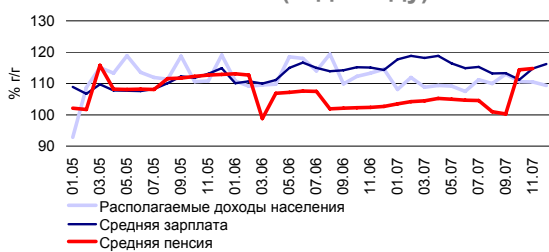


НАСЕЛЕНИЕ И СОЦИАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА

На фоне высоких темпов повышения доходов² для 2007 г. было характерно увеличение разрыва между темпами роста реальной зарплаты и производительности труда (до 10,6 п.п. против 6,3 п.п. в 2006 г.). Обусловленный одновременным быстрым ростом оплаты труда и занятости - в условиях ограниченного предложения рабочей силы - этот процесс достиг своего пика в начале года. И хотя в середине года начавшееся замедление роста занятости и зарплат в негосударственном секторе экономики могло бы обеспечить поворот к постепенному «охлаждению» рынка труда, осенью включились новые факторы. В первую очередь сближению динамики оплаты и производительности труда препятствовало сочетание всплеска инфляции и государственных мер, направленных на компенсацию инфляционных последствий, при одновременном улучшении конъюнктуры мирового рынка нефти и притоке капитала в страну.

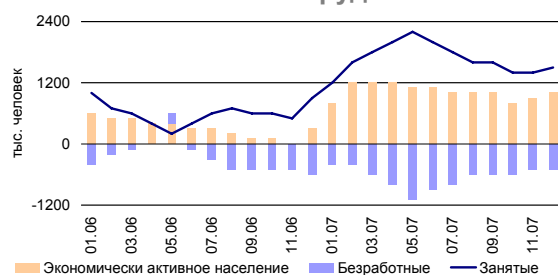
Другим важнейшим итогом 2007 года стала переориентация населения со сберегательной на потребительскую активность, обусловленная усилением инфляционных ожиданий в конце прошлого года. В начале 2008 г. к этому фактору снижения сберегательной активности добавилось влияние опасений, связанных с возможностью рецессии в США и турбулентностью на финансовых рынках, породившей недоверие практически ко всем финансовым инструментам. В этих условиях возросшие в номинальном выражении доходы с новой силой устремляются на потребительский рынок, прежде всего товаров длительного пользования.

Реальные доходы населения (год к году)



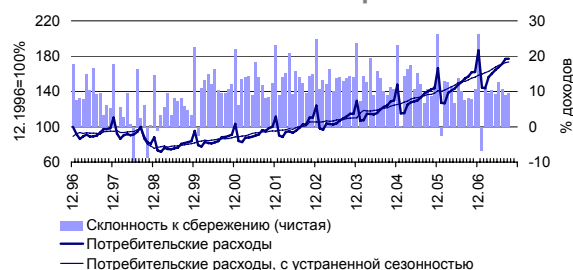
Источник: Росстат.

Рынок труда



Источник: Росстат.

Реальные потребительские расходы и склонность к сбережению



Источник: Росстат.

Прирост банковских депозитов и кредитов населению (в % от доходов)



Источники: Банк России, Росстат.

² Согласно первой годовой оценке рост реальных располагаемых доходов замедлился до 10,4% (год к году) против 13,3% в 2006 г. Однако с учетом того, что темпы роста главного компонента доходов населения - реальной зарплаты - напротив, сильно увеличились (с 13,3 до 16,2% - год к году), можно ожидать, что окончательная оценка, учитывающая динамику малого предпринимательства, составит не менее 13% (год к году).



ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ

Стоимость экспорта товаров в 2007 г. превысила все ожидания и достигла 355 млрд. долл. (рост по сравнению с предыдущим годом на 17%). При этом диверсификации экспорта не произошло³. С повышением нефтяных цен во втором полугодии доля топлива в экспорте увеличилась до 62% (с 57% в последнем квартале 2006 г.). Можно также отметить снижение удельного веса в российском экспорте 27 стран ЕС (с 59 до 56%, в том числе за счет сокращения поставок российского газа из-за теплой зимы в Европе) при увеличении доли стран-членов АТЭС, ЕврАзЭС и ряда других. Уменьшение темпов роста стоимости экспорта (в 2006 г. было 25%) происходило в основном на фоне снижения темпов повышения цен.

В 2007 г. еще больше ускорился рост импорта. Его стоимость достигла 223 млрд. долл., что на 35% выше уровня 2006 г. (прирост 2006 г. - 31%). Наиболее существенный вклад в увеличение импорта вносит не потребительский, а инвестиционный спрос. На долю машин, оборудования и транспортных средств в среднем за год пришлось 51% регистрируемого импорта, причем в конце года эта цифра существенно выросла. Наибольший рост в физическом выражении зафиксирован по импорту автомобилей: грузовых – в 2,4 раза и легковых – в 1,5 раза. Снизилась доля импорта, не учтенного таможенными органами, в основном потребительского назначения: в 2007 г. она составила 10% от всего импорта товаров против 16% годом ранее. Существенно изменилась страновая структура импорта: доля стран ЕС и ЕврАзЭС в импорте сократилась (соответственно до 44 и 8%, т.е. более чем на 1 п.п.) при резком увеличении доли стран АТЭС (до 32%, или на 3 п.п.), главным образом за счет возросшего почти в 2 раза импорта из Китая.



Источник: Банк России.



Источник: Банк России.

Структура экспорта товаров (в %)

	2006	2007	окт.07	ноя.07	дек.07
Экспорт (f.o.b.)*, млрд. долл.	303,9	355,2	34,8	36,0	38,7
Экспорт (f.o.b.)**, млрд. долл.	301,2	352,5	34,6	36,1	38,0
Экспорт (f.o.b.)***, млрд. долл.	288,4	335,3	32,9	34,3	36,0
Структура, %	100	100	100	100	100
Продовольствие и с/х сырье	1,7	2,5	4,0	3,1	2,8
Минеральные продукты	66,3	65,0	66,0	65,4	65,6
ТЭК	65,7	64,3	65,3	64,6	64,8
Химия, каучук	5,4	5,8	5,8	6,3	5,1
Кожа, пушнина	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Древесина и бумага	3,2	3,6	3,1	2,9	2,8
Текстиль и обувь	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Драг. металлы и драг.камни	2,7	2,0	2,0	1,7	2,6
Металлы	13,8	14,3	13,1	12,8	12,5
Машины и оборудование	5,5	5,3	4,9	6,1	6,8
Прочее	1,0	1,3	0,8	1,5	1,6

* По данным Банка России.

** По данным ФТС России.

*** Выборка – 96% стоимости экспорта.

Источники: Банк России, ФТС России.

Структура импорта товаров (в %)

	2006	2007	окт.07	ноя.07	дек.07
Импорт (f.o.b.)*, млрд. долл.	164,7	223,1	22,0	22,6	25,0
Импорт (с.i.f.)**, млрд. долл.	137,8	199,7	20,2	20,4	22,3
Импорт (с.i.f.)***, млрд. долл.	130,8	190,8	19,3	19,6	21,5
Структура, %	100	100	100	100	100
Продовольствие и с/х сырье	15,6	13,7	12,4	13,9	14,2
Минеральные продукты	2,4	2,4	2,5	2,4	2,2
ТЭК	1,4	1,3	1,3	1,1	1,2
Химия, каучук	16,2	14,0	14,0	13,4	13,6
Кожа, пушнина	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3
Древесина и бумага	2,9	2,6	2,6	2,6	2,4
Текстиль и обувь	3,7	4,1	4,5	3,4	3,0
Драг. металлы и драг.камни	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Металлы	7,4	7,8	6,3	5,9	5,8
Машины и оборудование	48,1	51,4	53,2	53,9	54,6
Прочее	3,3	3,4	3,8	3,7	3,4

* По данным Банка России.

** По данным ФТС России.

*** Выборка – 94% стоимости импорта.

Источники: Банк России, ФТС России.

³ Если в период до 2000 г. доля топлива в экспорте колебалась от 37 до 44%, то за последние восемь лет она постепенно возросла с 50 до 63% в 2006 г. при незначительном сокращении в 2007 г. до 61%.



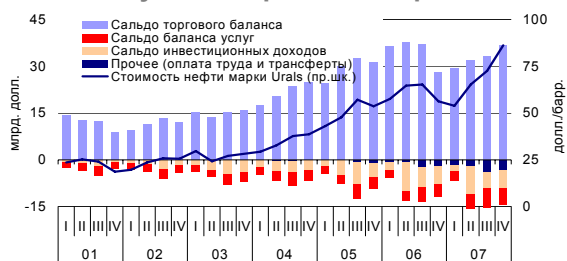
ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Профицит счета текущих операций в 2007 г. сократился до 77 млрд. долл. (6% ВВП), или на 19%. Этому способствовал опережающий рост импорта (35%) относительно экспорта (17%), в результате которого сальдо торгового баланса снизилось на 5% и составило 132 млрд. долл. Несмотря на сокращение притока валюты по торговым операциям, результат значительно превысил ожидания благодаря резкому повышению нефтяных цен, которые во втором полугодии достигли 100 долл./барр.

Российские банки увеличили чистые (за вычетом погашения) внешние заимствования по итогам года на 37% (в основном в первом полугодии за счет «фактора "ЮКОСа"»). Причем дефицит ликвидности на мировых рынках капитала во втором полугодии, возникший вследствие кризиса ипотечного рынка sub-prime в США, не привел к резкому ограничению заимствований банковской системы на внешних рынках, а российские предприятия вообще не почувствовали дефицита ликвидности. Прирост иностранных обязательств реального сектора по итогам года увеличился более чем в два раза, достигнув 123 млрд. долл.

С усилением притока иностранного капитала в страну увеличились, но в меньших масштабах, вложения частного сектора в зарубежные активы. В результате сформировался чистый приток иностранного капитала в частный сектор в размере 82 млрд. долл. (почти в два раза больше, чем в 2006 г.). Двойной профицит платежного баланса (примерно одинаковый по текущим операциям и финансовым операциям частного сектора) при небольшом дефиците госсектора (10 млрд. долл.) позволил денежным властям существенно увеличить валютные резервы.

Сальдо текущих операций и нефтяные цены



Источники: Банк России, Reuters..

Динамика счета текущих операций



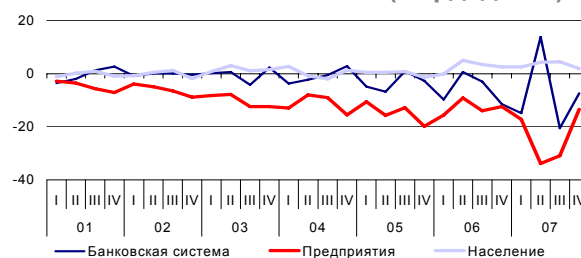
Источники: Банк России, Росстат, Центр развития.

Валовой приток капитала (млрд. долл.)



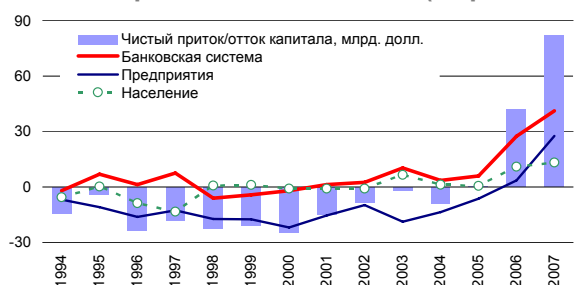
Источники: Банк России.

Валовой отток капитала (млрд. долл.)



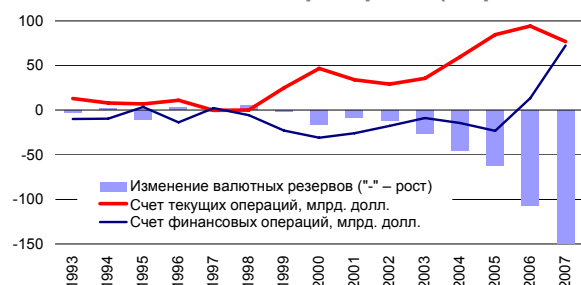
Источники: Банк России.

Чистый приток/отток капитала (млрд. долл.)



Источники: Банк России.

Изменение валютных резервов (млрд. долл.)



Источники: Банк России.



ДЕНЕЖНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

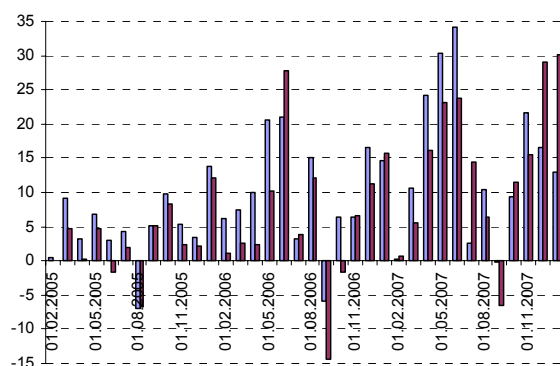
В 2007 г. сохранилась высокая зависимость динамики денежного предложения от внешних условий. В целом по итогам года на внешние источники ликвидности (прирост резервов без учета Стабфонда) пришлось 104% прироста резервных денег⁴ (99% год назад). При этом более половины (54%) роста резервов было обеспечено увеличением притока капитала. С другой стороны, нельзя не отметить, что в сентябре-декабре российские банки (впервые с 2005 г., когда появились соответствующие процедуры Банка России) воспользовались кредитами ЦБР, выдаваемыми под залог кредитных обязательств клиентов. Совокупный объем таких кредитов составил 32,7 млрд. руб. и превысил объем кредитов, выданных под залог ценных бумаг, включенных в ломбардный список (24,1 млрд. руб.).

В целом денежная политика Банка России оставалась достаточно мягкой. Резервные деньги с учетом бюджетных счетов выросли в 2007 г. на 42,3% (45% год назад), а денежная масса (M2X) – на 44,8% (с 40,5% год назад). Несмотря на ослабление бюджетной политики Правительства, на денежном предложении это ослабление отразилось незначительно, поскольку остатки средств на бюджетных счетах продолжали играть роль важного инструмента стерилизации денежного предложения (46% резервных денег с учетом счетов бюджета против 50% год назад).

Структура денежного предложения (в %)		
	2006	2007
Структура резервных денег	100	100
Наличные деньги в обращении	38.8	34.2
Средства банков в ЦБ	13.5	11.6
ФОР	2.8	1.8
Корсчета	8.1	6.7
Депозиты	1.2	2.2
Прочие	1.3	0.8
Средства бюджета в ЦБ	46.8	47.0
Стабфонд	29.8	32.0
Остальные	17.0	15.1
Прочие	0.9	7.2

Источники: Банк России, Центр развития

Динамика резервов ЦБР (млрд. долл.)



■ Прирост ЗБР, млрд.долл ■ Прирост валютных резервов, млрд. долл

Источники: Банк России, Центр развития.

⁴ Включая счета бюджета без Стабфонда.



ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ФИНАНСЫ

В 2007 г. федеральный бюджет был исполнен по кассе со значительным, хотя и не рекордным профицитом в 5,5% ВВП (7,4% ВВП в 2006 г.), позволившем довести к концу года объем Стабфонда до 3,8 трлн. руб. Несмотря на проблемы со сбором НДС в начале года, к его середине ситуация с нефтяными доходами несколько стабилизировалась. В то же время нефтегазовые доходы бюджета упали до 8,8% ВВП против 10,9% ВВП в предыдущем году. Общий объем доходов федерального бюджета в результате этого превысил уровень прошлого года (24,0% ВВП против 23,2% ВВП) лишь благодаря поступлению средств от продажи «ЮКОСа».

В сфере управления расходами бюджетная политика в 2007 г. была достаточно противоречивой. Недофинансирование утвержденных расходов в начале года затем сменилось резким увеличением их планируемого уровня, заставившим говорить о значительном смягчении бюджетной политики. Однако фактически большая часть средств, выделенных на долгосрочные социальные и инвестиционные программы (в частности, на капитализацию институтов развития и пополнение Инвестфонда), так и осталась либо на счетах бюджета (средства Инвестфонда), либо на счетах подконтрольных государству банков и корпораций.

Таким образом, дополнительные расходы бюджета в течение 2007 г. были использованы преимущественно в качестве инструмента регулирования ликвидности. В конце года все внимание оказалось направлено на решение социальной задачи – смягчение инфляционного шока для бюджетников и пенсионеров. По итогам года превышение расходов над первоначальным планом составило 515 млрд. руб. из утвержденных поправками 1067 млрд. руб. При этом за исключением средств, перечисленных институтам развития, использование которых по прямому назначению отложено на 2008-2010 гг., по итогам года объем расходов сложился даже чуть ниже уровня, предусмотренного первой редакцией Закона о бюджете. Основной всплеск дополнительных расходов социального характера придется тем самым на 2008 год.

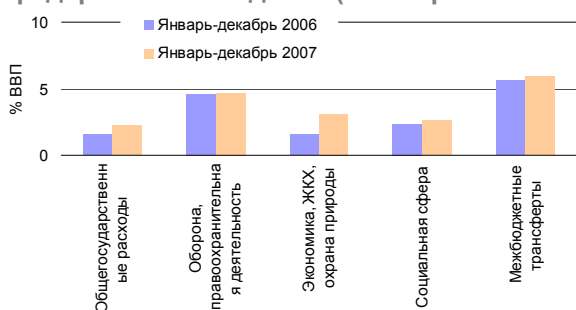
Кассовое исполнение федерального бюджета

	2006 (план)	2006 (факт.)	2007 (план)	2007 (план*)	2007 (факт. касса)
млрд. руб.					
Доходы всего	5 046,1	6 276,7	6 965,3	7 443,9	7 764,6
ФНС	2 658,4	2 999,9	3 534,6	3 671,0	3 739,7
ФТС	2 136,3	2 864,0	3 123,7	3 186,6	3 247,1
Расходы всего	4 270,1	4 277,3	5 463,5	6 531,4	5 982,1
На обслуживание госдолга	198,5	168,1	156,8	149,1	142,1
Непроцентные	4 071,6	4 109,2	5 306,6	6 382,3	5 840,0
Профицит/Дефицит (-)	776,0	1 999,4	1 501,8	912,5	1 782,4
Сальдо внешнего долга	-212,6	-758,6	-161,4	-161,4	-182,0
Сальдо внутреннего долга	127,8	131,9	161,3	161,3	169,4
% к ВВП					
Доходы всего	20,7	23,2	22,3	23,8	24,0
ФНС	10,9	11,1	11,3	11,8	11,6
ФТС	8,8	10,6	10,0	10,2	10,0
Расходы всего	17,5	15,8	17,5	20,9	18,5
На обслуживание госдолга	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4
Непроцентные	16,7	15,2	17,0	20,4	18,1
Профицит/Дефицит (-)	3,2	7,4	4,8	2,9	5,5
Сальдо внешнего долга	-0,9	-2,8	-0,5	-0,5	-0,8
Сальдо внутреннего долга	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
ВВП млрд. руб.	24 380,0	27 080,3	31 220,0	31 220,0	32 530,0
Цена нефти "Urals" долл./барр.	40,0	60,9	61,0	61,0	69,0

*с учетом поправки ФЗ№267 от 23 ноября 2007 г.

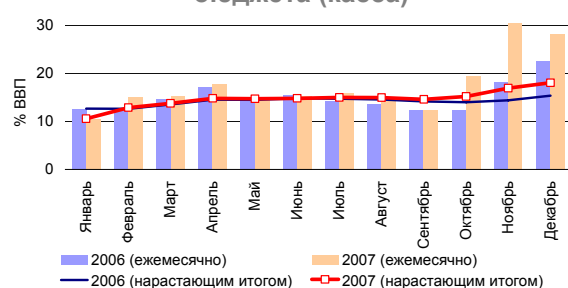
Источник: Минфин России.

Финансирование непроцентных расходов федерального бюджета (по направлениям)



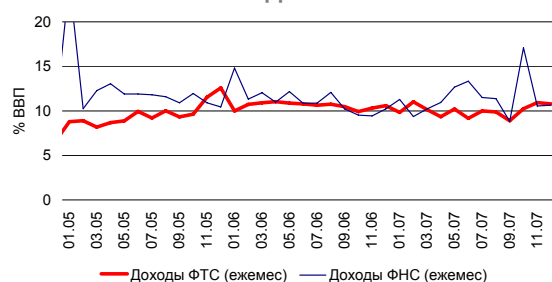
Источник: Минфин России.

Непроцентные расходы федерального бюджета (касса)



Источник: Минфин России.

Источники доходов федерального бюджета



Источник: Минфин России.



БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Для банковской системы 2007 г. складывался непросто, но его итоги можно признать вполне успешными. Величина активов на 01.01.2008 г. составила 20,2 трлн. руб., увеличившись за год на 44,1%. (Ровно такой же прирост был зафиксирован по итогам 2006 г.) Отношение активов банковской системы к ВВП, по предварительным оценкам, достигло 62% (против 53% на конец 2006 г.). Отношение капитала к ВВП увеличилось с 6,3 до 8,2%, а отношение кредитов нефинансовому сектору к ВВП – с 22,3 до 27,8%. Формально значения этих показателей позволяют говорить о досрочном достижении целевых параметров, предусмотренных “Стратегией развития банковского сектора Российской Федерации” на 01.01.2009 г. (активы/ВВП - 56–60%, капитал/ВВП - 7–8%, кредиты нефинансовому сектору – 26–28%). Однако динамика развития банковского сектора в течение года существенно варьировалась, что объяснялось не только сезонностью, но и рядом фундаментальных факторов и тенденций.

С точки зрения активных операций наиболее важной особенностью 2007 г., которая сохранит свою актуальность и в 2008 г., стал кризис ликвидности, пик которого пришелся на сентябрь-ноябрь. Доля ликвидных активов в этот период опускалась до 7%, а темп прироста совокупных активов за октябрь составил ничтожные 0,3% (месяц к месяцу). Банк России вынужден был задействовать весь арсенал механизмов рефинансирования для локализации этого кризиса, а сами коммерческие банки ради пополнения ликвидности активно продавали ценные бумаги. Однако лишь размещение в банковской системе средств институтов развития, осуществленное в конце ноября - начале декабря, позволило окончательно купировать кризис. Произошел заметный сдвиг и в динамике кредитных операций: по сравнению с 2006 г. уменьшился темп прироста кредитов населению (с 75,1 до 57%) на фоне ускорения кредитования предприятий (с 39,6 до 51,6%), что коррелирует с бурной инвестиционной активностью в реальном секторе.

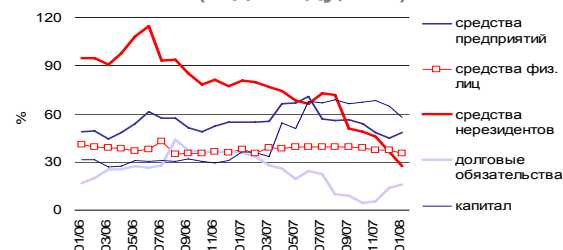
В части фондирования банковских операций знаменателен существенный прирост капитала (57,8% против 36,3% в 2006 г.), обеспеченный, впрочем, главным образом за счет IPO ВТБ и SPO Сбербанка. Под влиянием мирового финансового кризиса снизился удельный вес средств нерезидентов как ключевого в последнее время источника ресурсов для российских банков – их доля в структуре пассивов, достигнув максимума («фактор ЮКОСа») в июне-июле (20,6%), к концу года сократилась до 18%.

Структура активов и пассивов банковской системы (на конец месяца, в %)

	2006 г.		2007 г.	
	Ноябрь	Декабрь	Ноябрь	Декабрь
Активы	100	100	100	100
Кредиты предприятиям	42,6	42,5	46,3	44,7
Кредиты населению	14,3	14,7	16,6	16,0
Госбумаги	3,8	3,8	2,5	2,9
Корпоративные бумаги	8,6	8,3	7,3	7,3
МБК	8,1	7,4	7,6	7,0
Ликвидные активы	8,7	9,6	7,8	9,8
Прочие активы	13,8	13,7	11,8	12,3
Пассивы	100	100	100	100
Капитал	11,9	12,1	13,7	13,2
Средства физических лиц	26,4	27,0	25,4	25,4
Средства предприятий	32,5	32,5	32,9	33,4
МБК	12,4	12,3	13,2	13,9
Долговые обязательства	7,2	7,2	5,7	5,8
Прочие пассивы	9,8	8,9	9,2	8,3

Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

Прирост основных видов пассивов (год к году, в %)



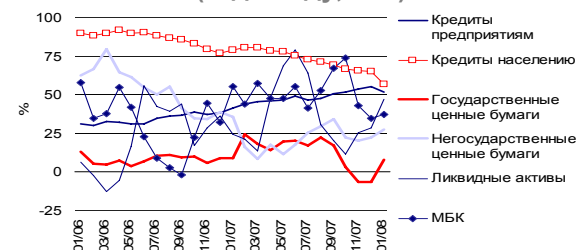
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

Уровень ликвидности в российской банковской системе (в %)



Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

Прирост основных видов активов (год к году, в %)



Источники: Банк России, расчеты Центра развития.



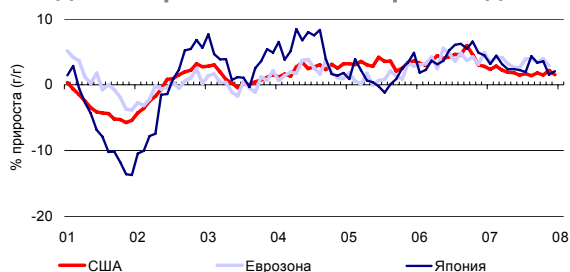
МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Летом 2007 г. давний – и давно ожидаемый - кризис жилищного строительства в США внезапно (для большинства экспертов и представителей денежных властей) вышел из берегов «локального» кризиса и через американский рынок ипотеки sub-prime инфицировал, в неожиданной острой форме, мировые финансовые рынки. Подсчет потерь, понесенных банками и другими финансовыми организациями, все еще не завершен, поскольку получившие широкое распространение производные финансовые инструменты, опирающиеся на ипотечные кредиты в США, оказались чрезмерно непрозрачными и непригодными для адекватной оценки рисков.

В условиях возникшего в этой ситуации кризиса доверия и дефицита ликвидности денежные власти наиболее развитых стран вели себя достаточно скоординированно и агрессивно, предоставив банкам значительные объемы денежных средств. Однако в отношении использования такого инструмента, как снижение ставок, единства между денежными властями разных стран пока нет. ФРС США, акцентируя замедление роста выпуска продукции и ухудшение положения на рынке труда, считает необходимым стимулировать экономику путем снижения ставок, полагая при этом инфляционный риск не столь уж большим. ЕЦБ, напротив, больше опасается ускорения инфляции (она и так превосходит законодательно установленный 2% пороговый уровень), и поэтому уклоняется от снижения ставки. Банк Японии, практически лишенный возможностей манипулирования ставками, тоже мало чем может помочь.

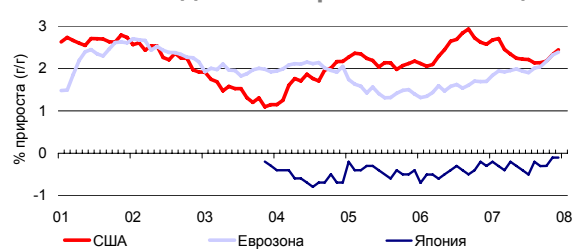
В результате экономика развитых стран пребывает в состоянии неустойчивого равновесия: в ближайшие месяцы ситуация может склониться к разворачиванию более или менее длительной рецессии, но может ограничиться и простым, и даже не очень продолжительным, замедлением роста.

Индексы промышленного производства



Источники: US FRS, Eurostat, Japan METI.

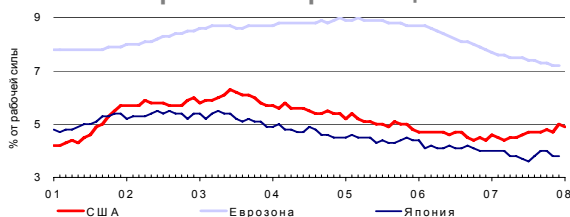
Базовые индексы потребительских цен*



* Без пищевых продуктов и энергии.

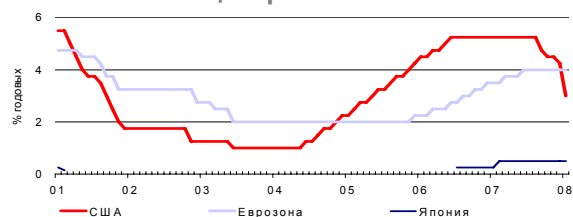
Источники: US BLS, Eurostat, Japan SBSC.

Уровень безработицы



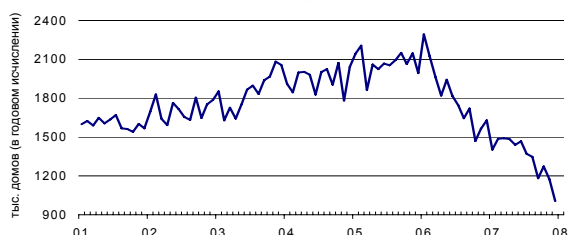
Источники: US BLS, Eurostat, Japan SBSC.

Ставки центральных банков



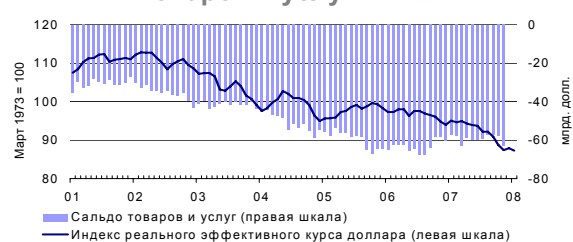
Источники: US FRB, ECB, BoJ.

Начало строительства новых домов в США



Источники: US Census Bureau.

Курс доллара и внешнеторговое сальдо товаров и услуг в США



Источники: US FRB, US Census Bureau.



КОММЕНТАРИИ

ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС В США И ЕГО ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Паника на фондовых рынках

Во второй половине января текущего года на мировых фондовых рынках произошло резкое снижение котировок акций. Тенденция плавного снижения фондовых индексов, наметившаяся с ноября прошлого года, с 15 января 2008 г. сменилась массовой продажей акций на всех фондовых площадках. Кульминацией этого процесса стал «черный понедельник» 21 января – в этот день темпы падения фондовых индексов во многих странах достигли максимальных значений не только за последние месяцы, но и за многие годы. Другими словами, ситуацию на фондовых рынках в эти дни можно было охарактеризовать словом «паника».

Динамика мировых фондовых индексов (12.2005 г.=100)



Примечание: Данные приведены по состоянию на 23 января 2008 г.
Источник: S&P.

Дальнейшее резкое падение котировок акций на мировых фондовых рынках было сдержано решением ФРС США, которая за неделю до своего официального заседания снизила ставку по федеральным фондам - базовую процентную ставку в США - до 3,5% годовых, т.е. на 0,75 процентного пункта (обычно изменение ставки составляет 25 или 50 б.п.). К столь радикальным и чрезвычайным мерам денежные власти США не прибегали давно; в последний раз ставка была экстренно скорректирована в 2001 г., но даже тогда, после терактов 11 сентября, она была уменьшена всего на 50 б.п.

Помимо решения ФРС положительное влияние на фондовый рынок оказало известие о том, что 23 января глава Страхового департамента штата Нью-Йорк встретился с руководителями ряда банков и обсудил с ними возможность вливания капитала в компании, занимающиеся страхованием выпусков облигаций. Эта новость воодушевила участников фондовых торгов, несмотря на заявление Жана-



Клода Трише, согласно которому ЕЦБ вряд ли последует примеру ФРС и понизит базовую ставку в еврозоне.

В результате удалось, несмотря на понижающую динамику котировок акций, купировать начавшуюся панику на мировых фондовых рынках.

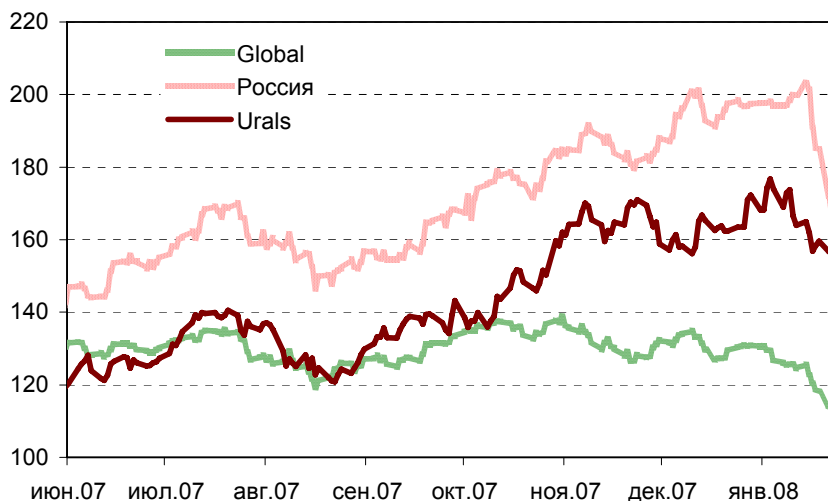
Степень коррекции на фондовых биржах мира различалась в зависимости от предыдущей динамики и уровня развития экономики. На вышеприведенном графике представлены фондовые индексы, рассчитанные S&P для развитых стран (с выделением лидера капитализации – США) и трех основных региональных развивающихся рынков (Азии, Латинской Америки и России).

Наибольшее падение в период с 15 по 23 января было отмечено на развивающихся рынках (около 20% в России, 13-14% - в Азии и Латинской Америке). Столь сильное падение российских акций, на наш взгляд, объясняется ростом их котировок в предыдущие несколько месяцев, в течение которых фондовые биржи развивающихся рынков Азии и Латинской Америки уже демонстрировали понижающий тренд. Если за точку отсчета взять конец октября прошлого года (точка перелома тенденции), то оказывается, что фондовый рынок Россия выглядит лучше других рынков. Если дистанцироваться от прошлогодних кризисных явлений на мировых рынках капитала и в качестве базисного периода использовать конец 2005 г., то к финишу все развивающийся рынки пришли с достаточно одинаковым запасом прочности (рост на 64-76%).

Среди развитых стран фондовый рынок США оказался в относительно лучшей ситуации: снижение котировок акций в период с 15 по 23 января составило здесь в среднем 5%, в то время как в других странах сводный индекс упал на 11%. Как и в предыдущем случае, это можно в определенной степени объяснить динамикой фондовых индексов в предшествующие месяцы, но в итоге рынок США, в отличие от других стран, вернулся к уровню двухлетней давности.



Рынок акций и цены на нефть



Источники: S&P, Reuters.

На других рынках – разнонаправленные тенденции

Помимо акций другим падающим активом стала нефть. В последнее время нефтяной рынок двигался в унисон с рынками акций. Динамика котировок акций нефтедобывающих стран, многие из которых относятся к странам с развивающимися рынками (например, Россия), в определенной степени определялась ситуацией с ценами на нефть. Падение нефтяных котировок резко снижает устойчивость фондовых рынков этих стран к внешним шокам.

Под влиянием опасений рецессии в США нефтяные котировки в текущем году стали снижаться. Пока речь идет, с нашей точки зрения, лишь о спекулятивной составляющей цены на нефть. Стоимость одного барреля российской нефти марки Urals с конца прошлого года снизилась на 7% - это примерно соответствовало понижательной динамике сводного индекса всех фондовых рынков (как развитых стран, так и стран с развивающимися рынками).

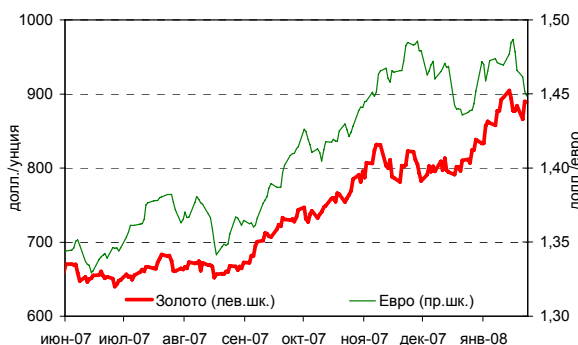
О спекулятивной составляющей цен на нефть может свидетельствовать их корреляция с ценами на золото. Продажа фондовых активов и производных инструментов на нефть приводила к высвобождению ликвидности и, по нашему мнению, могла быть направлена на рынок драгметаллов и на покупку наиболее надежных долларовых активов (долговых обязательств). Об этом свидетельствуют тенденция к росту котировок золота, укрепление доллара к евро и снижение доходности казначейских обязательств США.

В отличие от нефтяного рынка рынок золота, в условиях высокой неопределенности на финансовых рынках и в экономиках ведущих стран мира, традиционно является «тихой гаванью» для инвесторов. Не случайно цены на золото активно повышались после возникновения кризиса ипотечного рынка sub-



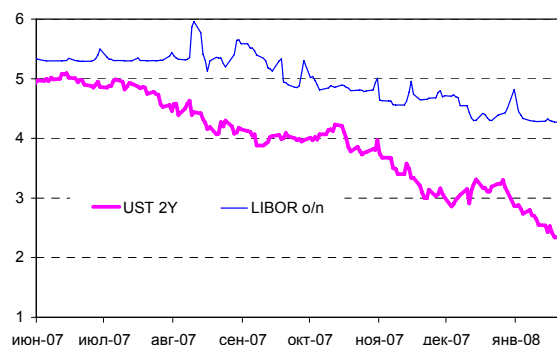
prime (сентябрь-октябрь) и после небольшой паузы вновь возобновили рост на фоне ожиданий рецессии в американской экономике.

Цена на золото и курс евро к доллару



Источник: Reuters.

Доходность US Treasuries и ставка LIBOR (в %)



Источники: Reuters, Cbonds.

Смягчение денежно-кредитной политики обычно сопровождается ростом ликвидности и снижением краткосрочных процентных ставок. Поскольку действия денежных властей США укладывались в рамки ожиданий инвесторов, последние использовали этот момент для покупки кратко- и среднесрочных долговых обязательств Казначейства США, цены на которые начали повышаться (доходность - снижаться, а спрэд к ставкам ФРС - сокращаться). Пока доходность двухлетней ноты (около 2%) все еще ниже ставки ФРС почти на 150 б.п, тогда как в нормальной ситуации эти две величины обычно практически равны. По всей видимости, переток капитала из ликвидности в долговые обязательства еще не завершен. О наличии такой ликвидности на рынке свидетельствует ситуация на межбанковском валютном рынке: процентные ставки межбанковского кредитования (LIBOR overnight) находятся в настоящее время на достаточно низком уровне.

Кризис локальный, но возможен «эффект домино»

По нашему мнению, финансовый кризис, вызванный крахом ипотечного рынка sub-prime в США, только начинается, в той или иной степени затрагивает весь мир и продлится, по всей видимости, еще долго.

Нынешний обвал на фондовых рынках является следствием и продолжением августовских событий прошлого года. Перелом тенденции на фондовых рынках большинства стран произошел еще в июле-августе 2007 г. как следствие ипотечного кризиса на рынке sub-prime и дефицита ликвидности на мировых финансовых рынках. При этом на протяжении последних двух лет наблюдалось еще несколько периодов спада, важных для понимания текущей ситуации. В мае 2006 г. падение было связано с ужесточением денежно-кредитной политики в США (что, возможно, было несвоевременно на фоне начавшихся проблем в жилищном секторе); в конце февраля прошлого года – со снижением котировок акций в Китае (мировой рынок капитала болезненно воспринимает негативные новости из этой страны, являющейся ключевым рынком сбыта для большинства государств). Другими словами, «звоночки» были, но мало кто обращал на них внимание.



Формальным поводом к панике на фондовых рынках в январе, по всей видимости, могли послужить крупные продажи пакетов акций в целях пополнения ликвидности из-за кризиса рынка sub-prime или, например, падение котировок акций крупнейших инвесторов - участников ипотечного рынка. Так, например, за несколько дней до обвала фондовых рынков стало известно о рекордных убытках за четвертый квартал 2007 г. в Citigroup и Merrill Lynch – падение котировок этих компаний измерялось двузначными цифрами. О резком сокращении прибыли сообщили Bank of America и компания Wachovia - четвертая по величине в банковской индустрии США⁵. Плохие финансовые показатели объяснялись списаниями по долговым обязательствам, обеспеченным ипотечными кредитами sub-prime, и по убыткам от невозвращенных кредитов. Но столь плачевные итоги конца прошлого года были характерны не только для американских компаний - в кризис рынка sub-prime оказались втянуты инвесторы других стран. Так, в конце года один из ведущих банков КНР - Bank of China – заявил о возможном списании около 5 млрд. долл. зарубежных активов.

Возможно, крупным компаниям удастся справиться с возникшими финансовыми трудностями. Для стабилизации ситуации американский бизнес привлекает Азию, где сосредоточены основные суверенные фонды и золотовалютные резервы. Для пополнения ликвидности Merrill Lynch уже привлекла 12,5 млрд. долл. у азиатских инвестиционных фондов, а также у компаний США и Южной Кореи. Bank of America продает ценные бумаги на сумму порядка 12 млрд. долл., рассчитывая привлечь в два раза больше капитала, чем планировал ранее.

Но ситуация все больше и больше развивается по «принципу домино»: сначала произошел ипотечный кризис и наблюдался дефицит ликвидности на мировых рынках летом 2007 г., затем последовал обвал фондовых рынков в январе 2008 г. Многие крупные банки и страховые компании мира испытывают серьезные финансовые проблемы. Кризис в финансовом секторе возник не сам по себе, а на фоне ухудшения макроэкономических показателей. Причем постепенно эпицентр кризиса (ипотечный рынок sub-prime в США) расширяет свои границы и в состоянии перекинуться на смежные сектора и на американскую экономику в целом. Не случайно основное внимание инвесторов и трейдеров сейчас приковано к ситуации в экономике США. Пока основные проблемы связаны с сокращением объемов строительства жилья и ростом уровня безработицы. Но положение продолжает ухудшаться, а экономических рычагов воздействия на него у денежных властей не так много (дефицит бюджета растет, процентные ставки по федеральным фондам достаточно низки, доллар теряет свои позиции на мировых рынках и т.д.).

Возможные последствия финансового кризиса

1. Финансовый кризис может обернуться стагнацией американской экономики и распространиться за ее пределы.

⁵ Чистый убыток Citigroup составил в четвертом квартале около 10 млрд. долл., а сумма списаний, связанных с инвестициями в ипотеку sub-prime, составила более 18 млрд. долл. Убытки Merrill Lynch составили порядка 10 млрд. долл., что почти в 5 раз больше убытков предыдущего квартала, списания - более 14 млрд. долл. Чистая прибыль Bank of America и Wachovia упала почти вдвое (год к году).



Экономика США характеризуется высокой степенью диверсификации, достаточно высоким процентом занятости, высоким уровнем потребления и низкой инфляцией. Проблемы в банковской сфере, в сфере ипотечного кредитования и на фондовом рынке, безусловно, скажутся на американской экономике, но при этом можно говорить о широком спектре сценариев – от замедления роста до глубокой и длительной рецессии.

Начавшееся понижение ставки ФРС должно уменьшить стоимость заимствований для американских компаний и подтолкнуть население к рефинансированию ипотечных кредитов и покупке жилья. Однако воспользоваться этими благоприятными условиями смогут, скорее всего, только заемщики с положительной кредитной историей. В итоге позитивный эффект от снижения ставок будет ограниченным. Ограниченный эффект в США будет иметь и план по возврату налогов, который оценивается на сумму около 1% ВВП, или 150 млрд долл.

В то же время оперативная реакция со стороны американских властей снижает вероятность возникновения рецессии. При этом развивающиеся рынки остаются основными очагами роста мировой экономики, в том числе за счет привлечения избыточной ликвидности с мировых рынков капитала. Однако вопрос состоит в том, что перевесит: «запас прочности» развитых стран (без учета США) и «хрупкая» устойчивость развивающихся рынков - или «упругость» американской экономики, сжатие которой в состоянии увлечь за собой все остальные экономики.

Усилиями только денежных властей США вряд ли можно предотвратить разворачивающийся в этой стране экономический кризис и его последствия для мировой экономики в целом. Резкое смягчение денежно-кредитной политики является проинфляционным фактором; проблема двойного дефицита США (бюджетного и торгового) остается неразрешенной. Вряд ли удастся обойтись без помощи со стороны других стран – торговых партнеров и мировых финансовых центров. Между тем помощь не спешит: ЕЦБ пока не стремится последовать примеру ФРС и снизить ключевую процентную ставку.

Вообще ни одна из великих держав сама по себе не в состоянии предотвратить мировой кризис. Правительство Японии уже заявило, что не может в одиночку справиться с нынешним падением курсов акций, и призвало к коллективным действиям ведущих экономических держав мира для предотвращения кризиса.

Наиболее серьезной угрозой для стабильности мировой экономики и финансового рынка является риск циклического ухудшения деловой конъюнктуры на фоне кризиса рынка недвижимости в США и возросших кредитных рисков. Если в Америке начнется рецессия, то, по мнению зарубежных экономистов, самое позднее через год она достигнет основных стран - торговых партнеров США (еврозоны и стран АТР).

С учетом углубления интеграции России в мировую экономику негативные последствия кризиса окажут влияние и на российскую экономику. В то же время в планах Правительства РФ отсутствуют сценарии поведения в условиях мирового кризиса. К чему это может привести – известно на примере кризиса 1998 года. Скоротечный мировой кризис может грозить России лишь падением темпов экономического



роста. А если кризис будет долгим – хватит ли у России ресурсов противостоять такому внешнему натиску в течение, скажем, трех-пяти лет?

2. Торможение темпов роста мировой экономики будет сопровождаться сокращением спроса со стороны индустриально развитых стран.

Если экономика США скатывается в длительную рецессию, Китай, весьма зависимый от экспорта в США, не способен в одиночку развивать мировую экономику. Когда одновременно замедляются два главных двигателя мировой экономики (США и Китай вместе обеспечивают более 43% прироста глобальной экономики), замедление в целом неизбежно.

Россия чувствительна к изменению мирового ВВП, поскольку нефть и металлы составляют 80% ее экспорта. В условиях экономического кризиса это сырье обычно дешевеет и спрос на него снижается. Произойдет резкое падение стоимости российского экспорта - сначала за счет снижения цен, а затем, по мере перерастания финансового кризиса в экономический, за счет сокращения физических объемов экспорта.

Но основная проблема будет заключаться в том, насколько быстро к потерям экспортеров сможет адаптироваться импорт. Если сохранится инерционность в спросе на импорт (который в последние годы устойчиво прирастает темпами 25-37%), счет текущих операций может сформироваться с дефицитом уже в текущем году. Но и с учетом адаптации импорта к сокращающемуся внутреннему спросу отрицательного сальдо избежать не удастся - правда, возникнет оно на один-два года позже. Если сокращение предложения иностранной валюты по текущим операциям не будет компенсироваться дополнительным притоком капитала по финансовым операциям платежного баланса (что очень вероятно в условиях финансового кризиса), сдерживающими факторами резкого обесценения рубля становятся уровень валютных резервов (его достаточность относительно объемов импорта и платежей по внешнему долгу) и степень поддержки рубля со стороны Банка России во избежание его резких колебаний. Текущий уровень резервов (476 млрд. долл.) примерно в два раза превышает годовую стоимость импорта и сопоставим с внешним долгом России (государства и частного сектора). Этого запаса прочности для поддержания стабильного обменного курса может хватить на несколько лет, но по мере «таяния» резервов давление на рубль будет экспоненциально возрастать.

Падение мирового спроса и снижение цен на нефть и металлы приведут к сокращению экспортных доходов России и, соответственно, доходов бюджета. В этих условиях основным стабилизирующим фактором становятся средства резервных фондов федерального бюджета, которые по состоянию на начало текущего года составляли 3,8 трлн. руб. По расчетам Центра развития, даже с учетом одобренных в конце января поправок в бюджет на 2008-2010 гг. в случае падения средних цен на нефть до уровня 50 долл./барр. (сейчас нефтяные котировки скорее ближе к 100 долл./барр.) объема этих средств будет достаточно не только для выполнения запланированных непроцентных расходов бюджета на среднесрочную перспективу до 2010 г., но и для поддержания этих расходов на стабильном уровне относительно ВВП до 2012 г. Однако, хотя уровень защищенности социально



уязвимых слоев населения останется высоким, следует ожидать сокращения темпов роста реальных располагаемых доходов населения, занятого в негосударственном секторе экономики, прежде всего в финансовой сфере, операциях с недвижимостью и других, в наибольшей степени зависящих от конъюнктуры мировых рынков.

Поскольку период благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры, по всей видимости, остался позади, экономическую политику России необходимо формировать исходя из условий приближающегося очередного, возможно, более продолжительного циклического спада мировой экономики.

3. Финансовый кризис может сопровождаться кризисом недоверия к участникам рынка мирового капитала.

В настоящее время сохраняется опасность ухудшения финансового положения крупнейших банковских структур в мире из-за дальнейших списаний долговых активов, связанных с ипотечными кредитами sub-prime. Если эта опасность реализуется, мир ожидает глобальный кризис ликвидности, остаться в стороне от которого России вряд ли удастся.

Влияние мирового кризиса на Россию, с нашей точки зрения, проявится через возобновление чистого оттока капитала из страны. На фоне сокращения профицита или даже формирования отрицательного сальдо счета текущих операций можно ожидать повышения процентных ставок, удорожания кредитов, торможения их роста и, как следствие, усиления рисков в банковской системе.

Надежды на то, что Россия на фоне американского кризиса станет «тихой гаванью» для иностранного капитала, никак не подтверждаются всей историей мировых кризисов, при которых инвесторы выводили деньги с развивающихся рынков и размещали их в наиболее надежные активы. Именно так сейчас и происходит – распродают спекулятивные активы (акции и товарные фьючерсы), доллар начинает показывать признаки роста, цены на US-Treasuries и золото повышаются. При этом увеличивается спрос на иностранные активы со стороны российских инвесторов, а иностранные инвесторы фиксируют прибыль и выводят свой капитал из России. По всей видимости, в ближайшее время произойдет отток капитала, сопоставимый по своей силе с оттоком в августе прошлого года. Тогда чистый отток капитала из частного сектора составил 7 млрд. долл.

Наибольшей волатильности, вследствие высокой доли краткосрочных инвестиций, подвержен капитал банковской системы. Так, например, в структуре внешнего долга российских банков, который на начало октября прошлого года составлял около 150 млрд. долл., на долю краткосрочных обязательств приходилось около одной трети долга против 17% у предприятий. Никто не сомневается в платежеспособности банковского сектора, но привлечь инвестиции с внешних рынков в прежних масштабах будет проблематично. Поскольку приток иностранного капитала в последние годы являлся одним из основных источников роста кредитования населения и предприятий, в условиях кризиса можно ожидать снижения кредитной активности.



Усиление доллара на мировых рынках в условиях глобального кризиса повлечет за собой спрос на долларовые активы со стороны российских банков и девальвацию рубля. Последний фактор может оказать негативное воздействие на финансовое состояние банковской системы - отрицательная чистая международная инвестиционная позиция (превышение иностранных обязательств над иностранными активами) российских банков в прошлом году превысила 100 млрд. долл. При девальвации рубля за год на 10% потери банков от курсовой переоценки составят около 35% балансовой прибыли. Попытка Банка России удержать рубль от девальвации за счет сокращения резервов может иметь успех лишь в краткосрочном плане, в основном чтобы избежать паники на валютном рынке.

Однако представители Банка России поспешили заверить, что последствий мирового финансового кризиса для национального банковского сектора не будет: первый зампред ЦБР Геннадий Меликьян заявил, что развитие финансового кризиса на Западе не будет иметь серьезных последствий для российских банков. Это не исключает, по его мнению, необходимости принятия превентивных мер и наращивания ликвидности, в том числе за счет увеличения чистых внутренних активов. Хватит ли одних лишь превентивных мер - вопрос продолжительности и глубины кризиса. С нашей точки зрения, необходимо располагать сценариями совместных действий денежных властей на случай глобального финансового кризиса, избежать которого в среднесрочной перспективе не удастся.

Сергей Пухов



ОБ УСТОЙЧИВОСТИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ К ВНЕШНИМ ШОКАМ

Устойчивость нефтяных цен

На мировом рынке нефти наблюдается незначительный дефицит. Низкий потенциал по наращиванию мощностей нефтедобычи и переработки нефти, особенно в условиях политической нестабильности во многих регионах мира, в совокупности с ее возросшей себестоимостью поднимает ценовую планку. Дополнительно к этому поддержание высокого уровня цен на нефть вызвано инвестициями различных фондов, не имеющих никакого отношения к реальным поставкам нефти. В начале ноября прошлого года совокупный товарный объем нефтяных фьючерсов, скупленных американскими хеджевыми фондами, составил 86 млн. барр. и впервые превысил совокупный дневной спрос на нефть в мире (84 млн. барр.). Для того чтобы хеджевые фонды поменяли нефтяные фьючерсы на какие-либо другие бумаги, необходимо появление других растущих активов помимо нефти и золота. Поэтому ожидать скорого снижения финансовой составляющей в цене на нефть не приходится.

Дальнейшее обострение конфликта в зоне Персидского залива, безусловно, может привести к сокращению поставок нефти из этого региона и усугублению дефицита топлива на мировом рынке, поскольку основные резервы по наращиванию нефтедобычи сосредоточены как раз в зоне возможного конфликта. В этом случае рост цен становится бесконтрольным, особенно в случае затяжного (как минимум на несколько месяцев) конфликта.

Снижению цен может способствовать лишь сокращение темпов роста или даже падение реального спроса на нефть, вызванное очередным циклическим кризисом в мировой экономике. В принципе состояние экономической конъюнктуры в США дает основания предполагать, что события будут разворачиваться по этому сценарию.

Устойчивость торгового баланса

Ключевой предпосылкой для сокращения профицита торгового баланса служит устойчивый прирост импорта на уровне 25-37% в год уже на протяжении последних пяти лет. Основными причинами такой динамики стали рост доходов населения (в течение последних пяти лет доходы населения в долларовом выражении ежегодно увеличивались на 27-33% в год) и прибыли предприятий (в долларовом выражении она росла на 36-50% в год), а также кредитный бум (кредиты реальному сектору и населению в этот период росли на 40-50% в год).

В условиях низкой конкурентной способности российских компаний и потребности в обновлении основных средств производства, повышения благосостояния населения и растущего спроса на качественную импортную продукцию и современные технологии потенциальный спрос на импорт обречен на рост. При этом его реальная траектория будет зависеть от фактических доходов частного сектора и денежной ликвидности, не в последнюю очередь связанных с экспортом.



На фоне устойчивой тенденции к росту импорта переход к дефициту платежного баланса определяется динамикой стоимостных объемов экспорта, волатильность которого в последнее время резко возросла из-за повышения цен на сырьевые товары российского экспорта. В случае изменения конъюнктуры на мировых товарных рынках «сдувание» торгового дефицита может произойти в пределах одного-двух лет. Так, например, при темпах роста импорта на достаточно «скромные» 30% в год (37% в 2007 г.) и снижении цен на нефть в течение 2008 г. с 90 до 50 долл./барр. с последующей стабилизацией на этом уровне дефицит торгового баланса возникнет уже в 2009 г. (даже при 10%-ном росте экспорта, за исключением топлива). При стабилизации нефтяных цен в диапазоне 70-90 долл./барр. дефицит ожидается в 2010 г. Отсрочка формирования дефицита торгового баланса возможна лишь в случае повышения среднегодовых цен на нефть Urals до 100 долл./барр. или торможения темпов роста импорта в результате сокращения доходов частного сектора.

Устойчивость притока иностранного капитала

Инвестиционный бум в 2007 г. привел к полуторакратному росту прямых иностранных инвестиций в Россию и более чем четырехкратному росту иностранных ссуд и займов. В немалой степени этому способствовали интерес к покупке активов «ЮКОСа» и проведение IPO/SPO на сумму 32 млрд. долл. российским частным сектором. Однако около 80% объема публичных размещений пришлось на январь-июль, т.е. на период до обострения кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках. Снижение эмиссионной активности во втором полугодии 2007 г. было вызвано переносом сроков размещения – многие компании снижению цены размещения предпочли отсрочивание допэмиссии на более поздний период в надежде на улучшение конъюнктуры рынка и формирование положительной «истории роста».

В 2008 г. ожидаемый нами объем IPO/SPO в России достигнет 30-40 млрд. долл., верхняя планка данного показателя будет определяться состоянием мировой и российской экономики. Рост ссуд и займов в 2008 г. до объемов предыдущего года (75 млрд. долл.) невозможен без очередного «лакомого кусочка» в виде продажи нефтегазовых и металлургических компаний. Увеличение займов в прежних масштабах означает выход на предельную долговую нагрузку, что, на фоне ухудшения конъюнктуры на мировых рынках, означает неминуемый дефолт ряда компаний. Возросший внешний долг предприятий требует как минимум его рефинансирования, что, в условиях глобального дефицита ликвидности, уже само по себе затруднительно.

Устойчивость корпораций реального сектора

Внешняя задолженность реального сектора российской экономики на 1 октября 2007 г. составляла более 205 млрд. долл., т.е. почти половину всей внешней задолженности национальной экономики. При этом в целом она повышается пропорционально росту прибыли экономики, находясь, на первый взгляд, на безопасном уровне. Соотношение внешней задолженности и годовой прибыли всей экономики в период с января 2006 г. по октябрь 2007 г. сохранялось на уровне 80%, а



внешней задолженности и годовой прибыли промышленности - выросло незначительно: со 130 до 140%. В то же время другие индикаторы более тревожны. Так, соотношение внешнего долга реального сектора плюс задолженность банкам и годовой прибыли экономики выросло за полтора года со 190 до 200-250%, а соотношение внешнего долга частного сектора в целом (с учетом банков), который на середину года составлял около 315 млрд. долл., и годового экспорта - с 60 до 80%.

Негативно характеризует ситуацию и высокая концентрация внешней задолженности. Судя по всему, из суммарной внешней задолженности частного сектора, около 50-55% приходится примерно на 28-30 крупнейших корпораций, при этом на «Газпром», «Роснефть» и ВТБ в середине 2007 г. приходилось около 25% данного показателя. Если брать только реальный сектор, то на 14 крупнейших заемщиков в середине года приходилось около 55% всей внешней задолженности нефинансовых предприятий.

Таким образом, хотя чистая внешняя задолженность реального сектора, т.е. за вычетом внешних активов реального сектора, примерно на треть меньше валовой задолженности (составляя в середине года около 123-135 млрд. долл.)⁶, прочие факторы определяют относительно высокую вероятность точечных дефолтов в корпоративном секторе российской экономики в среднесрочной перспективе, особенно если реализуются негативные сценарии по снижению доходов от экспорта.

Устойчивость банковского сектора

По нашим оценкам, в 2008 г. доля средств нерезидентов в пассивах банковской системы может сократиться на 2-2,5 п.п. и в среднем не превысит 16-16,5%. Ужесточение условий кредитования на международном рынке вынудит российские банки осторожнее осуществлять иностранные заимствования и искать альтернативные источники фондирования внутри страны. Относительно доступными средства нерезидентов будут лишь для крупнейших банков (об этом, например, свидетельствуют планы Сбербанка привлечь в текущем году иностранных займов на 4 млрд. долл., что эквивалентно совокупным заимствованиям банка за 2006-2007 гг.).

В отличие от 2007 г. в 2008 г. вряд ли придется ожидать существенного вклада в формирование ресурсной базы со стороны капитала (хотя это было бы весьма желательным с учетом того, что уровень достаточности капитала, несмотря на эмиссии ВТБ и Сбербанка, вырос менее чем на 1 п.п. – с 14,9 до 15,7%). Давно анонсированные планы по IPO «Газпромбанка» так и не обрели конкретных очертаний, а более осязаемые планы «Промсвязьбанка» тем не менее не выходят за пределы 1 млрд. долл. (для сравнения: ВТБ и Сбербанк на двоих «подняли» 17 млрд. долл.). Ограничителем возможного роста капиталов банков за счет эмиссионного дохода, безусловно, будет являться и напряженность на мировых фондовых площадках. Доля капитала в структуре пассивов по итогам года сократится и составит 15-15,5%.

⁶ Оценка при условии сохранения пропорций между «гросс»-задолженностью и чистой задолженностью начала 2007 года, по которым есть данные ЦБР.



Наиболее значимого эффекта для пополнения ресурсной базы банков можно ожидать от привлечения средств предприятий и физических лиц – рост депозитных процентных ставок обозначился еще в последнем квартале 2007 г. и данная тенденция, вероятно, сохранится и в течение нынешнего года. Учитывая умеренный прогноз роста российского фондового рынка на 2008 г., институты коллективных инвестиций (ПИФы) вряд ли способны создать конкуренцию банкам в привлечении средств населения. Доля средств населения и предприятий в пассивах банковской системы в результате увеличится на 1-1,5 п.п. – до 60-61%. Возможным фактором «недобора» депозитной базы может стать инфляция: если ее темпы будут составлять 15-17% в годовом исчислении, приток средств населения и предприятий в банковскую систему будет незначительным, так как стимулы к потреблению в таких условиях выше, чем к сбережению.

Также в 2008 г. в структуре пассивов банковской системы после довольно длительного перерыва можно ожидать возобновления роста доли долговых обязательств, ориентированных на внутренний рынок. Речь идет не только об облигациях и векселях, но и о таких инструментах, как депозитные и сберегательные сертификаты, которые могут являться как средством сбережения, так и долговой ценной бумагой и которые пока не получили в России широкого распространения. По нашим оценкам, удельный вес долговых обязательств в структуре пассивов вырастет в текущем году с 5,5 до 7-7,5%.

Таким образом, внешние источники фондирования для российских банков в 2008 г. станут существенно менее доступными; нет уверенности, что при возникновении внутренних макроэкономических шоков (ускоряющейся инфляции, замедлении роста номинальных доходов населения) внутренние статьи пассивов смогут полностью заместить нехватку привлеченных из-за границы ресурсов. В этих условиях, по нашим оценкам, темп прироста активов российской банковской системы замедлится и составит около 25-30%. Замедление динамики этого показателя в основном будет обусловлено снижением динамики кредитования (при этом темп прироста кредитов предприятиям сократится в меньшей степени, чем кредитов населению).

Вместе с тем отрицательное воздействие мирового финансового кризиса на российский банковский сектор вряд ли способно полностью свести на нет положительные тенденции в нем, наблюдавшиеся в последние годы. Будут медленнее расти активы, усилится концентрация (прежде всего за счет увеличения рыночных долей госбанков), уменьшится совокупная балансовая прибыль банков, возрастет число убыточных кредитных организаций, но системного банковского кризиса в 2008 г., скорее всего, не случится.

Устойчивость фондового рынка

По итогам 2007 г. российские акции продемонстрировали минимальные за последние три года темпы роста - 19% против 71 и 83% в предыдущие два года соответственно. Вероятное замедление американской, а вместе с ней и мировой экономики, проблемы с ликвидностью на



мировых финансовых рынках, а также связанное с этими факторами ухудшение конъюнктуры на сырьевых рынках вряд ли позволят в текущем году российским акциям существенно увеличить темпы роста.

Темпы роста российского фондового рынка в 2008 г. мы оцениваем на уровне 20-40%, т.е. все-таки выше уровня 2007 г. Рост будет обусловлен увеличением капитализации крупнейших госкомпаний («Газпрома», «Роснефти», «Газпромнефти»): их фундаментальный мультипликатор P/E находится на уровне или ниже среднестранового. До середины года может увеличиваться капитализация РАО «ЕЭС России» – в надежде на получение контроля или мажоритарной доли над выделяемыми из нее активами, в том числе за счет вложений нерезидентов – европейских энергетических компаний (E.ON, Enel и т. п.). В целом рост фондового рынка может носить не сбалансированный по году характер (львиная доля роста придется на январь-март, до президентских выборов, после – «проседание» и возвращение к концу года к уровню, достигнутому весной).

Политические риски внутри страны снижаются, но риски кризиса мировой экономики - растут. Это может как ограничить приток капитала на внутренний рынок, так и сделать Россию «тихой гаванью» в океане мировой экономики. По данным Bloomberg, средний коэффициент P/E ratio на российском рынке в настоящее время составляет 12,5, тогда как в Индии и Бразилии — 24 и 16 соответственно, а в Китае вообще — 54. Так что потенциал у российских акций еще есть.

Устойчивость валютного рынка

На данный момент отношение валютного курса к ППС снизилось, по нашей оценке, до 1,46 раза - это самое низкое значение за всю постсоветскую эпоху. Средние цены на отдельные потребительские товары (одежду и обувь), а также услуги (образования и культуры, транспорта и коммуникации) и инвестиционные товары (машины и оборудование) оказались выше сложившегося среднего уровня в США. По многим остальным важным позициям потребления (продукты, напитки и табак, оборудование) «ценовой запас» намного ниже, чем это было накануне августовского кризиса 1998 года. Сокращается и число «ниш», где еще сохраняется ценовая разница. «Ценовая эффективность» остается лишь в секторе потребительских нерыночных услуг (аренда, ЖКХ; медицинские услуги). В результате внутренний рынок России становится более привлекательным для импорта, чем для инвестиций, что может в среднесрочной перспективе сказаться на стабильности валютного рынка. В этих условиях (когда «защищать» за счет валютной политики практически нечего) наиболее разумной политикой для Банка России в 2008 г. было бы повышение гибкости валютного курса, что, разумеется, связано с ростом волатильности валютного рынка.

Устойчивость потребительского сектора

В силу долгосрочного характера негативных демографических процессов в 2008 г. будет по-прежнему наблюдаться недостаток предложения рабочей силы, который даже при сохранении



благоприятной экономической конъюнктуры будет продолжать «давить» на зарплаты. Однако опережающий рост оплаты труда по сравнению с производительностью труда бесконечно продолжаться не может. На макроуровне доля оплаты труда в структуре ВВП изменяется в достаточно узких пределах, поддерживая примерно постоянное соотношение с объемом прибыли в экономике. Длительный период опережающего роста реальной зарплаты по сравнению с производительностью в последние годы объяснялся сначала восстановительным ростом после падения зарплат в реальном выражении, связанного с кризисом 1998 года, позже - снижением номинальной и эффективной ставки ЕСН и социальных отчислений, быстрым ростом экономики, поступлением в экономику сверхдоходов от экспорта нефти.

Еще одним ресурсом для опережающего увеличения показателя официальной зарплаты по сравнению с производительностью труда могло бы стать сокращение скрытой зарплаты, которая, так же как и официальная, отражает издержки работодателя на использование рабочей силы. Однако согласно последним данным доля скрытой оплаты труда в ВВП за 2000-2006 гг. не только не сократилась, но даже увеличилась (с 11,1 до 11,9% ВВП), т.е. ее вывода «из тени» практически не происходило. Конечно, сближение темпов роста зарплаты с темпами роста производительности труда может происходить и другим путем - через повышение темпов роста производительности труда, однако, на наш взгляд, радикальный прорыв в этом направлении – дело будущего.

Кризисные явления на мировых финансовых рынках, при прочих равных, могут ускорить «охлаждение» российского рынка труда:

- через снижение спроса или падение цен на российскую продукцию, результатами которых будут замедление темпов роста производства и, соответственно, снижение спроса на труд; тогда речь будет идти о торможении роста зарплат в металлургии, химии, машиностроении. В нефтегазовой сфере ухудшение конъюнктуры в меньшей степени отразится на динамике зарплат, поскольку конъюнктурная рента и без того изымается в бюджет;
- через ухудшение финансового состояния банков корпораций, зависящих от внешних заимствований; в этом случае рост зарплат замедлится в первую очередь в финансовом секторе и в компаниях типа «Газпрома»;
- к факторам, которые будут способствовать снижению темпов роста зарплат, следует добавить предусмотренное правительственным пакетом антиинфляционных мер замедление темпов роста розничных цен на товары; оно приведет к усилению бюджетных ограничений и, соответственно, к снижению темпов роста зарплат прежде всего для предприятий торговли.

В случае сокращения темпов роста зарплат в негосударственном секторе экономики предусмотренные уточненным трехлетним бюджетом социальные обязательства позволят обеспечить прирост доходов бюджетников в номинальном среднегодовом выражении на 23,6% в 2008 г., на 11,4% в 2009 г. и на 5,7% в 2010 г. Это (за исключением 2008 г.) достаточно умеренные темпы индексации, однако благодаря им в случае существенного замедления динамики зарплат занятые в бюджетной сфере окажутся на два-три года защищенными от падения уровня жизни.



Вызовом 2008 года, связанным как с усилением инфляционного фона, так и с дестабилизацией финансовых рынков, станет снижение сберегательной активности населения. Объем накопленных сбережений населения в финансовых активах по состоянию на конец 2007 г. составлял около 8 трлн. руб., из которых 64% были размещены в банковских депозитах. Нестабильность финансового сектора будет способствовать перетоку сбережений в более надежные формы активов – выводу их из акций и паевых инвестиционных фондов и переводу в депозиты.

Вместе с тем объем инвестиций населения пока слишком мал, чтобы серьезно поддержать банки в случае рецидива весной 2008 г. кризиса ликвидности. При этом уровень доверия к банковской системе у российского населения пока недостаточен, и, на наш взгляд, в течение 2008 г. вероятным является временный откат к валютизации сбережений, прежде всего к их переводу в евро (заметные признаки этого появились в конце прошлого года). В этих условиях, подогретые как реальными, так и мнимыми опасениями, ожидаемыми становятся новый виток потребительского бума, в первую очередь на рынке товаров длительного пользования, а также рост спроса на недвижимость. Впрочем, рекордные темпы роста оборота непродовольственных товаров, зафиксированные в конце прошлого года (20,1% - декабрь к декабрю), в текущем году вряд ли повторятся. Даже при сохранении в этих условиях стабильно высоких темпов роста доходов населения (что само по себе маловероятно) ожидаемое повышение ставок по кредитам банков станет тем фактором, который охладит потребительский бум и автоматически повысит уровень нетто-склонности к сбережению.

Устойчивость государственного бюджета

Конструкция «нефтегазового» бюджета, которая используется при планировании и исполнении федерального бюджета, начиная с 2008 г. предусматривает достаточно жесткие процедуры формирования и использования нефтегазовых и ненефтегазовых доходов. При формальном подходе накопленный по состоянию на начало 2008 г. объем Стабфонда составил 9,9% прогнозного ВВП за 2008 г. при нормативной величине нефтегазового трансферта в 5,5% ВВП в 2008-2009 гг. и его снижении до 4,5% ВВП в 2010 г.. Таким образом, даже в гипотетическом случае потери всех нефтегазовых доходов накопленного запаса хватит на два года исполнения всех действующих обязательств. При этом существенная часть расходов, запланированных на 2009-2010 гг. (2,3 и 2,7% ВВП соответственно), является условно утвержденной, т.е. нераспределенной, и не будет финансироваться в случае недостатка ресурсов.

Однако, как нам представляется, такой поверхностный взгляд на устойчивость бюджета не дает адекватного представления о рисках бюджетной политики, которые могут возникнуть в условиях турбулентности на мировых финансовых рынках. Так, по нашему мнению, нельзя пока говорить о стабилизации объема неналоговых поступлений, на которые может рассчитывать бюджет, и о стабильности проводимой налоговой политики, на которую может рассчитывать бизнес. В нынешних, пока еще весьма благоприятных, условиях одновременно рассматриваются варианты



радикального снижения НДС и столь же резкого повышения порога применения максимальной ставки ЕСН, при том что адресатами этих противоположных по эффекту мер фактически являются предприятия одних и тех же отраслей с высоким уровнем добавленной стоимости.

Определенные риски содержатся и в противоречии между жесткостью концепции нефтегазового бюджета, ограничивающей операции с бюджетными средствами простыми правилами и хорошо защищающей бюджет от волатильности мировых цен, и гибкостью, требуемой от бюджетной политики в условиях, когда потоки капитала и проблемы недостатка ликвидности стали не менее опасны для финансовой стабильности страны, чем колебания мировых цен на нефть. И наконец - в противоречии между необходимостью сдерживания инфляции и выделения средств на осуществление проектов, направленных на развитие инфраструктуры, образования и здравоохранения.

*Наталья Акиндинова,
Валерий Миронов,
Оксана Осипова,
Сергей Пухов,
Михаил Столбов*



СЦЕНАРНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ НА 2008-2011 ГГ.

1. Основные «развилки» в сценариях на 2008-2011 гг.

1.1. Развитие мировой экономики

Высокий уровень цен на базовые ресурсы (нефть и продовольственные товары) в условиях ожидаемого снижения темпов роста потребительского спроса может существенно сократить прибыль производителей, что повлечет за собой более глубокую и продолжительную рецессию мировой экономики. Так, в рамках сценарного анализа мы будем придерживаться двух вариантов развития.

Сценарий А (отложенная рецессия)

Американской экономике удастся предотвратить развитие рецессии, в результате чего темпы ее роста на протяжении прогнозного периода остаются на уровнях, сопоставимых или чуть ниже 2004-2007 гг. Тем не менее проблемы американской экономики остаются нерешенными, что обуславливает наращивание груза проблем в 2008-2010 гг.. При этом кризис неизбежно происходит в 2011 г. Цены на нефть (Urals) находятся на высоком уровне - 85-110 долл./барр., доллар к концу 2010 г. постепенно ослабевает по отношению к евро до уровня 1,75-1,85 долл./евро. В 2011 г. происходит кризис американской экономики, который затрагивает экономики азиатских стран и Европы, что приводит к снижению темпов роста мирового товарооборота, повышению курса доллара до 1,5 долл./евро и падению цен на нефть до 75 долл./барр.

Сценарий Б (базовый, рецессия в 2008-2009 гг.)

Американской экономике не удастся решить возникшие проблемы, что предопределяет развитие рецессии в 2008-2009 гг., под влиянием которой оказываются не только США, но и Европа, Китай и Япония. Темпы роста мировой экономики начинают восстанавливаться только в 2010 г. - с 0,5-1 до 2-3%. Цены на нефть в результате уменьшения спекулятивной составляющей быстро снижаются, но остаются на достаточно высоких уровнях - 50-70 долл./барр. В этом сценарии мы предполагаем прекращение девальвации американской валюты и стабилизацию ее курса на уровне 1,4-1,5 долл./евро.

1.2. Динамика мировых цен на нефть

Изменение уровня цен на нефть в 2008-2011 гг., как и в прошлом году, при действующем механизме отчислений в государственные нефтяные фонды не будет слишком значимо влиять на темпы роста физических объемов российского ВВП. Гораздо большее влияние на российскую экономику будут оказывать такие внешние факторы, как приток/отток иностранного капитала и спрос на товары российского неэнергетического сектора. Динамика цен на нефть может оказать влияние на эти ключевые факторы через состояние мировой экономики и финансовых рынков.

Кроме того, от динамики цен на нефть во многом будут зависеть значения важнейших макроэкономических показателей: стоимостного объема экспорта, предложения валюты на внутреннем рынке, динамики доходов всех секторов экономики (предпринимательского, бюджетного, домохозяйств), давления на резервы Банка России, на курс рубля, цены импорта и т.д. Далее, в случае долгосрочного стремительного роста цен на нефть многое будет зависеть от



того, выберет ли Правительство РФ путь ускоренного увеличения потенциала добычи ресурсов либо потратит сверхдоходы на диверсификацию экономики, развивая топливный сектор только в мере, необходимой для поддержания устойчивости платежного и денежного балансов.

Иными словами, от уровня цен на нефть зависит конкретная модель роста экономики: соотношение внешнего и внутреннего спроса, конкурентоспособность отечественной и импортной продукции, инфляция, валютный курс и др. Более того, динамикой цен на нефть будут во многом определяться те вызовы, с которыми столкнутся денежные власти России – как в бюджетной, так и в денежной сферах. Успешная адаптация российской экономики к тому или иному уровню нефтяных цен во многом будет зависеть от адекватности и своевременности действий Правительства и Банка России.

1.3. Перспективы наращивания экспорта

От динамики цен на нефть и другую сырьевую продукцию – традиционные товары российского экспорта – в существенной мере зависит стоимостной объем экспорта, но не динамика его физических объемов. Прирост экспорта физического объема нефти, газа и нефтепродуктов ограничивается пропускной способностью «трубы»; с другой стороны, не следует ожидать существенного сокращения спроса на эти продукты.

Сценарные условия для прогнозов на 2008-2011 гг. – экспорт топливно-энергетических товаров

	2006 г. (факт)	2007 г. (оценка)	Прогноз			
			2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Экспорт нефти, млн. тонн	248,4	255,0	262	267	272	274
Экспорт природного газа, млрд. куб. м	202,8	188,2	204	217	223	231
Экспорт нефтепродуктов, млн. тонн	103,5	111,0	113	114	118	120

Источники: МЭРТ, Центр развития.

Существенное сокращение спроса в результате мировой рецессии могут испытать продукты нетопливного экспорта, в особенности металлургии. Российская металлургия сталкивается с квотированием своего экспорта в США и Европу (которые защищают собственных металлургов), а Китай ускоренными темпами наращивает собственные мощности. Так, согласно предпосылкам Центра развития в случае реализации рецессионных сценариев развития мировой экономики рост неэнергетического экспорта в физическом выражении может остановиться либо уйти «в минус». Но даже в относительно инерционном сценарии (А) экспорт не будет «локомотивом» для российской экономики – он будет расти медленнее, чем отечественное производство на внутренний рынок.

1.4. Изменение конкурентоспособности и перспективы импортозамещения

Мы не верим в переход российской экономики к инновационной модели развития уже в 2008-2011 гг., поэтому не ожидаем в эти годы прорыва в области технологической



конкурентоспособности. Ценовая конкурентоспособность, поскольку она определяется динамикой реального эффективного курса рубля, тоже радикально не изменится. Ближе к 2009-2010 гг. должен поменяться вектор курсовой динамики: после длительного периода укрепления реального эффективного курса рубля начнется его ослабление (в том числе вследствие уменьшения разности между растущей мировой и снижающейся российской инфляцией). В итоге изменение реального эффективного курса рубля за весь период 2008-2011 гг. по своей величине окажется сопоставимым с годовым изменением в 2000-2006 гг. Иными словами, этот фактор сам по себе не должен сильно повлиять на динамику физических объемов российского товарного импорта, все последние годы росшего примерно на 27-35% в год. Исключение может составить лишь сценарий Б, в котором резкая разнонаправленная динамика цен на нефть и притока/оттока капитала обуславливает весьма неравномерную динамику валютного курса и темпов роста импорта в физическом выражении.

Высокие темпы роста импорта могут также поддерживаться усилением притока иностранного капитала: прямые инвестиции зачастую расходуются именно на приобретение иностранного оборудования, а приток капитала в банковский сектор во многом направляется на кредитование розничных покупок импортных товаров и услуг населением.

Тем не менее мы считаем весьма вероятным резкое замедление роста физических объемов импорта в случае сокращения доходов государства и экспортного сектора экономики (например, понижения цен на нефть) либо уменьшения сальдо текущих операций, которое не будет компенсировано чистым притоком капитала. При стабильных ценах на нефть это может случиться уже в 2010-2011 г. - повышение цен на нефть лишь ненамного отсрочит наступление данного события.

1.5. Инвестиционный климат и возможности притока капитала

Бурный рост иностранных инвестиций в первой половине 2007 г. показал, что иностранные инвесторы резко повысили свои оценки инвестиционного климата в России. Поскольку в 2008-2011 гг. достаточно динамичное относительно других стран развитие российской экономики продолжится, можно ожидать дальнейшего повышения суверенных рейтингов РФ, а с ними и оценки России как подходящего объекта для инвестирования. Однако «узким местом» в притоке прямых иностранных инвестиций может оказаться не дефицит спроса «на Россию» со стороны международных инвесторов, а ограниченность числа проектов, которые Россия может им предложить. По-настоящему крупных компаний, способных заинтересовать иностранных инвесторов, в РФ не так много. Другим фактором, ограничивающим приток капитала, может стать приближающийся (а возможно, уже наступивший) мировой финансовый кризис. Дефицит ликвидности на мировом рынке капитала в третьем квартале 2007 г., ставший следствием ипотечного кризиса в США, на какое-то время привел к формированию чистого оттока капитала из России по каналу банковского сектора и предприятий. Следовательно, ухудшение ситуации на мировом рынке капитала может сопровождаться аналогичной тенденцией в финансовом счете платежного баланса РФ.



Резюмируя сказанное, мы будем предполагать, что в сценарии отложенной рецессии (А) в 2008-2010 гг. будет происходить увеличение объема чистого притока иностранного капитала до 200 млрд. долл., после чего в 2011 г. он сократится до уровня 2007 г. (70-80 млрд. долл.) вследствие рецессии. В сценарии Б мы предполагаем, что приток капитала в 2008 г. сократится, а в 2010-2011 гг. будет колебаться около нулевой отметке, после чего начнется восстановление объемов притока капитала.

Сценарные условия для прогнозов на 2008-2011 гг.

	2006 г. (факт)	2007 г. (оценка)	Прогноз			
			2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Среднегодовая цена нефти Urals, долл./барр.:						
сценарий А (отложенная рецессия)	60,94	69,5	85	95	105	75
сценарий Б (базовый)			70	60	55	60
Чистый приток иностранных инвестиций, млрд. долл.:						
сценарий А (отложенная рецессия)	41,987	82,2	110-120	150-160	190-200	70-80
сценарий Б (базовый)			20-30	-10,,10	-10,,10	50-60
Курс «доллар/евро»:						
сценарий А (отложенная рецессия)	1,26	1,37	1,55	1,65	1,75	1,50
сценарий Б (базовый)			1,30	1,20	1,15	1,15
Темпы роста мировой торговли, %:						
сценарий А (отложенная рецессия)	9,2	6,6	7	5,5	6	3,0
сценарий Б (базовый)			3	1,5	2	2

Источники: Банк России, Росстат, Центр развития.

2. Результаты моделирования в базовом сценарии (Б) и сценарии отложенной рецессии (А)

2.1. Динамика валютного курса в сценариях

Динамика валютного курса рубля по отношению к доллару в сценариях определяется двумя группами факторов. В первую группу факторов входят показатели платежного баланса: сальдо текущих операций, которое в существенной степени зависит от сальдо экспорта и импорта товаров и услуг, и приток/отток капитала. Эти факторы определяют динамику уровня номинального курса рубля⁷ относительно других валют. Второй фактор – динамика курса евро по отношению к доллару - определяет динамику курса рубля к доллару относительно уровня номинального курса рубля.

Согласно основным направлениям денежной политики Банка России на 2008 год в среднесрочном периоде будет соблюдаться приоритет «цели по снижению инфляции над другими целями», для выполнения которой «в полном объеме... потребуются перейти к режиму плавающего валютного курса». В этом случае Банк России может пойти на более сильное укрепление реального курса рубля, чем в 2007 г. Так, заявленные допустимые интервалы укрепления

⁷ Уровень номинального курса рубля по смыслу синонимичен понятию номинального эффективного курса, но отличается от принятого в Банке России порядка расчета.



реального курса рубля в 2008 г. составляют до 10% против 5,5% в 2007 г., что подтверждает возможность проведения более мягкой валютной политики.

В базовом сценарии, который характеризуется рецессией и снижением цен на нефть до уровня 55 долл./барр., предполагается постепенная девальвация рубля к концу 2011 г. до уровня 30,5-31,5 руб./долл. (при курсе 1,15 долл./евро, что соответствует 27,5-28,5 руб./долл. при неизменном курсе евро⁸). Приоритет задачи снижения инфляции, положительное сальдо текущего баланса и сальдо операций с капиталом будут способствовать укреплению валютного курса рубля в 2008 г. на 8-10% в реальном выражении. После чего сокращение сальдо текущих операций и, возможно, околонулевой чистый приток капитала будут обуславливать плавный переход от режима укрепления рубля к режиму его управляемой девальвации как в реальном (с 2011 г.), так и в номинальном (с 2010 г.) выражении.

В сценарии отложенной рецессии (сценарий А), который характеризуется в 2008-2010 гг. активным ростом мировой экономики и высоким спросом на энергоносители, укрепление валютного курса будет более интенсивным. Высокий уровень чистого притока капитала (100-200 млрд. долл. ежегодно) определит достаточный уровень ликвидности в экономике, при наличии которого инструменты сдерживания денежного предложения Банка России будут малоэффективны. В этих условиях Центральный банк в целях замедления инфляции может пойти на сильное укрепление валюты⁹, в результате чего укрепление эффективного курса рубля к концу 2010 г. может составить 5-7% в номинальном выражении и более 15% - в реальном.

В данном сценарии вероятная рецессия в 2011 г. оказывает более резкое и негативное влияние на экономику России, чем в 2008 г. Это объясняется следующими факторами. Во-первых, к 2011 г. Россия может быть в большей степени вовлечена в мировые потоки капитала, которые, в случае возникновения кризиса, могут прийти в страну в гораздо меньшем объеме либо начать уходить с внутрироссийского рынка. Во-вторых, резкое снижение цен на нефть может существенно сократить сальдо торгового баланса, что может привести к уменьшению золотовалютных резервов на 150 млрд. долл., или на 16% относительно их общей величины на конец 2010 г. В этом случае вектор валютной политики может существенно развернуться и обусловить в течение года 10-15% девальвации номинального рубля, увеличивая темпы роста потребительских цен.

Таким образом, в случае сильного двойного профицита платежного баланса переход к плавающему валютному курсу обозначает размен текущих темпов роста потребительских цен на повышение их уязвимости от конъюнктуры мирового рынка энергоресурсов и финансового рынка в будущем и поэтому вряд ли показан.

2.2. Платежный баланс

Прогноз платежного баланса состоит из двух крупных частей: прогноза счета текущих операций и счета движения капитала. Счет текущего капитала преимущественно задается экзогенным образом,

⁸ По отношению к уровню на конец 2007 г.

⁹ Так как сдерживание валютного курса рубля на более низком уровне может привести к избыточному росту предложения денег и, соответственно, инфляции.



так как лишь немногие его компоненты поддаются прогнозированию с приемлемой степенью точности. Даже те показатели, которые могут быть приемлемо оценены в условиях стабильной экономики (например, приток капитала в банковскую систему), в условиях рецессии прогнозировать сложно, поскольку должны быть учтены настроения инвесторов и глубина падения финансовых рынков.

Что касается прогноза счета текущих операций, то точность этого показателя намного выше. Величины экспорта и импорта в существенной степени зависят от динамики цен на энергоресурсы, динамики курса рубля и объемов внутреннего инвестиционного и потребительского спроса. Сальдо доходов также в значительной степени является детерминированным. Тем не менее следует с осторожностью относиться к прогнозам замедления динамики импорта, так как данный эффект ни разу не наблюдался в экономике России после кризиса 1998 года¹⁰, что исключило возможность проверки различных моделей изменения импорта в условиях невысоких темпов роста доходов населения, девальвации валютного курса и растущего потребительского кредитования населения¹¹.

В базовом сценарии мы прогнозируем замедление темпов роста потребительского кредитования населения с 60 до 30-35% вследствие повышения процентных ставок в экономике и ограничений в банковской системе¹² по объему привлекаемых ресурсов. Замедление темпов роста кредитования одновременно со снижением темпов роста заработной платы вызовет сокращение потребительского спроса. Падение цен на нефть может привести к уменьшению притока иностранных инвестиций в добывающие отрасли, что сократит инвестиционный спрос. Тем не менее это сокращение будет невелико – так, темпы роста совокупного внутреннего спроса, согласно оценкам Центра развития, снизятся с 13 до 9%. Поэтому существенное укрепление рубля в 2008 г. (на 8-10% в реальном выражении) будет способствовать сохранению высоких темпов роста импорта - на уровне 20-25%, после чего они замедлятся до показателей 2000-2002 гг. (до 13-17%).

Несмотря на возникновение отрицательного сальдо счета текущих операций и торгового баланса уже с 2010 г., обеспеченность резервами останется на приемлемом уровне. Так, обеспеченность импорта резервами сократится с 25 до 11 месяцев, а обеспеченность импорта и частных иностранных заимствований - с 9,5 до 4,5 месяца, но оба показателя все равно останутся на уровне, достаточном для избежания серьезной девальвации рубля в среднесрочном периоде. Заметим, что в условиях отсутствия спекулятивной составляющей в ценах на нефть риски резкого падения объемов экспорта снизятся, а потому необходимость накопления существенного объемов золотовалютных резервов становится менее насущной. В этом случае часть средств золотовалютных резервов, по аналогии с китайским опытом, можно пустить на инвестирование внутри либо за пределами страны. Наконец,

¹⁰ Падение объемов импорта в 1998 и 1999 гг. было вызвано 4-5-кратной девальвацией рубля, вероятность повторения которой в течение следующих 4-5 лет маловероятна.

¹¹ Как показывает опыт, наиболее точным прогнозом начиная с 2004 г. было бы: «Импорт будет расти с темпом не менее 30%, несмотря ни на что». Такая позиция имеет под собой экономические обоснования и до сих пор подтверждалась историей.

¹² Кроме наиболее крупных банков – Сбербанк, ВТБ и др.



проблему небольшого отрицательного сальдо текущих операций не стоит преувеличивать – отрицательное сальдо на уровне 4-5% ВВП характерно для многих развитых стран.

Последствия отложенной рецессии (сценарий А) для российской экономики могут быть более значительны. Во-первых, по причине более высокого уровня цен на нефть: чем они выше, тем больше доля экспорта, которая зависит исключительно от спекулятивной составляющей, а следовательно, является неустойчивой. Во-вторых, с течением времени сальдо торгового баланса будет стремиться к нулю, что означает, что все большая доля импорта автоматически будет покрываться за счет спекулятивной составляющей цен на энергоресурсы. Уменьшение цен на нефть в этом случае не только сократит объемы экспорта, но и приведет к образованию дефицита торгового баланса на сопоставимую величину. В-третьих, российская экономика все глубже встраивается в мировой финансовый рынок. И если сейчас эта зависимость не столь велика, о чем свидетельствуют мнения экспертов и незначительные объемы оттока капитала, то в будущем она может усилиться, особенно в банковском секторе. В этом случае нехватка ликвидности на мировом фондовом рынке может спровоцировать более значимый ее отток с российского.

Так, к концу 2010 г. объемы экспорта российской экономики достигнут рекордных 530 млрд. долл. Тем не менее высокие темпы укрепления рубля, приток капитала и рост доходов населения будут способствовать увеличению объемов импорта до сопоставимого с объемами экспорта уровня. Объем золотовалютных резервов увеличится до 800 млрд. долл., уровень обеспеченности импорта составит 21 месяц, а импорта и частного внешнего долга – более 6 месяцев.

И вместе с тем возникновение рецессии в 2011 г. неизбежно приведет к снижению цен на нефть – по крайней мере, за счет спекулятивной составляющей, которая, по разным оценкам, составляет до 30-40% стоимости нефти. В этом случае 30%-ное падение цен на нефть может стоить более 120 млрд. долл. экспорта. Рецессия также вызовет ослабление притока капитала, за тем исключением, что в этом случае на каждый 1 п.п. ВВП оно будет стоить не 13 млрд. долл., а в 2-2,5 раза больше. Дефицит торгового баланса составит при этом несколько меньшую величину – порядка 70 млрд. долл.; его должны смягчить замедление темпов роста и уменьшение инвестиционного импорта по причине сокращения притока капитала. Сокращение золотовалютных резервов составит рекордные 140-160 млрд. долл. за один год. Таким образом, любая нестабильность в мировой экономике в данном сценарии может развернуть вектор монетарной и валютной политики на 180 градусов, что не будет способствовать повышению устойчивости российской экономики в среднесрочном периоде. Кроме того, более высокие темпы увеличения цен на нефть в ближайшие годы только усугубят эту зависимость.

2.3. Инфляция и денежные показатели

Повторимся: согласно основным направлениям денежно-кредитной политики Банка России в среднесрочном периоде будет соблюдаться приоритет «цели по снижению инфляции над другими целями». Замедлению инфляции будут препятствовать утвержденные высокие тарифы естественных монополий, которые будут расти в среднем на 17% ежегодно, сохранение положительной динамики мировых цен на базовые сельскохозяйственные продукты, а также



противоречия в монетарной политике, согласно которой, с одной стороны, темпы роста агрегата М0 необходимо сдерживать, а с другой стороны, необходимо поддерживать ликвидность банковской системы. Последняя задача обуславливается увеличением стоимости заимствований банковской системы на мировых рынках и избыточной денежной рублевой массы на руках у населения, объем которой, по оценкам Центра развития, превысил 300 млрд. руб. и продолжает повышаться. И хотя рост избыточной денежной массы на руках у населения смягчает на какой-то период инфляционные последствия стимулирующей монетарной политики, но вместе с тем является временным стерилизатором денежной массы и потому обостряет проблему ликвидности. В базовом варианте темпы роста инфляции снижаются очень медленно. Так, в 2008 г. они будут находиться на уровне 2007 года и только с 2009 г. начнут сокращаться. Причины этого нам видятся в том, что в данном сценарии население направляет запас избыточной национальной валюты на товарный рынок, увеличивая тем самым инфляционное давление. Укрепление курса рубля в условиях рецессии будет невелико, и потому темпы роста базовой инфляции в 2008 г. сохранятся на уровне 10-11%. Замедление роста доходов населения в 2009-2011 гг. облегчит задачу торможения инфляции – перспективы снижения инфляции к 2011 г. мы оцениваем в 8%, главным образом за счет уменьшения базовой ее составляющей (до 7%). Умеренная девальвация валютного курса в данном сценарии не будет оказывать существенного влияния на ускорение инфляции. Дополнительным неучтенным фактором в базовом сценарии может стать фактор мировых цен на продовольствие, которые, при прочих равных условиях, должны сократиться. Их вклад в торможение инфляции может составить порядка 1-1,5 п.п. роста потребительских цен.

В сценарии отложенной рецессии темпы роста потребительских цен также будут снижаться постепенно, несмотря на существенное укрепление валютного курса. Это обусловлено отсутствием у Банка России эффективных инструментов стерилизации чистого притока иностранного капитала. Темпы роста денежной массы в 2008 г. останутся на уровне 2007 года, а в 2009 г. будут снижаться гораздо медленнее, чем в базовом сценарии. Темпы роста потребительских цен будут уменьшаться, но останутся высокими – 10,5% в 2008 г. и 9-9,5% в 2009 г. По мере обнуления сальдо торгового баланса (с 2010 г.) приток капитала будет стерилизоваться ростом объемов импорта, снижая инфляционное давление. Результаты расчетов показывают, что снижение темпов роста потребительских цен в 2010–2011 гг. может быть очень существенным (на 2-2,5 п.п. - до 6,5-7,5%). Тем не менее рецессия в этом случае будет иметь гораздо более серьезные последствия, чем в базовом сценарии, преимущественно по причине «свободного» рубля. Девальвация номинального валютного курса, которая может составить более 8-10%, приведет к увеличению цен до 8-9%. Потенциальный двойной дефицит платежного баланса будет обуславливать дальнейшую девальвацию национальной валюты и поддержание инфляции на уровне 8-10% в течение двух-трех лет.

Расчеты показывают, что достаточно существенные различия в динамике валютного курса в сценариях не оказывают аналогичного влияния на темпы роста потребительских цен: вклад укрепления валютного курса в замедление инфляции достаточно невелик и оценивается нами в 0,15-0,2 п.п. инфляции на каждый процент укрепления рубля. Задачу снижения темпов роста цен



также затрудняют отсутствие у Банка России инструментов стерилизации притока капитала в случае его избыточности и нехватка ликвидности в экономике в случае, когда приток капитала недостаточен либо наблюдается его отток.

2.4. Экономический рост

В сценарии отложенной рецессии значения ключевых экзогенных параметров на 2008 г. в целом близки к фактическим результатам 2007 г., а основные макроэкономические итоги 2008 г. оказываются близки к итогам 2007 г. Например, реальный ВВП вырастет в 2008 г. на 7,5-8,5% (8,1% в 2007 г.), розничный товарооборот – на 16% (15,2% в 2007 г.), инвестиции в основной капитал будут существенным образом зависеть от притока капитала и в сценарии А составит 23% (21,1% в 2007 г.), физический объем экспорта товаров незначительно замедлится – до 3,1% (3,8% в 2007 г.), импорта – до 21,8% (20,1%) и т.д. Небольшой рост внутреннего (потребительского и инвестиционного) спроса связан с увеличением темпов роста реальных располагаемых доходов населения в 2008 г. до 14-15% и увеличением прямых иностранных инвестиций, поступивших в Россию за год. При этом инфляция в 2007 г. замедлится до 10-10,7%¹³. Также вероятным сценарием представляется стабилизация инфляции на уровне 11-12%. Профицит федерального бюджета уменьшится до 4-4,5% ВВП против 5,4% ВВП годом ранее.

В 2009-2010 гг. стоимостной объем экспорта товаров и услуг, как и импорта, вырастет до уровня 500-530 млрд. долл. Приток иностранных инвестиций и нулевые таможенные ставки будут стимулировать увеличение инвестиционного импорта, а банковское кредитование будет финансировать рост потребительского импорта даже в условиях некоторого замедления роста реальных располагаемых доходов населения¹⁴. Интенсивность потребительского и инвестиционного спроса несколько снизится (их пиковые значения, на наш взгляд, могут прийти на 2007-2008 гг.), но в результате рост ВВП замедлится до 6-7%. Одновременно инфляция снизится до 6-7%, а номинальный курс будет практически стабильным.

Основным фактором роста активов банковской системы будут оставаться кредиты населению, пополнение которых будет стимулировать существенное увеличение как депозитов населения, так и притока капитала. Капитализация будет возрастать примерно тем же темпом, что и активы. Главным источником пополнения собственных средств, как и ранее, будет прибыль, а крупнейшие банки прибегнут к привлечению капитала через дополнительные IPO. Важнейшим источником пассивов останутся средства предприятий, но их доля в балансе будет постепенно уменьшаться в пользу вкладов физических лиц и средств нерезидентов.

Тем не менее стабильность экономики в данном сценарии иллюзорна. Несмотря на повышение цен на нефть, перспектива отрицательного сальдо торгового баланса становится реальной к концу 2010 г. В

¹³ В 2008 г. ожидается лишь сохранение темпов роста цен на платные услуги. По нашим оценкам, они подорожают в 2008 г. на 13%.

¹⁴ Единственный фактор, который, на наш взгляд, может серьезно затормозить рост импорта, – усиление рисков потребительского кредитования, охват которого на конец прогнозного периода может превысить 30% совокупных доходов населения. Это очень много, учитывая, что клиентами банков в части потребительских кредитов становятся люди с низкими доходами.



этих условиях развертывание мировой рецессии в 2011 г. вызовет сокращение темпов роста ВВП и промышленности до 4-4,5 и 5% соответственно - главным образом по причине резкого ослабления притока иностранного капитала, что приведет к резкому замедлению роста инвестиций.

В базовом варианте развития экономики, подразумевающим немедленную рецессию, показатели экономического роста будут близки к среднесрочным показателям, опубликованным МЭРТ. Так, темпы роста ВВП замедлятся до 7% в 2008 г. и до 6,4-6,6% в 2009-2011 гг., темпы роста товарооборота - до 13,5-14,5% в 2008 г. и до 9,5-12% в 2009-2010 гг., темпы роста инвестиций – до 14-15% в 2008 г. и до 9-13% в 2009-2011 гг. Темпы роста экспорта замедлятся в 2008-2011 гг. до 2,2-2,4%, при этом поддерживаться они будут только за счет темпов роста экспорта газа, нефти и нефтепродуктов, спрос на которые снизится незначительно. Вместе с тем темпы роста экспорта неэнергетических товаров в 2008-2009 гг. могут быть отрицательными и составить –1,5-0,5% ежегодно. Вялое снижение инфляции при условии сохранения высоких мировых цен на продовольствие будет тормозить темпы роста внутреннего спроса и препятствовать увеличению реальных потребительских расходов, в то время как приток капитала, который был одним из источников ускорения инвестиций в экономику РФ на протяжении 2006-2007 гг., сократится практически до нуля или перейдет в отток. Банковское кредитование в этих условиях также не справится с ролью «локомотива» инвестиционного роста по причинам высокой стоимости заимствований на внешних рынках, сокращения темпов роста притока депозитов, возможного увеличения просроченной задолженности населения. Все эти факторы будут обуславливать замедление темпов роста инвестиций до уровней 2004-2005 годов (9-11% в год).

В отличие от сценария отложенной рецессии в базовом варианте экономика находится в более устойчивом положении. Ввиду того, что спекулятивная составляющая цен на энергоносители будет нивелирована, это избавит экономику от риска внезапного сокращения объемов экспорта. В то же время опережающий рост спроса на энергоносители должен сохраниться в долгосрочном периоде, что приведет к повышению цен на нефть в долгосрочной перспективе и будет поддерживать торговый баланс. Если же темпы роста экономики останутся стабильными, это создаст предпосылки для возвращения притока иностранного капитала уже в 2010-2011 гг., но на фоне более слабого рубля.

3. Возможные изменения в экономической политике

3.1. Возможные изменения в денежно-кредитной политике

На протяжении 2008-2011 гг. денежно-кредитная политика сохранит свою уязвимость от внешних параметров. В случае наступления рецессии в США (сценарий Б) экономика России столкнется с дефицитом предложения денег. Дефицит ликвидности может покрываться за счет мер денежно-кредитной и бюджетной политики. Поскольку рефинансирование пока остается неэффективным инструментом регулирования ликвидности, Банку России придется использовать другие инструменты - в частности, выкуп из портфелей банков облигаций Банка России (ОБР) и Правительства (ОФЗ), финансирование уставного капитала банков (например, IPO Сбербанка), снижение ставки по депозитам коммерческих банков в Банке России и др.



Сценарий А

	Факт			Оценка	Прогноз			
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Национальные счета								
Номинальный ВВП, млрд. руб.	17 046	21 620	26 781	32 989	41 542	50 422	59 132	65 023
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	987	1 291	1 749	2 257	2 835	2 905
Реальный ВВП, рост в %	7,2	6,43	6,7	8,1	8,0	7,0	6,8	4,5
Промышленность, рост в %	8,3	4,0	4,4	6,3	6,8	6,4	6,0	5,4
Розничная торговля, рост в %	13,3	12,8	13,9	15,2	16,0	13,3	12,7	9,5
Инвестиции, рост в %	10,8	10,9	13,7	21,1	23,1	17,0	15,9	6,9
Экспорт, реал. рост в %	11,8	6,4	5,8	3,8	3,1	1,8	1,4	-1,5
Импорт, реал. рост в %	23,3	17	19,749	23,3	34,9	27,5	25,5	7,1
Денежные агрегаты								
М0 (дек/дек), %	33,8	30,9	38,6	33,1	31,4	27,6	24,4	26,6
М2 (дек/дек), %	35,8	38,6	48,8	43,5	44,2	35,4	27,7	26,6
М2Х (дек/дек), %	33,7	37,4	40,5	39,3	41,3	33,3	26,4	27,9
Активы банковской системы, % ВВП	41,9	45,1	52,8	58,6	65,9	72,5	79,4	86,0
Инфляция								
Инфляция (дек/дек), %	11,7	10,9	9	11,9	10,5	9,1	7,2	8,7
Инфляция (среднегодовая), %	11,0	12,5	9,8	9,0	11,2	9,8	8,2	8,0
Базовая инфляция (дек/дек), %	8,2	4,9	7,8	11	9,3	8,5	7,5	7,5
Бюджет								
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20,1	23,7	23,4	23,6	21,1	20,3	19,8	17,8
Процентные расходы, % ВВП	1,2	1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Непроцентные расходы, % ВВП	14,6	15,3	15,3	17,7	16,3	17,0	16,3	15,8
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4,3	-7,5	-7,5	-5,4	-4,4	-2,9	-3,1	-1,7
Резервный фонд, млрд. долл.	18,8	43	89,1	156,8	182,4	242,8	307,6	282,7
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					73,7	113,7	186,1	194,0
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2,6	7	11	14,5	18,2	18,2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4,5	-7,7	-8,4	-6,1	-5,0	-3,5	-3,7	-2,3
Платежный баланс								
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	354,0	430,0	483,8	530,8	413,8
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	221,2	309,0	408,4	526,2	552,3
Счет текущих операций, % ВВП	10,0	10,9	9,7	6,3	3,4	0,1	-3,1	-6,8
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8,4	0,7	41,7	80,2	115,6	153,4	194,1	94,3
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	11,8	12,6	26,2	47,1	70,0	110,0	130,0	100,0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	468	646	813	935	791
Государственный долг								
Государственный внешний долг, % ВВП	18,6	10,6	5,1	3,4	2,2	1,5	1,2	1,2
Государственный внутренний долг, % ВВП	4,4	3,9	3,8	3,6	3,4	3,2	3,1	3,0
Частный внешний долг, % ВВП	14,5	19,1	22,3	28,2	27,3	26,6	26	28,3
Валютный курс								
Курс «рубль/доллар» (на конец года)	28	29	26	24,5	23,1	21,6	20,1	24,6
Курс «рубль/доллар» (среднегодовой)	29	28	27	25,6	23,7	22,3	20,9	22,4
Номинальный эффективный курс рубля, %	0,1	0,1	-3,3	0,6	-1,5	-1,7	-2,2	8,4
Реальный эффективный курс рубля, %	-6,1	-8,1	-9,4	-4,2	-6,3	-5,1	-4,3	5,3
Экзогенные параметры								
Цена на нефть Urals (средняя за год), долл./барр.	34,6	50,4	60,9	69,5	85	95	105	75
Курс «доллар/евро»	1,24	1,25	1,26	1,464	1,55	1,65	1,75	1,50



Сценарий Б

	Факт			Оценка	Прогноз			
	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Национальные счета								
Номинальный ВВП, млрд. руб.	17 046	21 620	26 781	32 989	39 962	47 384	56 395	67 786
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	987	1 291	1 583	1 764	1 968	2 227
Реальный ВВП, рост в %	7,2	6,43	6,7	8,1	7,1	6,4	6,4	6,6
Промышленность, рост в %	8,3	4,0	4,4	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3
Розничная торговля, рост в %	13,3	12,8	13,9	15,2	13,9	10,7	9,7	14,0
Инвестиции, рост в %	10,8	10,9	13,7	21,1	14,4	9,3	10,8	11,5
Экспорт, реал. рост в %	11,8	6,4	5,8	3,8	2,4	2,3	2,9	2,2
Импорт, реал. рост в %	23,3	17	19,749	23,3	21,1	11,3	12,1	15,2
Денежные агрегаты								
M0 (дек/дек), %	33,8	30,9	38,6	33,1	30,2	26,3	24,0	25,4
M2 (дек/дек), %	35,8	38,6	48,8	43,5	40,5	29,9	23,5	21,1
M2X (дек/дек), %	33,7	37,4	40,5	39,3	40,6	29,2	23,7	21,3
Активы банковской системы, % ВВП	41,9	45,1	52,8	58,6	66,0	73,1	77,8	79,9
Инфляция								
Инфляция (дек/дек), %	11,7	10,9	9	11,9	11,8	10,9	9,8	8,8
Инфляция (среднегодовая), %	11,0	12,5	9,8	9,0	11,8	11,4	10,3	9,3
Базовая инфляция (дек/дек), %	8,2	4,9	7,8	11	10,5	8,5	7,5	7,5
Бюджет								
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20,1	23,7	23,4	23,6	20,3	18,4	17,3	16,9
Процентные расходы, % ВВП	1,2	1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Непроцентные расходы, % ВВП	14,6	15,3	15,3	17,7	17,1	16,8	16,1	15,5
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4,3	-7,5	-7,5	-5,4	-2,7	-1,1	-0,8	-1,0
Резервный фонд, млрд. долл.	18,8	43	89,1	156,8	152,4	175,3	195,2	217,9
Фонд будущих поколений, млрд. долл.					43,4	37,1	26,7	22,0
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2,6	7	11	14,5	18,2	18,2
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4,5	-7,7	-8,4	-6,1	-3,8	-1,7	-1,4	-1,6
Платежный баланс								
Экспорт, млрд. долл.	184	244	304	354,0	369,2	339,3	329,5	334,7
Импорт, млрд. долл.	96	125	165	221,2	268,2	300,9	339,7	396,5
Счет текущих операций, % ВВП	10,0	10,9	9,7	6,3	2,8	-0,3	-2,7	-4,9
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8,4	0,7	41,7	80,2	7,0	4,7	3,8	49,0
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	11,8	12,6	26,2	47,1	40,0	40,0	50,0	60,0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125	182	304	468	499	484	427	364
Государственный долг								
Государственный внешний долг, % ВВП	18,6	10,6	5,1	3,4	2,6	2,1	1,8	1,4
Государственный внутренний долг, % ВВП	4,4	3,9	3,8	3,6	3,8	4,3	4,4	4,5
Частный внешний долг, % ВВП	14,5	19,1	22,3	28,2	26,7	27,3	26,9	26,8
Валютный курс								
Курс «рубль/доллар» (на конец года)	28	29	26	24,5	26,1	27,6	29,7	31,2
Курс «рубль/доллар» (среднегодовой)	29	28	27	25,6	25,2	26,9	28,7	30,4
Номинальный эффективный курс рубля, %	0,1	0,1	-3,3	0,6	-3,2	-0,6	3,7	5,3
Реальный эффективный курс рубля, %	-6,1	-8,1	-9,4	-4,2	-9,1	-5,2	-0,1	2,1
Экзогенные параметры								
Цена на нефть Urals (средняя за год), долл./барр.	34,6	50,4	60,9	69,5	70	60	55	55
Курс «доллар/евро»	1,24	1,25	1,26	1,464	1,3	1,2	1,15	1,15



По нашей оценке, за счет мер исключительно денежной политики Банк России сможет покрывать дефицит ликвидности до 2008 г. включительно. Покрытие дефицита ликвидности в 2009-2010 гг. за счет дополнительного увеличения нефтяного трансфера может потребоваться в 2010-2011 гг. при резком снижении цен на нефть - до уровня 50 долл./барр. и ниже.

В случае продолжения роста объемов притока иностранного капитала до уровня 70-90 млрд. долл. в 2008 г. и более в 2009-2011 гг. либо возобновления повышения цен на продукты, которые не облагаются прогрессивной (от цен) пошлиной (такие как металлы), экономика столкнется с избыточным предложением валюты, поскольку Банк России пока не располагает эффективными инструментами стерилизации ненефтяной выручки, кроме нормы обязательного резервирования.

Кроме того, в условиях сокращения сальдо торгового баланса важную роль играет поддержание притока капитала на устойчивом положительном уровне. Этого можно достичь увеличением притока иностранного капитала в проекты с большими сроками окупаемости и строительства, а также реструктуризацией текущей задолженности корпораций и банковской системы в более долгосрочную (с 1-3 года до 5-7 лет).

3.2. Возможные изменения в бюджетной политике

Накопленный объем резервных фондов и использование конструкции нефтегазового бюджета обеспечивают достаточный уровень устойчивости бюджета в рамках обоих сценариев развития. При этом в сценарии А, в котором бюджет получает дополнительные доходы по сравнению с официальными проектировками, главной проблемой бюджетной политики будет оставаться эффективность использования этих средств. В случае, если быстрое начало мировой рецессии приведет к более заметному, чем предусмотренное официальным сценарием, снижению цен на нефть и ухудшению других внешних условий (сценарий Б), бюджет по закону должен быть скорректирован за счет сокращения условно утвержденных расходов (по нашим оценкам, на 1-1,5 п.п. ВВП в год).

Таким образом, риском бюджетной политики в этих условиях является торможение в выполнении социальных и инвестиционных программ. В этом сценарии критически важной становится динамика ненефтегазовых доходов федерального бюджета. При неизменной налоговой политике их объем к 2011 г. будет составлять в сценарии Б 12,0-12,2% ВВП. Ожидаемые изменения в налоговой системе (радикальное снижение НДС) приведут к сокращению соответствующих доходов бюджета, которые будут лишь отчасти компенсированы увеличением поступлений от налога на прибыль, подоходного налога, ЕСН и взносов во внебюджетные фонды. В этом случае для компенсации «выпадающих» доходов от снижения НДС может потребоваться перераспределение средств из региональных бюджетов в федеральный или увеличение объема заимствований.

4. Основные риски в 2008-2011 гг.

В том случае, если коррекция цен на энергоносители произойдет в 2008-2009 гг., 2008-2011 гг. останутся периодом макроэкономической стабильности с темпами роста ВВП не менее 6% и стабильно уменьшающейся инфляцией до 8-9% в год. Более того, в случае снижения мировых цен на продовольствие темпы роста инфляции могут замедлиться к 2011 г. до 6-7%. И это не удивительно, поскольку даже при ценах на нефть около 35 долл./барр. у российской экономики (как у бюджета, так и у частных компаний) не должно возникать серьезных проблем. Вместе с тем даже на общем стабильном макроэкономическом фоне в 2008-2011 гг. потребуются некоторая корректировка («тонкая настройка») экономической политики государства. Основным риском в данном сценарии будет оставаться обеспечение достаточного уровня ликвидности в экономике.

В случае продолжения тенденции к увеличению цен на энергоносители негативные ее последствия (в частности, движение в сторону отрицательного торгового сальдо) будут с годами накапливаться, и за пределами прогнозного периода (точнее, с 2011 г.) они могут вызвать довольно серьезные последствия, прежде всего связанные с риском обвальной девальвации. «Спусковым механизмом» для такого развития событий может послужить развертывание мирового кризиса, сопровождаемого падением спроса на продукты российского экспорта и еще более резким снижением цен на них.

*Максим Петроневич,
Наталья Акиндинова,
Валерий Миронов,
Сергей Пухов,
Михаил Столбов*



Вся информация, представленная в ежемесячном Обзрении, базируется на данных официальных органов и расчетах Центра развития. При использовании, частичном или полном, материалов, изложенных в настоящем Обзрении, необходимо указывать ссылку на Центр развития.