



ЦЕНТР РАЗВИТИЯ

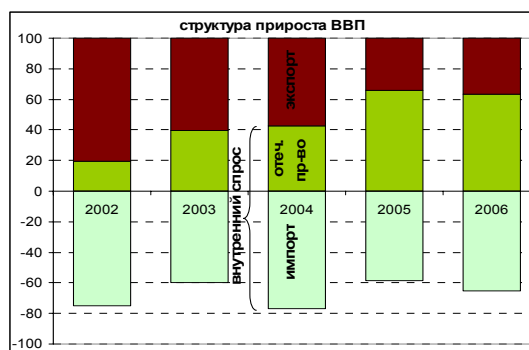
Тел./факс (495) 624-1377 <http://www.dcenter.ru>
ОБОЗРЕНИЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ
(за 2006 г.)

УСПЕШНЫЙ ГОД. КАКОЙ ЦЕНОЙ?	2
ИНДИКАТОРЫ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ	
Валютный курс и денежные показатели	9
Инфляция	11
Реальный сектор	12
Население.....	19
Государственные финансы	22
Банковская система.....	23
Платежный баланс.....	26
Финансовые рынки	29
РОССИЯ В 2007 году: 2006, ДУБЛЬ ДВА. А ДАЛЬШЕ?	32
ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОПОКАЗАТЕЛЕЙ НА 2007-2009 гг.	39

Успешный год. Какой ценой?

2006 год войдет в экономическую историю России не только рекордными ценами на нефть, но и некоторыми другими своими «знаковыми» особенностями.

Во-первых, прирост ВВП в 2006 г., по предварительным данным Росстата, составил 6,7%.¹ При этом основным «локомотивом» роста опять оказался не внешний, а внутренний спрос. Продолжение потребительского бума, начавшегося еще в середине 2000 г., а также постепенное ускорение инвестиций позволили,



несмотря на сильную конкуренцию со стороны импорта, наращивать отечественное производство, выпускающее товары и услуги на внутренний рынок, с темпом 5,0% (год к году).²

Во-вторых, в 2006 г. в России наблюдался стремительный рост банковского сектора. Банковские активы выросли за год на 32% в реальном выражении (самый быстрый рост за все послекризисные годы) и достигли 53% ВВП. В результате Россия вплотную приблизилась по этому показателю к таким странам Восточной Европы, как Польша, Болгария, Венгрия и Чехия. Особенно быстро росли потребительские кредиты (59%), способствовавшие поддержанию и усилению потребительского бума.

В-третьих, во втором полугодии 2006 г. на Россию обрушился, можно сказать, «шквал» прямых и портфельных иностранных инвестиций. По итогам года частный сектор впервые оказался чистым импортером капитала, ввезя 41 млрд. долл. В совокупности со 140 млрд. долл. положительного торгового сальдо это создало огромное давление на российскую денежную систему.

В-четвертых, деньги, пришедшие из-за рубежа, способствовали быстрому развитию финансовых рынков, в том числе удорожанию акций российских компаний. Индекс РТС в очередной раз вырос на 71% за год, а индекс ММВБ – на рекордные 92%. В результате общая рыночная капитализация торгуемых акций российских компаний на конец 2006 г. превысила 25 трлн. руб. (примерно 94% ВВП). Рост капитализации российских компаний, в свою очередь, позволил им активнее привлекать средства с помощью IPO. Раньше этот инструмент использовался лишь эпизодически, но 2006 г. оказался в этом отношении поистине «прорывным». С помощью IPO было привлечено, по разным оценкам, от 17 до 19 млрд. долл., так что Россия вышла по этому показателю на почетное четвертое место в мире - после Китая, США и Великобритании.

¹ По нашим оценкам, прирост ВВП вполне мог бы оказаться на уровне 6,8-6,9%. Возможно, опубликованная цифра Росстата будет повышена при плановом пересмотре данных в марте 2007 г.

² Хотя это меньше, чем прирост экспорта товаров и услуг (7,0%), вклад отечественного производства на внутренний рынок – с учетом большего удельного веса в ВВП – оказался больше, чем вклад производства на внешние рынки. Конечно, особенно быстрыми темпами росли отрасли, избавленные от конкуренции импорта (строительство, торговля, услуги), но росли не только они. К явным «точкам роста» относятся, например, отрасли, производящие инвестиционные товары для крупнейших российских корпораций (таких, как РАО «ЕЭС», РЖД, «Газпром» и др.), а отчасти также производство продуктов питания, обуви и «натурализованных» в России иностранных потребительских товаров (не только иномарок российской сборки, выпуск которых вырос в 2006 г. на 55%, но также видеомагнитофонов, современных медицинских препаратов и т.д.).

В-пятых, основную «нагрузку» по стерилизации валюты приняли на себя Банк России и правительство, которые в этой ситуации действовали не только достаточно слаженно, но и, можно сказать, успешно. Значительная часть экспортной выручки (около 45 из 304 млрд. долл.) «осела» в Стабилизационном фонде, 22 млрд. долл. было выплачено досрочно по долгам перед странами Парижского клуба³, резервы самого Банка России выросли еще на 76 млрд. долл. Общая сумма золотовалютных резервов денежных властей РФ увеличилась за год на 121 млрд. долл. и достигла к концу года 304 млрд. долл. В результате Россия вышла по этому показателю на третье место в мире после Китая и Японии.

В-шестых, Банку России, тем не менее, пришлось пойти на рекордную номинальную ревальвацию рубля по отношению к доллару (на 8,5%). Укрепление реального эффективного курса рубля составило за год 7,6%, что заметно ухудшило ценовую конкурентоспособность российских производителей.

В-седьмых, массивные рублевые интервенции на валютном рынке, повлекшие за собой рост денежного предложения (резервные деньги выросли за год на 44%), пока не привели к раскручиванию инфляционной спирали. Сдерживанию инфляции содействовал не только рост монетизации экономики, но и прямое «вмешательство» правительства, ограничившего рост тарифов на услуги естественных монополий. В итоге рост потребительских цен составил за год 9% (декабрь к декабрю). Уровень инфляции, хотя и не «вписался» в первоначальные параметры, очерченные «Основными направлениями единой кредитно-денежной политики» (7-8,5%), но превысил верхнюю границу всего на 0,5 пункта. Наверное, можно считать это вполне приемлемой ценой за стимулирование отечественного производства и удержание курса от «чрезмерного» укрепления, представляющего реальную угрозу для российских компаний.

В целом, 2006 г. оказался для российской экономики достаточно успешным и даже превысил большинство ожиданий. Насколько хватит запаса макроэкономической стабильности, и каковы перспективы роста в среднесрочной перспективе?

* * *

Попробуем ответить на некоторые вопросы, важные для понимания перспектив роста российской экономики.

Вопрос: Означает ли начавшееся падение цен на нефть (к началу февраля оно составило 33-35% от их «пикового» значения) завершения эры «дорогой нефти»?

Ответ: Возврата к «пиковым» значениям 2006 г., на наш взгляд, не будет. С одной стороны, спрос на сырую нефть растет медленнее, чем ожидалось. В краткосрочном плане это связано с замедлением роста экономики США (вследствие прорыва «пузыря» на рынке недвижимости), а также с необычно теплой зимой, из-за которой потребность в отоплении оказалась ниже обычной. В среднесрочном плане к этому добавляются относительное снижение спроса на дизельное топливо из-за свертывания производства электроэнергии в дизель-генераторах (вследствие перехода к более масштабным объектам генерации электроэнергии, прежде всего в Индии и Китае), а также вероятность циклического замедления мировой экономики (мы его, впрочем, ожидаем не ранее

³ Включая «премию» за досрочное погашение в размере 1 млрд. долл.

2011 г.). С другой стороны, сейчас отмечается не только рост нефтедобычи, но и рост инвестиций в нефтяную отрасль. Следовательно, можно ожидать увеличения резервных мощностей по добыче нефти и нефтепереработке. По всем этим причинам нового витка роста нефтяных цен мы не ждем. Однако это не значит, что на пороге маячит очередная эра «дешевой нефти». В ближайшие годы наиболее вероятным сценарием нам представляется колебание цен в диапазоне 40-60 долл./барр.

Вопрос: Почему даже при чрезвычайно высоких ценах на нефть, какие наблюдались в 2005-2006 гг., не происходило ускорения роста ВВП, и как российская экономика выдержит испытание снижением нефтяных цен?

Ответ: Темпы роста всего ВВП в 2005-2006 гг., действительно, несколько снизились по сравнению с 2003-2004 гг. Свою роль здесь сыграли как обострившиеся инфраструктурные ограничения роста (особенно в сфере энергетики), так и низкий уровень технологической конкурентоспособности экономики, особенно ее обрабатывающих секторов. Кроме того, сверхдоходы от нефти почти на треть (а теперь - и более чем наполовину) уходили из экономики и накапливались в Стабилизационном фонде. Безусловно, Стабфонд сыграл большую роль в повышении финансовой стабильности экономики, но на темпы роста, скорее всего, он оказал сдерживающее влияние. По нашей оценке, при существующей системе отчислений в Стабфонд каждые 10 долл. превышения нефтяных цен над нынешней ценой отсечения (27 долл./барр) добавляют к приросту ВВП не более 0,2-0,3 пункта. Иными словами, рекордные цены на нефть, прежде всего, увеличивают объем Стабфонда, а не темпы роста ВВП. С другой стороны, снижение нефтяных цен (даже до 35-40 долл./барр.) тоже не окажет катастрофического воздействия на темпы роста ВВП, только отчисления в Стабфонд резко сократятся. Поэтому можно, наверное, говорить о том, что в настоящий момент рост российской экономики достаточно устойчив к возможным изменениям нефтяных цен.

Вопрос: Означает ли это, что в ближайшие годы цена отсечения при отчислениях в Стабилизационный фонд останется неизменной?

Ответ: Нет, не означает. При прогнозируемой на 2007-2010 гг. динамике нефтяных цен и доходов от экспорта ожидается постепенное снижение уровня доходов федерального бюджета (с 23 до 19% от ВВП). Если сохранить цены отсечения в Стабфонд на нынешнем уровне (27 долл./барр.), то при объеме непроцентных расходов федерального бюджета около 17% ВВП⁴ возникает устойчивый дефицит располагаемых доходов бюджета (доходов без учета отчислений в Стабфонд). Так что смягчение денежной политики и повышение цены отсечения в ближайшие годы, на наш взгляд, практически неизбежны.

Вопрос: Почему все-таки при заметном росте средних экспортных цен физический объем экспорта товаров увеличился за год только на 5-6%? Иначе говоря, почему российские экспортеры смогли воспользоваться благоприятной конъюнктурой мировых рынков лишь в столь незначительной степени?

⁴ Соответствует проводимой и планируемой на ближайшие годы политике модернизации экономики и бюджетной сферы.

Ответ: В основном это связано с сокращением физического объема экспорта нефти (на 1,6% за одиннадцать месяцев) и газа (на 3,6%). Удельный вес этих двух продуктов в экспорте всех российских товаров составляет 49%. Экспорт нефти и газа уменьшился под влиянием двух главных факторов: стагнации добычи (прирост соответственно всего на 2,1 и 2,5%) и сокращения спроса со стороны стран СНГ (соответственно на 5 и 18%), с которыми Россия начала постепенно переходить на рыночные цены. В свою очередь, добыча нефти и газа лимитировалась задержками в наращивании фонда эксплуатируемых скважин. На процессе их ввода сказались: а) сама ситуация, при которой большая часть нефтяной ренты – через механизм Стабилизационного фонда - попадает в карман государства, а не нефтяников; б) избирательные, но настойчивые претензии государственных органов к нескольким крупным нефтяным компаниям; в) неповоротливость «Газпрома» (активно задействованного во внутренних и внешних политических проектах) в производственной сфере; г) стремление нефтяных компаний перейти от экспорта нефти к более выгодному в финансовом плане экспорту нефтепродуктов.

Вопрос: В 2006 г. темпы роста стоимостных объемов экспорта товаров впервые с 2002 г. оказались ниже, чем темпы роста импорта. Более того, в 2006 г. довольно отчетливо проявилась тенденция к сокращению положительного торгового сальдо и счета текущих операций. Например, счет текущих операций в первом квартале составил 29,5 млрд. долл., а в четвертом - только 17,6 млрд. долл. Можно ли ожидать, что в ближайшие годы счет текущих операций и/или торговый баланс станут отрицательными?

Ответ: Действительно, если допустить, что в ближайшие годы физический объем экспорта товаров стабилизируется на нынешнем уровне, а стоимостной объем - в зависимости от траектории изменения цен на нефть - либо останется неизменным (чуть более 300 млрд. долл.), либо даже снизится; если, далее, предположить, что стоимостной объем импорта товаров (163 млрд. долл.) и дальше будет расти в среднем на 25-30% в год, тогда – это нетрудно подсчитать – к 2009 г. сформируется отрицательное сальдо торгового баланса. Более того, поскольку отрицательное сальдо остальных статей счета текущих операций (услуг, оплаты труда и инвестиционных доходов) из года в год увеличивается, счет текущих операций теоретически может стать дефицитным уже в 2008 г.

Однако, на наш взгляд, экспорт будет расти несколько быстрее, а импорт – несколько медленнее, чем в этом сценарии. Мы полагаем, что, темпы роста инвестиционного и потребительского спроса уже достигли своего «пика» и теперь несколько снизятся. В результате наиболее вероятный, по нашему мнению, сценарий – это формирование отрицательного сальдо счета текущих операций не ранее 2010 г., а отрицательного торгового баланса – вообще не ранее 2017-2018 гг. Впрочем, в реальности важно вовсе не то, когда именно профицит счета текущих операций сменится его дефицитом. Поскольку тенденция к снижению сальдо по текущим операциям будет действовать, в случае заметного сокращения иностранных инвестиций в Россию «давление» на резервы Банка России может возникнуть даже при положительном счете текущих операций. Денежные власти, конечно, должны быть к этому готовы, чтобы не допустить «обвальной» девальвации.

Вопрос: Почему инвестиции в частный сектор России хлынули именно во втором полугодии 2006 г.? Окажется ли этот рост лишь кратким эпизодом или трансформируется в длительную тенденцию?

Ответ: Во втором полугодии можно выделить два ключевых события, повлекших за собой резкий рост иностранных инвестиций в Россию: либерализацию валютного регулирования и повышение суверенных рейтингов России. Это увеличило привлекательность рублевых активов для нерезидентов и, стало быть, повысило предложение средств. С другой стороны, увеличился спрос на дешевые и долгосрочные иностранные ресурсы: а) банки нуждаются в них для финансирования стремительно растущего потребительского и ипотечного кредитования; б) нефинансовые предприятия стараются использовать их для оплаты инвестиционного импорта (при общей тенденции к укреплению рубля брать валютные кредиты – одно удовольствие); в) в условиях роста капитализации крупные компании (финансовые и нефинансовые) стали охотнее привлекать финансы из-за рубежа. Поэтому мы считаем, что тенденция к быстрому росту иностранных инвестиций сохранится в среднесрочной перспективе и российский частный сектор на ближайшее время останется нетто-импортером капитала.

Вопрос: Приток валюты в 2006 г. был больше, чем обычно, а инфляция – меньше. Почему?

Ответ: Приток валюты и инфляционные процессы – вещи, к счастью, не вполне взаимосвязанные, здесь важна структура притока. Прямые инвестиции, которые в прошедшем году росли особенно быстро, по своей сути имеют отложенный инфляционный эффект. Они обычно расходуются на приобретение основных фондов для расширения бизнеса и, соответственно, в наших условиях приводят к росту импорта инвестиционных товаров. Рост спроса на инвестиционные товары отечественного производства стимулирует выпуск и перевооружение в этих отраслях, долгое время пребывавших в «застое». Создание новых производственных мощностей (наиболее заметное в последнее время в автосборке) тоже имеет антиинфляционный эффект. Можно также заметить, что значительная часть притока была связана с размещением акций «Роснефти» и с приобретением различных корпоративных облигаций, что можно рассматривать как ресурс для развития бизнеса компаний. Наконец, часть портфельных инвестиций была направлена на фондовый рынок, что опять-таки не связано с инфляционными эффектами. Наоборот, это новое для нашей экономики явление, которое, в случае рационального использования притекающих ресурсов, позволит повысить темпы роста и устойчивость экономики.

Вопрос: Можно ли ожидать дальнейшего укрепления номинального курса рубля к доллару?

Ответ: Для начала зададимся вопросом: можно ли считать рубль «недооцененным»? Или, иначе, не должен ли «правильный» курс быть более высоким (например, 15 руб./долл. – в соответствии с «индексом БигМака»)? С одной стороны, разрыв между рыночным курсом и ППС (паритет покупательной способности), в расчет которого входят и товары, и услуги, составил к концу 2006 г. около 80%, что, казалось бы, недвусмысленно говорит о недооценке рубля и необходимости его дальнейшего укрепления. Однако разрыв средних цен по товарам составил к концу 2006 г. около 16%, а по инвестиционным товарам – вообще около 5%. Таким образом, высокий уровень ППС рубля относительно доллара держится на низкой стоимости услуг, предоставляемых государством и естественными монополиями, а точнее – на низких внутренних ценах на газ и электроэнергию, а также

на неадекватном учете стоимости образовательных и медицинских услуг. Поскольку правительство уже дало понять, что оно намерено приближать цены на газ и на электроэнергию к мировому уровню (к 2009 г. - хотя бы до 50% от текущего уровня мировых цен), сложившийся средний разрыв в относительных ценах, скорее всего, будет устранен не за счет изменения номинального курса, а за счет повышения тарифов, регулируемых государством. Если бы повышение тарифов состоялось сегодня, разрыв в средних ценах сократился бы, по нашей оценке, до 20%. Это очень низкое значение, если учесть, что разрыв в уровнях средней заработной платы остается значительным. Таким образом, с точки зрения фундаментальных факторов, рубль не является серьезно недооцененным. Если нынешняя ситуация на внешних рынках сохранится, укрепление рубля в номинальном выражении в 2007 г., скорее всего, будет незначительным, не больше 20-30 копеек в сравнении с концом 2006 г.

Вопрос: За 2003-2006 гг. реальный эффективный курс рубля укрепился на 25%, что должно было заметно подорвать конкурентоспособность российских производителей. Почему же именно в эти годы темпы роста ВВП выросли в среднем до 7% в год?

Ответ: Во-первых, ВВП растет высокими темпами в значительной степени за счет ускорения роста в тех отраслях, которые ориентированы на внутренний рынок, но не конкурируют с импортом (строительство, торговля, финансы). А вот развитие промышленности, особенно ее обрабатывающего сегмента, укреплением рубля тормозится вполне ощутимо. За период 2003-2006 гг. темпы роста физических объемов товарного импорта выросли с 22% до 32%, экспорта - замедлились с 12% до 5%, а темпы роста промышленности в целом снизились с 8.9% до 3.9%. Во-вторых, существуют факторы, которые в какой-то степени компенсируют негативное влияние динамики реального эффективного курса на ценовую конкурентоспособность. К ним относятся, например, условия торговли (соотношение экспортных и импортных цен). К концу 2006 г. условия торговли были лучше уровня декабря 1997 г. (додевальвационного уровня) на 65%, прежде всего, за счет роста цен на основные товары российского экспорта (нефть, газ, металлы). Из внутренних факторов, способных компенсировать дальнейшее укрепление курса, следует назвать опережающее - в сравнении с другими странами - повышение уровня производительности труда. С учетом роста производительности труда в других странах этот «запас прочности» за последнее время снизился до 53%.

Вопрос: Темпы роста инвестиций в основной капитал в 2006 г. ускорились до 13,5%, а в четвертом квартале достигли 16,9 г/г. Можно ли говорить о начале длительного инвестиционного бума?

Ответ: Укрепление рубля и отмена импортных пошлин на оборудование, конечно, ускорили в 2006 г. инвестиционные процессы. Пожалуй, можно было бы говорить и о полноценном инвестиционном буме, если бы не два обстоятельства. Во-первых, в России не так много по-настоящему крупных компаний. Если, допустим РАО ЕЭС, или РЖД, или Газпром по каким-то причинам сократят объем своих инвестиционных программ (например, потому, что завершат какой-то их этап и еще не приступят к следующему), это заметно скажется на общероссийском объеме инвестиций. Во-вторых, в России существует диспропорция между получаемыми прибылями и инвестициями в основной капитал. Прибыль продолжает концентрироваться в трех секторах российской экономики - в энергетическом секторе (добыче, транспортировке и переработке

энергоносителей), в обрабатывающих производствах промежуточного и инвестиционного спроса и в торговле. На их долю по итогам трех кварталов 2005 - 2006 гг. приходилось 77-78% прибыли российской экономики. Вместе с тем, их доля в объеме всех инвестиций в основной капитал вдвое меньше – 40-44%. По-прежнему нерешенным является вопрос трансформации прибыли, зарабатываемой этими производствами и не используемой ими на инвестиционные цели, а также прибыли торговых организаций, инвестиции которых еще менее масштабны, для целей финансирования инвестиций других отраслей посредством финансового рынка. Поэтому на 2007-2009 гг. мы прогнозируем не ускорение, а замедление роста инвестиций.

Вопрос: В 2006 г. численность населения уменьшилась на 700 тыс. чел., а численность трудоспособного населения - на 110 тыс. чел. Какие это может повлечь за собой экономические последствия?

Ответ: Следствием этого стало усиление дефицита рабочей силы и ускорение роста зарплаты, вызванное усилением конкуренции на рынке труда. В свою очередь, это повлекло за собой ухудшение конкурентоспособности производимых товаров. С другой стороны, недостаток кадров сам по себе стал тормозом для экономического развития. Чтобы смягчить действие этого фактора правительство решило облегчить привлечение в Россию трудовых мигрантов, введя этот процесс в более четко прописанное правовое поле (применение «страновых квот») и одновременно либерализовав систему регистрации мигрантов. Принятый в 2006 г. пакет мер, направленных на повышение рождаемости (он предусматривает, начиная с 2007 г., увеличение расходов на выплату существующих «детских» пособий, а также начало формирования «материнского капитала») также призван смягчить демографическую проблему. Однако его реальный эффект проявится еще очень и очень нескоро.

Валютный курс и денежные показатели

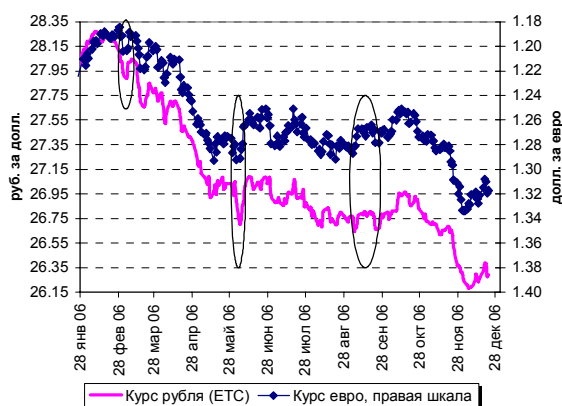
Говорим «укрепление рубля» – подразумеваем «укрепление евро»

Динамика курса в номинальном и реальном выражении

	2002	2003	2004	2005	2006	2006/ 1997
Номиналы						
На конец года						
Курс рубля к доллару	31.78	29.45	27.75	28.78	26.33	--
Курс евро к доллару	1.05	1.26	1.36	1.18	1.32	--
В среднем за год						
Курс рубля к доллару	31.40	30.68	28.81	28.26	27.18	--
Курс евро к доллару	0.95	1.13	1.24	1.24	1.26	--
Приросты, %						
На конец года						
Номинальный курс рубля к доллару	5.5	-7.3	-5.8	3.7	-8.5	342
Номинальный курс рубля к евро	25.0	11.5	1.9	-9.6	1.5	422
Номинальный курс евро к доллару	17.9	19.9	7.7	-12.7	11.5	18
Реальный курс рубля к доллару	-6.2	-18.9	-14.0	-3.9	-17.0	-20
Реальный курс рубля к евро	11.0	0.0	-6.0	-18.8	-5.8	-2
Реальный эффективный курс	2.3	-4.1	-4.9	-10.5	-7.6	-5
В среднем за год						
Номинальный курс рубля к доллару	7.5	-2.3	-6.1	-1.9	-1.3	381
Номинальный курс рубля к евро	14.7	17.4	2.2	-1.6	1.5	447
Номинальный курс евро к доллару	5.6	19.7	9.9	0.0	1.0	12
Реальный курс рубля к доллару	-6.0	-13.6	-15.1	-10.8	-10.7	-12
Реальный курс рубля к евро	0.9	5.5	-5.6	-12.1	-11.5	0
Реальный эффективный курс	-1.6	-0.8	-6.1	-8.1	-9.4	-5
Справочно:						
Соотношение курса и ППС	3.4	2.6	2.3	2.1	1.8	-22
Условия торговли	-8.0	3.9	1.8	21.3	-1.3	65
Производительность труда	2.0	8.1	6.1	5.4	6.6	53

Источники: Банк России, Центр развития.

Изменение курса рубля и евро к доллару



Примечание. Кругом обведены периоды «нестандартной» эластичности курса «рубль/доллар» к паре «евро/доллар».

Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Внешняя торговля и резервы*, млрд. долл.

	2002	2003	2004	2005	2006
Баланс торговли и услуг	35.9	48.4	71.1	100.4	118.3
Покупка валюты денежными властями	-23.7	-36.3	-52.7	-85.9	-128.7
для платежей по долгу	-12.3	-10.0	-7.4	-24.5	-21.2
рост резервов	-11.4	-26.4	-45.2	-61.5	-107.5
Чистый отток (-)/приток (+) средств частного сектора	-12.2	-12.1	-18.4	-14.5	10.4
текущие платежи	-3.9	-10.4	-10.3	-17.7	-30.6

Источники: Банк России, Центр развития.

Номинальное укрепление рубля к доллару в 2006 г. оказалось самым значительным за всю новейшую историю России – 8,5% к декабрю 2005 г. На возобновление тенденции к номинальному укреплению рубля к доллару повлиял прежде всего резкий «разворот» в динамике пары «евро/доллар». Если в 2005 г. евро *подешевел* по отношению к доллару на 12,7% (декабрь к декабрю), то в 2006 г. он почти на столько же *вырос* (11,5%). Впрочем, рубль укрепился по отношению к доллару не так сильно, как евро, поскольку эластичность курса «рубль/доллар» по отношению к курсу «евро/доллар» осталась существенно меньше единицы. Однако в 2006 г. эта эластичность заметно выросла – примерно с 0,3 в 2005 г. (что соответствует 10 копейкам ревальвации рубля при укреплении евро к доллару на 1 евроцент) до 0,7 (19 копеек на 1 евроцент). Если бы в 2006 г. эластичность осталась на уровне 2005 г., то рубль по отношению к доллару укрепился бы еще меньше (и, соответственно, не так сильно возросли бы риски потери конкурентоспособности). Однако выдержать «тактический ориентир», объявленный на 2006 г. (10-15 копеек за евроцент), Банку России не удалось.

Существенную роль в усилении «чувствительности» рынка «рубль/доллар» к ослаблению доллара на мировых рынках сыграло значительное превышение предложения долларов в России над спросом на них. Приток валюты в Россию был настолько мощным, что, несмотря на спрос на валюту правительства для *досрочного* погашения внешнего государственного долга (на 22 млрд. долл.) и существенно возросшие текущие платежи частного сектора (до 30 млрд. долл. с 17,7 млрд. долл. в 2005 г.), связанные, в частности, с либерализацией валютного режима, прирост резервов Банка России и Правительства заметно превысил прошлогодний уровень (121 млрд. долл. против 58 млрд. долл. в 2005 г.).

Будучи вынужденным внести коррективы в свою «тактику», Банк России все-таки достиг «стратегической» цели своей валютной политики. Реальный эффективный курс рубля укрепился за год на 7,7% и не вышел за пределы, объявленные Банком России в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2006 г.» (10%). Этому способствовали небольшая девальвация рубля к евро и к валютам стран

Восточной Европы и Балтии⁵, а также замедление темпов инфляции в России.

Денежное предложение высокое, с ликвидностью нет проблем

Денежное предложение в прошедшем году продолжало нарастать достаточно высокими темпами. Резервные деньги выросли в 2006 г. на 44% (против 48% в 2005 г.). Рост резервных денег практически полностью определялся покупкой валюты Банком России, в то время как спрос на рефинансирование со стороны банков оставался низким.

Объем избыточной ликвидности⁶ устойчиво держался на уровне 18% от совокупных депозитов, что обеспечивало банкам достаточно возможностей для обслуживания текущих платежей. Поэтому и ситуация на денежном рынке в целом оставалась достаточно спокойной. Ставка по однодневным кредитам МИАКР изменилась в среднем за год всего на 0,6 п.п. (составив 3,3% против 2,7% год назад). На фоне общемировой картины движения ставок эта величина совершенно незначительна.

Доля средств бюджета в Банке России выросла до 46,8% (39,4% в 2005 г.), в том числе, за счет роста стерилизации избыточной ликвидности в Стабилизационном фонде.

Структура источников денежного предложения на протяжении последнего времени почти не меняется. Основным и практически единственным источником расширения денежного предложения является рост резервов Банка России. Прирост резервов (без учета Стабфонда) составил в 2006 г. 103,4% от прироста резервных денег (также без учета Стабфонда). В 2005 г. это соотношение составляло 106,1%.

Темпы роста денежного спроса увеличились из-за новой волны «девалютизации»

В 2003 г. темпы роста денежного спроса вновь усилились, приблизившись к уровню 2003 г. Доля рублевых депозитов в денежной массе (агрегат M2X) выросла до 61,9%, (55,9% год назад), а доля наличных денег не изменилась.

Высокий спрос на рублевые депозиты в основном объяснялся новой волной «девалютизации». Доля валютных депозитов снизилась до 10,3% (с 16,3% год назад). Значительно сократились объемы наличных долларов на руках у населения (с 26 млрд. долл. на начало года до 16 млрд. долл.).

Денежное предложение и структура

	2002	2003	2004	2005	2006
Резервные деньги, млрд. руб.	1629	2400	3692	5452	7872
темпа роста, %	29	47	54	48	44
Широкая денежная база, млрд. руб.	1233	1914	2372	2914	4122
темпа роста, %	33	55	24	23	41
Структура					
Резервные деньги	100	100	100	100	100
Наличные деньги в обращении	50.2	51.2	45.3	40.3	38.9
Средства банков в ЦБ	25.8	27.5	19.0	13.0	13.5
ФОР	12.3	11.1	3.3	3.0	2.8
корсчета	10.4	12.7	13.2	9.3	8.1
депозиты	2.9	3.6	2.5	0.1	1.2
прочие	0.1	0.1	0.0	0.6	1.3
Средства бюджета в ЦБ	22.0	18.6	28.4	39.4	46.8
Прочие	2.0	2.7	7.3	7.3	0.9

Источник: Банк России, Центр развития.

Источники денежного предложения и структура резервных денег, млрд. руб.

	2003	2004	2005	2006
Источники денежного предложения				
Резервы Банка России (без стабфонда)	2255	3500	4609	5626
Прочие (нетто)	146	-330	-394	-428
Структура резервных денег				
Резервные деньги (без средств стабфонда)	2400	3170	4215	5199
средства бюджета (с 2005 г. без стабфонда)	446	526	909	1077
наличные деньги в обращении	1147	1534	2148	3062
средства банков	661	701	710	1060
ФОР	267	122	161	221
прочие (корсчета, депозиты, РЕПО, ОБР)	394	579	549	838
Другие	146	409	447	230

Источники: Банк России, Минфин России, расчеты Центра развития.

Динамика и структура денежной массы

	2002	2003	2004	2005	2006
Денежная масса M2	2135	3213	4363	6046	8996
темпа роста, %	32	51	36	39	49
Денежная масса M2X	2856	3961	5256	7224	10032
темпа роста, %	34	39	33	37	39
Структура					
Денежная масса M2X	100	100	100	100	100
наличные деньги	26.7	29.0	29.2	27.8	27.8
депозиты в рублях	48.0	52.2	53.8	55.9	61.9
населения	36.6	38.9	38.1	38.1	33.4
предприятий	11.4	13.3	15.7	17.7	28.5
валютные депозиты	25.3	18.9	17.0	16.3	10.3
населения	13.9	11.7	9.9	9.3	5.9
предприятий	11.4	7.2	7.1	7.0	4.4

Источники: Банк России, Центр развития.

⁵ Совокупный вес этих валют (включая евро) в расчетах эффективного курса составляет 48,6%.

⁶ Средства коммерческих банков в Банке России без ФОР.

Инфляция

Инфляция снизилась, но за счет временных факторов

Инфляция и вклады

	2003	2004	2005	2006
Инфляция	12.0	11.7	10.9	9.0
продукты питания	10.2	12.1	9.8	9.6
цены на аграрную продукцию	6.7	12.5	15.3	7.0
плодоовощная продукция	-4.3	3.3	14.7	10.4
другие с.х.	10.2	16.5	16.1	6.1
прочие продукты питания	14.7	11.7	4.2	11.6
непродовольственные товары	9.4	7.4	5.9	6.2
цены на бензин	16.7	31.4	16.1	11.0
прочие непродовольственные	9.1	6.4	5.4	5.2
платные услуги	22.3	17.8	21.1	14.0
цены на ЖКХ	29.1	21.6	32.7	17.9
прочие	18.8	15.6	15.0	11.3
Базовая инфляция	11.1	10.6	8.4	7.5
Базовая инфляция -без с.х.	11.1	8.2	4.9	7.4

Источники: Банк России, Росстат.

Темпы инфляции замедлились в 2006 г. до 9% с 10,9% в 2005 г. Однако если в 2005 г. снижение цен было вызвано уменьшением базовой инфляции (при росте темпов повышения цен на платные услуги), то в 2006 г. рост цен замедлился за счет временных факторов – снижения цен на сельхозпродукцию (мясо, молоко) и резкого замедления роста цен на платные услуги (в связи с усилением правительственного контроля за ценами на местах).

Базовая инфляция (без сельхозпродукции), наоборот, в 2006 г. ускорилась, причем преимущественно за счет удорожания переработанных продуктов питания, темпы роста цен на которые вернулись к уровню 2004 г.

Непродовольственные товары подорожали незначительно, поскольку конкуренция с импортом в этом сегменте несколько выше, чем в сегменте производства продовольственной продукции.

Базовая инфляция могла бы быть и больше, если бы не укрепление курса. По нашим оценкам, темп роста цен на импорт основных товаров в 2006 г. составил 26,8%, ускорившись по сравнению с предыдущим годом почти вдвое (14,3%). Тот факт, что промышленные предприятия, производящие готовую продукцию, зачастую не используют формирование благоприятных ценовых условий для расширения выпуска, свидетельствует скорее о недостаточной эффективности борьбы за долю на рынке и погоне за «номинальными» прибылями. Недаром вслед за повышением цен на импорт в секторе производства готовой продукции в 2006 г. также был зафиксирован опережающий рост цен.

Реальный сектор

Прирост компонент ВВП, % г/г

	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП	4.7	7.3	7.2	6.4	6.7
Внутренний спрос*	6.1	7.7	9.4	9.0	10.0
- конечное потребление	7.0	6.2	9.2	9.7	9.0
- накопление основного капитала	2.8	12.8	12.6	8.3	13.7
Внешний спрос (экспорт)	10.3	12.5	11.8	6.4	7.0
Источники покрытия внутреннего спроса					
- импорт товаров и услуг	14.6	17.7	23.3	17.0	20.3
- отечественное производство на внутренний рынок	1.7	1.9	4.4	5.8	5.0

Вклады факторов в динамику ВВП, процентные пункты

	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП	4.7	7.3	7.2	6.4	6.7
Внутренний спрос*	4.9	6.2	8.6	8.3	9.1
- конечное потребление	4.4	3.9	6.3	6.7	6.4
- накопление основного капитала	0.5	2.2	2.3	1.6	2.7
Чистый экспорт	0.5	0.5	-1.4	-2.3	-3.5
- экспорт товаров и услуг	4.5	5.7	4.1	2.3	2.6
- импорт товаров и услуг	-4.0	-5.3	-5.5	-4.6	-6.0
Статистическое расхождение (вкл. прирост запасов)	-0.7	0.6	0.0	0.4	1.1
Справочно: отечественное производство на внутренний рынок	0.9	0.9	3.0	3.7	3.0

* - без учета изменения запасов

Источники: Росстат, расчеты Центра развития

ВВП: растет производство и на внутренний рынок, и на экспорт

Уже не первый год эксперты ожидают замедления роста экспорта. В 2005 г. темпы, действительно, упали почти вдвое – с 11,8% до 6,4% г/г. Согласно текущим данным ФТС за 2006 г., в первом квартале физический объем экспорта вырос на 6,8% г/г, во втором – на 4,3% г/г, в третьем – на 3,3% г/г. Казалось бы, налицо явное продолжение тенденции к замедлению темпов, которое, кстати, вполне согласовалось с динамикой экспорта наиболее значимых товаров. Однако опубликованная Росстатом цифра по экспорту товаров и услуг за весь 2006 г. (7% г/г) оказалась выше не только всех квартальных оценок за 2006 г., но и темпов 2005 г.

Приходится констатировать, что получить эту цифру на основе регулярно публикуемых данных ФТС практически невозможно.⁷ Однако ФТС постоянно пересматривает свою статистику за прошлые периоды времени, совершенно – увы – не заботясь об экспертах и аналитиках, которым придется ломать голову над построением сопоставимых временных рядов. Остается только «доверять» последним официальным данным. Поэтому рост физического объема экспорта товаров и услуг в 2006 г. *ускорился* в сравнении с 2005 г. Можно опять ждать его замедления – на этот раз уже в 2007 г.

Из других «сюрпризов» Росстата можно отметить заниженные – в сравнении с цифрами по розничному товарообороту и платным услугам – данные по конечному потреблению домашних хозяйств. Если в 2005 г. при росте розницы на 12,8% и платных услуг на 6,8% конечное потребление домохозяйств выросло на 12,7%, то в 2006 г. при более быстром росте розницы и платных услуг (соответственно, на 13% и 8,1%) потребительские расходы увеличились *меньше* – только на 10,7%. Объяснений этому может быть несколько, в частности, снижение физических объемов услуг ЖКХ, а также замедление роста расходов наших граждан за границей.

В самом общем плане, характеристики роста ВВП в 2006 г. оказались похожими на 2005 г.:

а) темпы роста отечественного производства товаров и услуг на внутренний рынок достаточно велики; ни о какой «стагнации» в этом секторе говорить не приходится;

б) производство на внутренний рынок растет немного медленнее экспорта;

в) «вклад» производства на внутренний рынок превышает – с учетом большего удельного веса в ВВП – вклад экспорта.

⁷ Росстат рассчитывает свои оценки по физическому объему товарного экспорта, опираясь на данные ФТС.

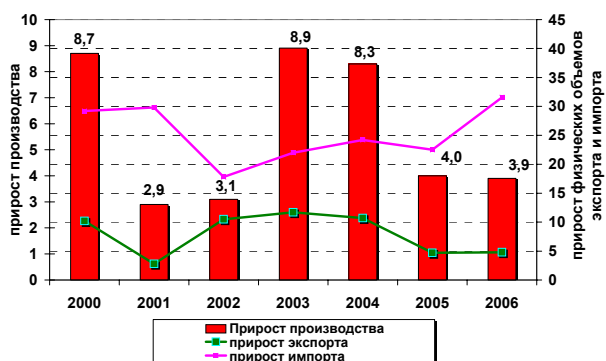
В целом, можно сказать, что экономический рост в России имеет достаточно прочные основания. Продолжение потребительского бума, ускорение роста инвестиций, достаточно динамичный рост экспорта – все это обеспечивает быстрый рост экономики, несмотря на неослабевающую экспансию импорта.

Российская промышленность в 2006 г. потеряла часть внутреннего рынка, но увеличила присутствие на внешних рынках

В 2006 г., несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру внешних рынков и рост экспортных цен на российские товары (они увеличились за год на четверть), темпы роста промышленного производства, по данным Росстата, снизились до 3,9% (против 4% в 2005 г.).⁸ В принципе, при ценах на нефть в 60 долл./барр. (против 50 долл./барр. в 2005 г.) можно было рассчитывать на темпы роста промышленности почти на 1 п.п. выше фактических. Именно такой сценарий содержался в оптимистическом варианте нашего прогноза на 2006 г., подготовленном в начале прошлого года.

Тогда мы исходили из предположения, что рубль по отношению к доллару не укрепится столь сильно, как он укрепился на самом деле, и к концу 2006 г. курс будет, по крайней мере, на 1 рубль ниже. Соответственно, меньшее укрепление курса рубля вылилось бы в более низкие темпы роста импорта товаров в физическом выражении, которые составили бы тогда 18-20%, а не около 32%, как это следует из отчетных данных ФТС за три квартала 2006 г. Далее, год назад трудно было ожидать столь больших прямых инвестиций (даже в оптимистическом варианте прогноза), в том числе, в целый ряд сборочных производств. Эти инвестиции могут способствовать росту конкурентоспособности российской экономики, но не сразу, а с некоторым лагом, в то время как массивный приток валюты, укрепление курса и рост импорта реальным образом негативно сказались на текущих темпах роста промышленности.

Прирост физических объемов экспорта, импорта и промышленного производства (в классификации ОКВЭД) в 2000-2006 гг. (%)



Примечание. 2006 г. – данные по экспорту и импорту за январь-сентябрь.

Источники: Росстат, Федеральная таможенная служба (ФТС) – данные об экспорте и импорте.

Вклад факторов в прирост промышленного производства (в классификации ОКВЭД) в 1999-2006 гг. (%)



Примечание. Сумма вкладов факторов (с учетом знака) дает фактический прирост общего объема промышленного производства к тому же периоду прошлого года; 2006 г. – оценка. Расчет сделан исходя из предположения, что вклад импорта в прирост промышленного производства текущего года при сокращении импорта положителен, при его приросте – отрицателен. Предполагается также, что доля товарных запасов (в производстве и торговле) стабильна.

Источники: Центр развития, Росстат, Федеральная таможенная служба (ФТС).

⁸ По расчетам ЦМАКП, обрабатывающая промышленность выросла существенно больше, чем указывает Росстат: на 5,7%, а не 4,4%. Соответственно, темпы роста всей промышленности должны оказаться на 0,6-0,7 пункта выше официальных цифр. Мы, тем не менее, считаем, что за отставанием российской промышленности от общеэкономической динамики стоят не погрешности тех или иных оценок (о них мы, в частности, писали в Обзоре российской экономики за 17-30 октября 2006г. - с.7), а серьезные макроэкономические основания.

Динамика физических объемов и цен экспорта по товарным группам в 2003-2006 гг. (индекс роста к тому же периоду предыдущего года, %)

	Физические объемы				Цены			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Экспорт в целом	112	111	105	105	112	123	127	123
Прод. товары и с/х сырье (кроме текстильного)	104	84	156	121	119	110	101	100
Минеральные продукты в целом	112,3	110,5	104,4	101,6	116	124	143	133
в том числе топливно-энергетические товары	112,3	110,5	104,3	100,5	116	123	144	134
Продукция химич. пром-ти, каучук	112	109	109	107	111	119	114	106
Кожев. сырье, пушнина и изделия из них	114	106	103	111	109	102	109	106
Древесина и целл.-бумажные изделия	106	111	111	107	108	113	109	105
Металлы и изделия из них	103	117	104	104	117	140	110	111
Машины, оборуд. и тр-ые ср-ва	120	108	109	124	98	105	93	102
Другие товары	164	101	169	141	73	104	78	92

Примечание. 2006 г. - данные ФТС за январь-сентябрь, физические объемы экспорта топливно-энергетических товаров в целом – оценка Центра развития на основе данных Минпромэнерго и ФТС).

Источники: Федеральная таможенная служба (ФТС).

Вклад отраслей в прирост промышленного производства в 2003-2006 гг.

	Прирост производства				Вклад в прирост, %			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Индекс промышленного производства	108,9	108,3	104,0	103,9	100,0	100,0	100,0	100,0
Добыча полезных ископаемых	108,7	106,8	101,3	102,3	27,1	22,8	9,1	16,4
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	110,3	107,7	101,8	102,5	26,0	21,9	8,7	15,8
Обрабатывающие производства	110,3	110,5	105,7	104,4	66,9	73,3	82,6	65,4
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	107,0	104,4	104,4	105,4	8,8	5,9	12,3	15,5
обработка древесины и производство изделий из дерева	109,7	108,7	104,5	100,5	1,4	1,3	1,4	0,2
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	107,8	105,1	101,2	106,4	2,5	1,8	0,9	4,7
производство кокса, нефтепродуктов	102,2	102,4	105,4	106,1	1,2	1,4	6,4	7,4
химическое производство	105,4	106,6	102,6	101,9	3,2	4,1	3,4	2,5
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	107,3	108,4	103,5	110,8	2,9	3,5	3,1	9,7
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	107,2	103,9	105,7	108,8	6,0	3,5	10,5	16,6
производство машин и оборудования	119,1	121,1	99,9	103,3	12,8	15,1	-0,1	5,0

Источники: Росстат; расчеты Центра развития; для расчета вкладов использованы веса добавленной стоимости 2001 г.

По нашим оценкам, в результате резкого ускорения роста импорта на него пришлось около 65-70% прироста внутреннего спроса в промышленности. Это означает, что при условии стабильности физических объемов импорта темпы роста промышленности, рассуждая гипотетически, могут увеличиться примерно на 5 п.п, т.е. до 9%. Естественно, такая возможность остается чисто теоретической, хотя уменьшение доли импорта в расширении внутренних рынков до 50% выглядит вполне достижимым, если вспомнить 2000 г. и 2003-2004 гг., когда российским промышленным производителям удавалось довести долю импорта в покрытии дополнительного внутреннего спроса до 30-40%. Увеличение притока прямых иностранных инвестиций со временем тоже может способствовать снижению удельного веса импортных товаров, поскольку будет стимулировать модернизацию производства внутри России.

Очевидно, что потенциал ускорения роста промышленности может быть связан также с увеличением темпов роста физических объемов экспорта. В 2006 г. они составили (как и в 2005 г.) около 5-6%. Однако в среднесрочной перспективе такое развитие событий, скорее всего, нереально, несмотря даже на то, что в 2006 г. существенно возрос важный для диверсификации российских экспортных поставок вывоз машин и оборудования (24% прироста против 9% в 2005 г.), сохранился на хорошем уровне экспорт продукции химической промышленности (7% против 9%) и продукции ЛПК (7% против 11%). Прирост экспортной выручки во все меньшей мере определяется приростом экспортных цен. Основную роль здесь по-прежнему играет экспорт топливно-энергетических товаров, а он, под влиянием инфраструктурных ограничений, стагнирует или даже сокращается. Так, в январе-ноябре 2006 г. экспорт российской нефти (с учетом вывоза с терминалов НПЗ) сократился, по нашим оценкам, на 1,7% (в том числе в дальнейшем зарубежье и в страны Балтии – на 1,1%, а в СНГ – на 5%). Экспорт газа сократился на 3,6%, причем в дальнейшем зарубежье он вырос на 0,8%, а в СНГ – снизился почти на 18%⁹.

Деиндустриализация экономики продолжается

С точки зрения «отраслевой» структуры, модель промышленного роста в 2006 г. изменилась. Вклад обрабатывающего сектора, включая «высокие переделы» экспортно ориентированных сырьевиков, в прирост промышленности снизился до 65% (против примерно 83% в 2005 г.),

⁹ По данным Минпромэнерго России.

Среднемесячные темпы прироста отраслей промышленности и их устойчивость в 1999-2005 гг.*

	Среднемесячный прирост, %, за			Вариабельность темпов прироста**, за		
	1999-2006гг.	2005г.	2006г.	1999-2006гг.	2005г.	2006г.
Промышленность в целом	0,5	0,4	0,4	0,41	0,37	0,40
Добыча полезных ископаемых	0,4	0,2	0,3	0,27	0,28	0,27
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	0,4	0,2	0,2	0,29	0,20	0,25
Обрабатывающие производства	0,6	0,6	0,7	0,69	0,59	0,74
Пищевые продукты, включая напитки и табак	0,5	0,3	1,0	0,67	0,74	0,85
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	0,7	0,2	0,4	1,03	0,48	0,65
Химическое производство	0,6	0,1	0,7	1,05	0,84	1,24
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	0,6	1,0	0,4	0,87	1,25	1,00
Производство машин и оборудования	0,8	0,5	1,7	2,07	0,71	1,58
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	1,4	0,6	-1,1	2,54	1,71	2,36
Производство транспортных средств и оборудования	0,6	1,1	1,0	1,78	1,00	1,13

*Темпы прироста к предыдущему месяцу (со снятой сезонностью) - по данным ЦЭК-ВШЭ в ежемесячном выражении по 272 видам продукции.

** Стандартное отклонение темпов прироста внутри периода.

Источники: Центр развития, ЦЭК-ВШЭ.

а вклад добычи полезных ископаемых вырос до 16% (против 9% в 2005 г.). Увеличение - вследствие сильных холодов в начале 2006 г. - темпов роста производства и распределения электроэнергии, газа и воды (до аномально высоких 4,2% в годовом выражении) добавило в годовой прирост всей промышленности около 0,5 п.п. Это происходило на фоне серьезного торможения динамики выпуска в некоторых машиностроительных отраслях¹⁰ и некоторого оживления в пищевой промышленности (ускорение роста до 5,4% против 4,4% в 2005 г.), а также в ряде обрабатывающих секторов - экспортеров сырья (металлургическое производство выросло в 2006 г. на 8,8% против 5,7% в 2005 г., целлюлозно-бумажное - на 6,4% против 1,2% и т.д.).

В то же время, третий год подряд замедляются темпы роста в химической промышленности (1,9% в 2005 г. и 1,5% в 2006 г.) и деревообработке (4,5 и 0,5% соответственно). При этом обращает на себя внимание потеря некоторых традиционных российских экспортных рынков. Так, произошло сокращение выпуска минеральных удобрений на 3,7% на фоне роста их закупок сельским хозяйством почти на 6%, что означает серьезное сокращением экспорта. В значительной степени это объясняется резким падением производства калийных удобрений на заводе ОАО «Уралкалий» (на 9%), а также близкими к нулю темпами роста в производстве азотных и фосфорных удобрений.

Важно отметить, что в снижающих темпы роста машиностроительных секторах причины ухудшения ситуации связаны с возобновлением - после значительного перерыва - роста импорта. Именно такое положение сложилось, например, в прежде благополучном производстве грузовых магистральных вагонов (в 2006 г. - снижение выпуска на 4.8% на фоне значительного увеличения закупок более дешевой украинской продукции), а также в производстве телевизоров на основе «отверточной сборки» (снижение выпуска на 30% из-за удешевления азиатских жидкокристаллических панелей).

В связи с этим, не вызывает оптимизма увеличение в 2006 г. выпуска в ряде секторов, где также преобладает сборка из ввозимых импортных комплектующих и где может повториться история с собираемыми в России телевизорами (там наблюдались своего рода «русские горки»: сначала рост, а затем, при изменении спроса и невозможности его удовлетворить из-за «имманентной» технологической и инновационной ущербности

¹⁰ В производстве транспортных средств темп роста замедлился с 6% в 2005 г. до 3,5% в 2006 г., в производстве электрооборудования - после 20,7% роста в 2005 г. - в 2006 г. наблюдалось падение на 3,6%.

чисто сборочных производств, резкое падение). В этом контексте можно отметить увеличение выпуска легковых автомобилей почти на 10% (после снижения на 4% в 2005 г.), а также рост выпуска (на 24-31%) тракторов в связи с поставкой на Елабужский тракторный завод комплектующих из Минска.

Обращает на себя также внимание увеличение нестабильности (вариабельности темпов роста) в обрабатывающей промышленности. Особенно ярко эта тенденция выражена в химическом производстве, в производстве машин и оборудования и электрооборудования.

Рентабельность добывающих производств падает, а переработки – растет

Средний уровень рентабельности российской промышленности в 2006 г. почти не изменился. За первые три квартала 2006 г. он составил 15,8%, тогда как в январе-сентябре 2005 г. равнялся 15,3%. Однако внутри промышленности наблюдались достаточно заметные структурные сдвиги.

Рентабельность традиционно наиболее успешных в финансовом плане отраслей (добычи полезных ископаемых и производства кокса и нефтепродуктов), хотя и осталась на весьма высоком уровне (25-36%), снизилась – даже в условиях рекордно высоких нефтяных цен – на 2-3 п.п. по сравнению с прошлогодними показателями. Главной причиной этого является опережающее (относительно роста экспортных доходов) увеличение платежей в бюджет компаний нефтедобычи. В соответствии с существующими настройками налоговой системы налог на добычу полезных ископаемых напрямую зависит от мировых цен на нефть и уплачивается со всего объема добытой нефти. В условиях относительного сокращения экспорта в добыче это неизбежно ведет к снижению рентабельности.

Наиболее значительные положительные изменения наблюдались в металлургическом комплексе. При весьма благоприятной для металлургии ситуации на мировых рынках уровень рентабельности здесь увеличился на 6,4 п.п. и достиг 24,4%. По массе прибыли металлургия обогнала нефтепереработку и вышла на второе место после добычи топливно-энергетических полезных ископаемых.

К числу наиболее успешных отраслей следует отнести также химический комплекс и производство строительных материалов: их рентабельность выросла на 3-6 п.п. и находится на уровне 11-13%. Учитывая конъюнктуру мировых цен на химическую продукцию и

Рентабельность и инвестиции промышленности

	рентабельность, %		доля в прибыли экономики, %		доля в инвестициях в основной капитал в экономике, %	
	янв - сент 2006	янв - сент 2005	янв - сент 2006	янв - сент 2005	янв - сент 2006	янв - сент 2005
Промышленное производство в целом	15,8	15,3	61,7	65,4	43,6	43,7
Добыча и переработка энергоносителей	27,8	30,5	31,5	37,2	19,1	16,6
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	24,8	27,5	21,0	24,3	17,4	14,6
Производство кокса и нефтепродуктов	36,5	38,2	10,5	12,9	1,7	2,0
Добыча полезных ископаемых кроме топливно-энергетических	28,5	31,6	2,9	3,9	1,7	1,9
Обрабатывающие производства без производства кокса и нефтепродуктов	11,5	8,4	25,4	20,5	15,8	17,1
Обрабатывающие производства промежуточного и инвестиционного спроса	13,3	9,7	22,9	18,2	12,4	13,4
Наиболее финансово благополучные производства	19,3	14,0	19,0	14,9	8,5	9,1
Металлургическое производство	24,4	18,0	14,2	11,3	4,9	5,4
Производство неметаллических минеральных продуктов	13,0	7,0	1,9	1,1	1,2	1,6
Химическое производство, производство резиновых и пластмассовых изделий	11,4	8,9	3,0	2,6	2,5	2,1
Менее финансово благополучные обрабатывающие производства промежуточного и инвестиционного спроса	5,2	4,1	3,8	3,3	3,9	4,3
Обработка древесины и производство изделий из дерева, целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	5,5	5,6	0,7	0,8	0,9	1,3
Производство машин и оборудования, электрооборудования, электронного и оптического оборудования, транспортных средств и оборудования	5,0	3,4	2,5	1,9	2,2	2,2
Обрабатывающие производства конечного спроса	5,1	4,1	2,5	2,3	3,3	3,7
Производство пищевых продуктов	5,7	4,6	2,3	2,4	3,0	3,4
Текстильное и швейное производство, производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	1,3	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4,1	7,5	1,9	3,7	7,0	8,2

Примечание. Рентабельность: отношение финансового результата к стоимости отгруженных товаров (в %).

Источники: Росстат, Центр развития

продолжение строительного бума в России, это нельзя считать неожиданным.

А вот заметный рост рентабельности производств, ориентированных преимущественно на внутренний рынок, оказался приятным сюрпризом. Машиностроительный комплекс, производство пищевых продуктов и продукции, относимой ранее к легкой промышленности, увеличили рентабельность на 1,1–1,6 п.п. Таким образом, пользуясь ростом потребительского и инвестиционного спроса и несмотря на опережающий рост импорта, эти производства все же занимают ниши, позволяющие им не только наращивать выпуск, но и улучшать финансовые показатели.

Диспропорции в структуре прибыли и инвестиций: «низы не могут, а верхи не хотят»

Минувший год для российской экономики был отмечен ускорением роста инвестиций в основной капитал. По итогам 2006 г. они выросли на 13,5% (10,7% в 2005 г.). Можно также отметить, что вследствие укрепления рубля и повышения кредитных рейтингов России в 2006 г. троекратно ускорился приток в страну прямых иностранных инвестиций. За январь-сентябрь они выросли на 55,5% (год к году) (против 18%-ного прироста в 2005 г.), а их объем относительно всех инвестиций в экономику достиг почти 13%.

Инвестиции выросли, главным образом, за счет производств, связанных с добычей, переработкой и транспортировкой энергоносителей: удельный вес этих отраслей вырос за год с 24 до 28,8%. Однако удельный вес энергетического сектора в инвестициях существенно недотягивает до его удельного веса в прибыли (35,4% в январе-сентябре 2006 г.). Если же к энергетическому сектору добавить обрабатывающие отрасли промежуточного и инвестиционного спроса, а также оптовую и розничную торговлю, диспропорция между прибылью и инвестициями предстанет еще более рельефно: на долю трех названных секторов в первые три квартала 2006 г. пришлось 78% прибыли и только 44% инвестиций. Таким образом, сектора, получающие прибыль, «не хотят» ее инвестировать в свои производства. Это вызвано несовершенством настроек налогового законодательства, позволяющего аккумулировать существенные прибыли в нефтепереработке и металлургическом производстве, но при этом не стимулирующего их инвестиции в основной капитал. Приходится также всерьез сомневаться в улучшении

Финансовые результаты деятельности организаций и инвестиции в основной капитал

	прибыль		инвестиции в основной капитал		инвестиции в основной капитал к прибыли, %	
	янв - сент 2006	янв - сент 2005	янв - сент 2006	янв - сент 2005	янв - сент 2006	янв - сент 2005
Экономика в целом, млрд. руб.	2874	2167	2134	1682		
	структура, %					
Экономика в целом	100	100	100	100	74	78
Добыча, переработка и транспортировка энергоносителей	35,4	41,2	28,8	24,0	60	45
Добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	21,0	24,3	17,4	14,6	61	47
Производство кокса и нефтепродуктов	10,5	12,9	1,7	2,0	12	12
Транспортирование по трубопроводам	3,9	3,9	9,6	7,4	185	146
Экономика без добычи, переработки и транспортировки энергоносителей	64,6	58,8	71,2	76,0	82	100
Добыча полезных ископаемых кроме топливно-энергетических	2,9	3,9	1,7	1,9	43	37
Обрабатывающие производства за исключением производства кокса и нефтепродуктов	25,4	20,5	15,8	17,1	46	65
Обрабатывающие производства промежуточного и инвестиционного спроса	22,9	18,2	12,4	13,4	40	57
в т.ч. металлургическое производство	13,9	11,1	4,6	5,0	25	35
Обрабатывающие производства конечного спроса	2,5	2,3	3,3	3,7	99	123
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	1,9	3,7	7,0	8,2	280	172
Строительство и операции с недвижимым имуществом, аренда	4,8	5,0	14,4	15,9	223	248
Строительство	1,4	1,0	3,6	3,8	199	293
Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	3,4	4,0	10,8	12,1	233	237
Оптовая и розничная торговля; ремонт	19,9	17,5	2,8	2,7	10	12
Связь	4,8	4,9	4,6	5,1	71	82
Транспорт за исключением трубопроводного	3,3	1,8	11,8	12,9	262	542
Госуправление, образование, здравоохранение, предоставление прочих соц. услуг	0,9	1,0	7,7	7,5	614	591
Остальные	0,7	0,5	5,4	4,8	610	753
Наиболее прибыльные сферы российской экономики и их инвестиции в основной капитал:						
Экономика в целом	100,0	100,0	100,0	100,0	74	78
Добыча, переработка и транспортировка энергоносителей	35,4	41,2	28,8	24,0	60	45
Обрабатывающие производства промежуточного и инвестиционного спроса	22,9	18,2	12,4	13,4	40	57
Оптовая и розничная торговля; ремонт	19,9	17,5	2,8	2,7	10	12
Другие	21,8	23,1	56,0	59,9	190	201

Источники: Росстат, Центр развития.

российского инвестиционного климата.¹¹

При этом по-прежнему нерешенным остается вопрос трансформации прибыли, зарабатываемой этими производствами и не используемой ими на инвестиционные цели, для финансирования инвестиций других отраслей – путем перераспределения этих средств банковским сектором или посредством финансового рынка.

Что касается, отраслей с низкой прибыльностью, то они в большей мере склонны инвестировать свою прибыль в производство (их склонность к инвестированию прибыли составила 82% в январе-сентябре 2006 г.), но и здесь эта склонность снижается (в 2005 г. было 109%, т.е. на 27 п.п. выше). На наш взгляд, это снижение связано с двумя факторами: а) с недостаточностью потенциальных объемов самофинансирования (абсолютной величины прибыли и амортизации) в сравнении со стоимостью имеющихся инвестиционных проектов; б) с ограниченным доступом компаний этих секторов к банковским кредитам: средний уровень рентабельности здесь, несмотря на некоторый рост, по-прежнему не превышает 6% и находится заметно ниже обычной коммерческой ставки по кредитам банков (12-13% годовых, которые образуются из 8-9% инфляции и 3-5 п.п. банковской маржи). Получается, что эти отрасли, хоть и хотят, но «не могут» инвестировать.

В итоге, при общих позитивных результатах инвестиционной деятельности в 2006 г. диспропорции российской экономики, неулучшение инвестиционного климата, несовершенство настроек налоговой системы продолжают тормозить потенциально более активную модернизацию российской экономики.

¹¹ Особенно, конечно, поражает воображение тот факт, что инвестиции в нефтепереработку и торговлю (оптовую и розничную) составляют лишь 10-12% прибыли.

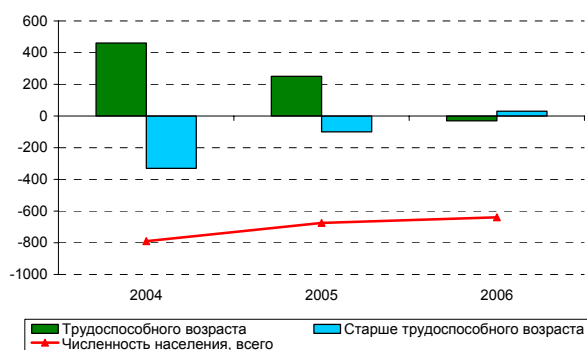
Население

Показатели структуры и динамики доходов населения в 2004-2006 гг.

	2004	2005	2006
<i>Структура доходов населения, к итогу</i>			
Доходы населения	100,0	100,0	100,0
Фонд оплаты труда	30,4	30,5	31,2
Пенсии	8,0	8,1	7,5
Другие доходы	61,6	61,4	61,2
<i>Темпы роста отдельных показателей доходов населения в реальном выражении, %, год к году</i>			
Располагаемые доходы	110,4	111,1	110,0
Средняя зарплата	110,6	112,6	113,5
Средняя пенсия	105,5	109,6	105,4
Ставка замещения (Средняя пенсия / Средняя зарплата), %	28,4	27,6	25,4

Источники: Росстат, расчеты Центра развития

Годовые приросты численности населения в 2004-2006 гг. (тыс. человек)



Источники: Росстат, МЭРТ, расчеты Центра развития.

Демографические процессы все сильнее влияют на динамику доходов населения

В 2006 году быстрый рост среднедушевых доходов населения продолжился. По итогам года в реальном выражении они увеличились на 10%, что несколько ниже темпа роста доходов в 2005 году.

Ключевой тенденцией 2006 г. можно считать усиление влияния демографических факторов (прежде всего, «старения населения» и снижения численности трудоспособного населения) на процесс формирования доходов.

Рост численности пенсионеров и маячащая впереди перспектива дефицита Пенсионного фонда заставили власти вернуться к сдержанной политике индексации пенсионных выплат, от которой они отошли в 2005 г., во времена монетизации льгот. Несмотря на постепенное снижение среднего размера пенсии в сравнении со средней зарплатой (25,4% в 2006 г. против 27,6% в 2005 году), правительство, проведя в 2006 г. две плановые индексации, воздержалось от внеплановых индексаций пенсий - хотя большой объем дополнительных доходов бюджета давал такую возможность. В итоге, темп роста пенсий в 2006 г. в реальном выражении не превысил 5,4-5,5%, вернувшись к динамике, характерной для 2003-2004 гг. (в 2005 г. было 9,6%).

Негативное влияние более медленного роста пенсий компенсировалось ускорением роста зарплат. В 2006 г. было проведено две индексации оплаты труда бюджетников: в мае - на 15%, в октябре - на 11% в номинальном выражении. Негосударственный сектор вынужден был «тянуться» за государственным, тоже интенсивно повышая зарплаты, в том числе потому, что с 2006 г. численность трудоспособного населения стала сокращаться. Это усугубило дефицит на рынке рабочей силы, проявления которого ощущались еще в 2005 г. Итоговый темп роста средней зарплаты в 2006 г. в номинальном выражении составил 25,5%, а в реальном - 13,5% (против 12,6% в 2005 году).

Структура потребления населения продолжала улучшаться

Высокие темпы роста реальных доходов населения в 2006 г., как и в предыдущие несколько лет, способствовали улучшению структуры потребления. Удельный вес продуктов питания - при оценке в сопоставимых ценах - снизился до 34,5% (с 35,2% в 2005 г.), а удельный вес непродовольственных товаров

вырос до 57,9% (с 56,7%).¹² При этом разрыв между темпами роста непродовольственных и продовольственных товаров в 2006 г. увеличился.

Вопреки общемировой тенденции, в России улучшение структуры потребления не сопровождается в явном виде увеличением доли услуг (в сопоставимых ценах). Это связано с тем, что в услугах основная доля приходится на услуги ЖКХ и транспорта, которые практически не растут.

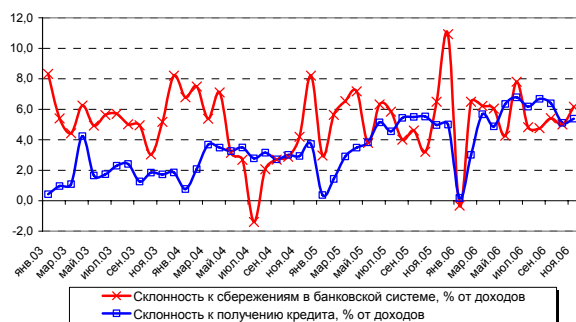
Сберегательная модель финансирования потребительских расходов населения сменилась кредитной, высвободив ресурсы для инвестиций

Итоги 2006 г. позволяют говорить о переходе от сберегательной модели финансирования крупных покупок к кредитной модели. Доля прироста кредитов в доходах населения в течение всего года складывалась примерно на одном уровне со склонностью к сбережению в виде банковских депозитов (5,1-5,2%), а отношение прироста кредитов к объему продаж непродовольственных товаров увеличилось до 18,6% против 11,6% в 2005 г.

Последствиями такого изменения модели поведения населения явилось, с одной стороны, увеличение долговой нагрузки, выразившееся в росте расходов на обслуживание долга до 7% доходов населения. При этом объем процентных платежей по кредитам уже в середине 2006 г. сравнялся с суммой процентов, полученных населением в виде дохода по банковским депозитам. Несмотря на то, что общий уровень потребительского кредитования в России остается ниже, чем в развитых странах (отношение общего объема задолженности по кредитам к доходам в годовом выражении составляет 10% против 20-30% в странах «Большой семерки»), невысокий по сравнению с теми же странами уровень накопленных финансовых активов населения (особенно в организованных формах) увеличивает риски, связанные с возможными неплатежами как для самого населения, так и для банковской системы, (последняя с целью финансирования выданных кредитов вместо депозитов населения все больше использует зарубежные заимствования).

С другой стороны, переход к финансированию потребительских расходов путем использования кредитных схем позволил высвободить ресурсы населения для вложений в инвестиционные

Склонность к сбережению в банковской системе и склонность к получению кредита* (% к доходам населения)



*Отношение прироста кредитов к доходам населения за тот же период, %.

Источники: Росстат, расчеты Центра развития

¹² В качестве базового выбран 2000 г., поскольку именно в этом году начался послекризисный рост доходов и потребления. При оценке потребления в номинальном выражении тенденция к снижению удельного веса продовольственных товаров практически не заметна из-за того, что цены на них растут быстрее.

инструменты. Рост спроса на ценные бумаги со стороны населения, в частности, подтверждается итогами состоявшегося весной 2006 г. IPO Роснефти, в ходе которого было привлечено около 20 млрд. руб. средств населения.

Среди значимых тенденций 2006 г. следует также отметить новую волну «девалютизации» сбережений населения, вызванную быстрым укреплением курса рубля. Она затронула не только сбережения в наличной иностранной валюте, но и валютные депозиты населения, которые за 2006 г. сократились на 60,7 млрд. руб.

Государственные финансы

Основные показатели федерального бюджета в 2005-2006 гг.

млрд. руб.	2005 (План)	2005 (Факт)	2006 (План)	Исполнение (финансирование)
Доходы	3326	5125	5046	6277
Расходы	3048	3512	4270	4366
Процентные	244	208	199	168
Непроцентные	2804	3305	4072	4198
Профицит	278	1613	776	1911
% ВВП				
Доходы	17,8	23,7	20,7	23,6
Расходы	16,3	16,3	17,5	16,4
Процентные	1,3	1,0	0,8	0,6
Непроцентные	15,0	15,3	16,7	15,8
Профицит	1,5	7,5	3,2	7,2
Цена нефти "Urals", долл./барр.	26	51	40	60,9
ВВП, млрд. руб.	18720	21598	24380	26627

Примечание: Исполнение в 2006 г. – на основании данных о финансировании.

Источники: Минфин России, Центр развития

Формирование Стабилизационного фонда в 2005-2006 гг.

	янв-декабрь 2005	янв-декабрь 2006
Стабфонд на начало года	522,3	1237,0
Прирост за счет кассовых остатков предыдущего года	218,4	222,0
Прирост за счет налоговых поступлений	1170,7	1461,4
Использование средств Стабфонда на погашение внешнего долга	647,0	616,8
Остаток средств Стабфонда на конец года	1237,0	2340,9
Покупка иностранных валют		2340,9
Фактическая цена нефти, долл./барр.	50	61
Цена отсечения, долл. барр.	20	27

*Примечание

Источники: Минфин России, Центр развития

Сохранение бюджетной политики, ориентированной на сбережение нефтяных доходов

В 2006 г. - в условиях пиковых уровней нефтяных цен - бюджетная политика на федеральном уровне, в целом, осталась в русле подходов, сформировавшихся в течение последних трех лет.

Доля поступлений от налогов, связанных с добычей и экспортом нефти и газа, в структуре доходов федерального бюджета увеличилась до 42,0% против 36,7% в 2005 г. В том числе, доля доходов, поступающих в Стабилизационный фонд, выросла с 25,7% до 26,6%.

Благодаря применению механизма Стабфонда рекордно высокие цены не привели к увеличению нефтяной «зависимости» бюджета, тем более, что сохранился консервативный подход к использованию средств Стабилизационного фонда – только на погашение внешнего долга.

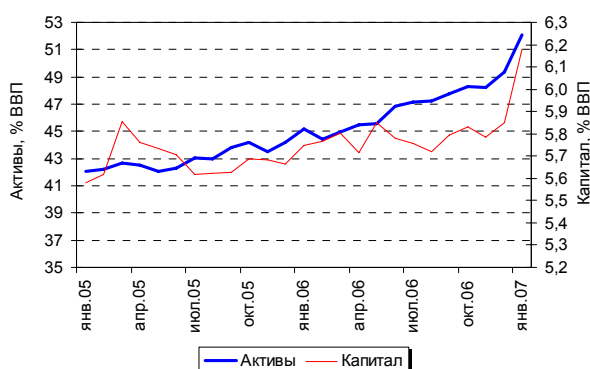
По итогам года политика в области непроцентных расходов оказалась умеренной – при запланированном увеличении до 16,7% ВВП, их исполнение (на основании данных о финансировании) составило 15,8% ВВП. Причина этого «недовыполнения» заключается в том, что номинальный ВВП в 2006 г. вырос больше, чем ожидалось.

Вместе с тем, 2006 г. можно назвать первым годом *реалистичной* бюджетной политики – в смысле ее адаптации к высокому уровню нефтяных цен. Повышение заложенной на стадии планирования расчетной цены на нефть до 40 долл./барр. и увеличение цены отсечения с 20 до 27 долл./барр. привели к тому, что, разрыв между фактически достигнутым и запланированным уровнем доходов федерального бюджета оказался ниже, чем в 2005 г. (в 2006 г. доходы превысили план на 22%, годом ранее было 55%). Расходные проектировки на 2006 г. тоже оказались более адекватными и позволили обойтись без существенного увеличения расходов по сравнению с планом. Объем Стабилизационного фонда, достигнутый по итогам 2006 г. (8,8% ВВП), покрывает 43% расходов федерального бюджета, запланированных на 2007 г.

Банковская система

Год быстрого роста и рекордных доходов

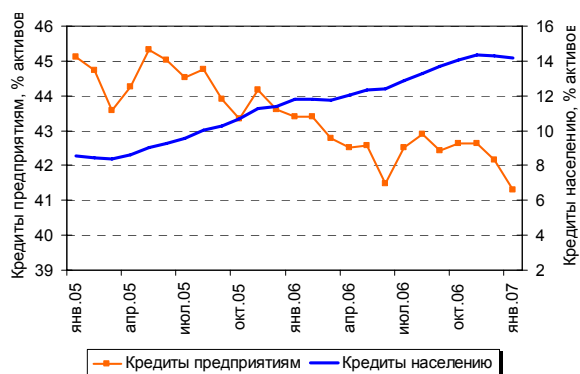
Активы и капитал российских банков (в % ВВП)



Источники: Банк России, Центр развития.

Для российской банковской системы 2006 г. стал периодом самого быстрого роста основных показателей за все послекризисные годы. В частности, за 2006 г. активы банков в реальном выражении¹³ увеличились более чем на 32%, а капитал — на 23,7%, что к концу года позволило активам превысить 14 трлн. руб., а капиталу - 1,6 трлн. руб. (53% и 6% ВВП России соответственно). По размеру банковской системы относительно всей экономики Россия постепенно приближается к уровню таких стран Восточной Европы, как Польша, Болгария, Венгрия, Чехия, где отношение активов к ВВП находится в диапазоне 50-80%, а отношение капитала к ВВП составляет 7-10%.

Кредитование населения и предприятий (в % от активов российских банков)



Источники: Банк России, Центр развития.

В краткосрочном периоде, по нашим оценкам, рост активов банковской системы будет продолжаться. Его локомотивом останется кредитование населения. Капитализация будет увеличиваться примерно с тем же темпом, что и активы.

Основные виды активов и пассивов российской банковской системы (млрд. руб.)

на конец года	2004	2005	2006	2007*
Активы	7 136,9	9 750,3	14 140,1	16 737,1
Кредиты реальному сектору	3 219,2	4 231,7	5 839,5	6 302,8
Кредиты населению	3 219,2	4 231,7	5 839,5	3 254,2
Государственные ценные бумаги	435,6	492,0	537,2	729,8
Негосударственные ценные бумаги	525,3	853,7	1 159,5	1 575,6
Ликвидные активы	1 018,0	1 084,9	1 583,5	1 405,8
МБК	422,5	667,4	1 035,2	1 138,3
Пассивы				
Капитал	946,6	1 241,8	1 677,0	2 222,8
Средства предприятий	1 986,1	2 953,2	4 704,9	5 794,4
Средства физических лиц	1 954,7	2 754,7	3 792,8	4 906,7
Средства нерезидентов	812,0	1 580,3	2 856,9	5 446,5
Долговые обязательства	639,6	747,1	1 015,6	1 562,4

* Прогноз.

Источники: Банк России, Центр развития.

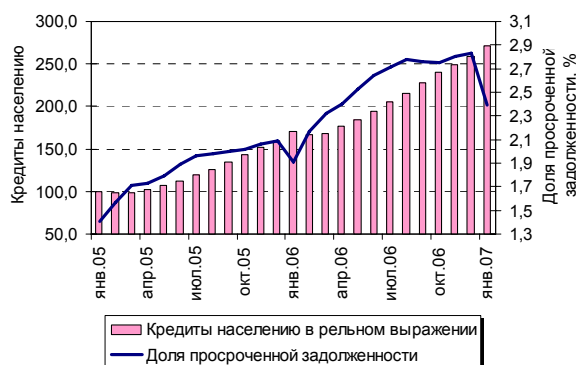
Показатели доходности российской банковской системы в 2006 г. превысили прошлогодние результаты почти на 30% в реальном выражении. Основным источником доходов банков, как и ранее, были процентные платежи по кредитам. При этом бурно растущий портфель потребительских кредитов продолжает оставаться более доходным, чем кредитование реального сектора. В среднем по всей банковской системе рентабельность капитала в 2006 г. составила 26,1%, рентабельность активов - 3,2%, что выше, чем в большинстве отраслей реального сектора.

Кредитование населения — основной фактор развития

Снижающаяся инфляция, рост реальных доходов населения и повышение доступности банковских продуктов способствовали в 2006 г. продолжающемуся буму на рынке кредитов

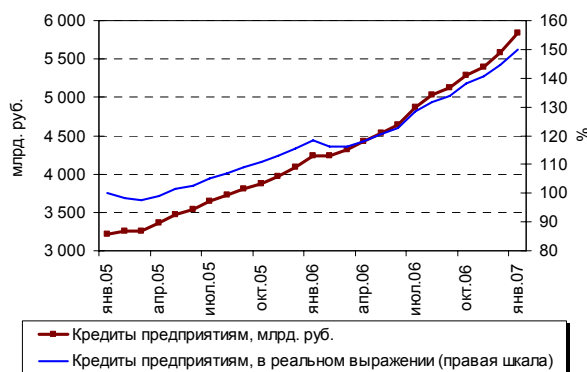
¹³ Реальные показатели дефлированы индексом потребительских цен.

Кредиты населению в реальном выражении (январь 2005 г. = 100) и просроченная задолженность по ним



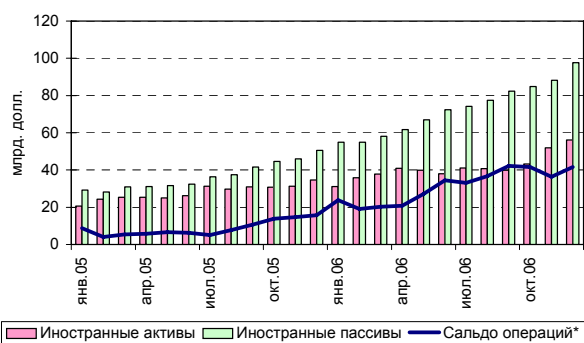
Источники: Банк России, Центр развития.

Кредитование предприятий в номинальном и реальном выражении (январь 2005 г. = 100)



Источники: Банк России, Центр развития.

Иностранные операции российских банков



* Сальдо рассчитано как разность между иностранными пассивами и иностранными активами.

Источники: Банк России, Центр развития.

физическим лицам. За год они увеличились на 853 млрд. руб. (59% в реальном выражении), а их доля в активах выросла с 11,8 до 14,2%. Вместе с тем доля кредитов предприятиям за рассматриваемый период сократилась (с 43,4 до 41,3% активов).

Быстрое увеличение портфеля потребительских кредитов привело к некоторому ухудшению его качества. В частности, доля официально показанной просроченной задолженности с начала года возросла с 1,9 до 2,4% объема задолженности населения, а в сентябре-ноябре она даже достигала 2,8%. По нашим оценкам, в ближайшее время ситуация с «плохими долгами» вряд ли улучшится из-за высокого спроса со стороны, в том числе, низкодоходных групп населения, сохранения высокой кредитной ставки, неразвитости механизмов проверки информации о заемщиках (кредитных бюро).

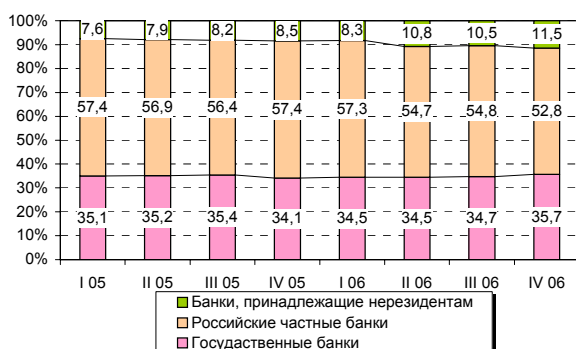
По сравнению с кредитами населению кредитование предприятий увеличивалась вдвое медленнее: их рост за 2006 г. составил 26% в реальном выражении. Значительное число обрабатывающих отраслей продолжают финансировать свои инвестиции главным образом из собственных ресурсов, доля которых в объеме инвестиций в основной капитал в последние годы колеблется на уровне 61-68%. Низкий процент заимствований объясняется сохраняющимся несоответствием между предлагаемыми банками условиями и запросами промышленности.

Средства из-за границы: важный источник пополнения пассивов

Одним из основных источников расширения ресурсной базы банковского сектора в 2006 г. стали средства, привлекаемые от нерезидентов (рост на 66% в реальном выражении). Основной формой привлечения ресурсов стали долгосрочные кредиты от иностранных финансовых организаций. В течение нескольких месяцев 2006 г. пассивное сальдо операций российских банков с внешним миром превышало рекордную величину в 40 млрд. долл. (почти 9% пассивов российских банков).

В то же время средства на счетах и депозитах предприятий в течение года показывали рост (46% в реальном выражении). Это превышает прирост депозитов населения (26%), которые, однако, увеличились более высокими темпами по сравнению с реальными доходами населения.

Доля основных групп российских банков в активах банковской системы (на начало квартала, %)



Источники: Банк России, Центр развития.

Группы банков: постепенное расширение контроля нерезидентами

Соотношение между тремя основными группами российских банков: государственными банками¹⁴, частными банками, контролируруемыми российскими собственниками, и банками, принадлежащими нерезидентам¹⁵, в течение 2006 г. медленно менялось в пользу последних. С начала года доля банков-нерезидентов в совокупных активах российской банковской системы с 8,3% возросла до 11,5%. Это объясняется не только более динамичным развитием банков-нерезидентов, уже давно работающих в России, но и увеличением количества сделок по приобретению иностранными компаниями российских банков или доли в них (покупка Импэксбанка группой Райффайзен, Инвестсбербанка венгерским OTP-Bank, вхождение в капитал Росбанка группы «Сосьете Женераль» и др.).

В то же время банки, принадлежащие государству, не спешат уступать свои позиции. За одиннадцать месяцев 2006 г. их доля в системе практически не изменилась, составляя около 35% активов. Более того, крупнейшие госбанки - Сбербанк России и группа ВТБ - занимаются интенсивным развитием бизнеса, планируя привлечение капитала путем публичного размещения акций, а также дальнейшее расширение деятельности, в том числе и за границей.

Вместе с тем стратегии размещения и привлечения средств указанными группами банков сохраняли свои особенности, хотя и начали постепенно приближаться к средним показателям всей банковской системы. В частности, по данным на 1 декабря 2006 г., банки-нерезиденты продолжают значительную часть активов предоставлять в виде межбанковских кредитов (19% активов против 8,1% в целом по системе и 5,3% у госбанков), более охотно кредитовать население (19,4%; по банковской системе и госбанкам - 14,3 и 17,6% соответственно) и привлекать мало депозитов населения (14,7% пассивов по сравнению с 26,4% для банковской системы и 44,6% для госбанков), опираясь на ресурсы из-за границы.

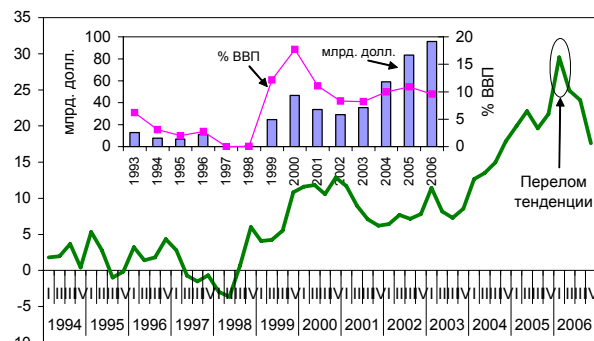
¹⁴ Под государственными банками понимаются Сбербанк России, банки группы ВТБ, Россельхозбанк.

¹⁵ Под банками, контролируруемыми нерезидентами, понимаются кредитные организации, уставный капитал которых принадлежит нерезидентам более чем на 50%.

Платежный баланс

По текущим операциям приток валюты начал сокращаться

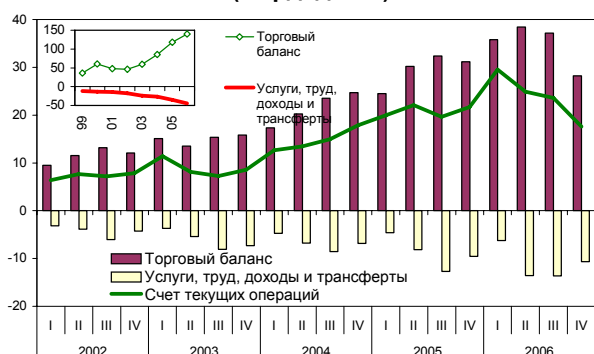
Счет текущих операций (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

С одной стороны, положительное сальдо счета текущих операций (СТО) достигло в 2006 г. рекордного уровня в 96 млрд. долл. С другой стороны, несмотря на рост в абсолютном выражении, относительно масштабов российской экономики приток иностранной валюты по текущим операциям сократился, по предварительным данным, до 9,6% ВВП против 10,9% в 2005 г. Более того, квартальная динамика (см. рисунок) наглядно свидетельствует об изменении тенденций в счете текущих операций внутри года. Достигнув в первом квартале 2006 г. 30 млрд. долл., положительное сальдо по этому счету к концу года сократилось практически вдвое.

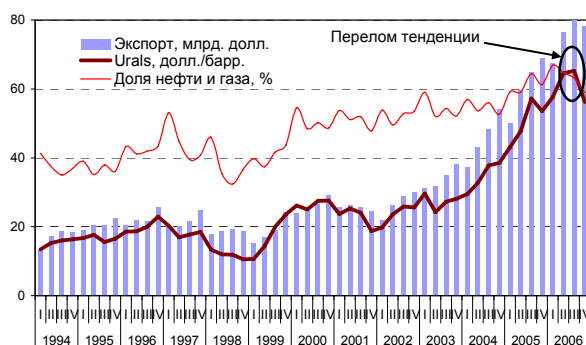
Компоненты счета текущих операций (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

Такая динамика счета текущих операций стала следствием сочетания двух основных тенденций: снижения положительного торгового баланса, вызванного падением нефтяных цен, и стабильного роста традиционных для России отрицательных сальдо по услугам, труду и инвестиционным выплатам.

Динамика экспорта



*Доля нефти и газа в общей стоимости экспорта приведена с учетом экспорта нефтепродуктов.
Источники: Банк России, Reuters.

Стоимость экспорта российских товаров в 2006 г. достигла 302 млрд. долл. (рост на 24% к предыдущему году). Из этой суммы более 63% пришлось на экспорт продукции нефтегазового комплекса. Поэтому смена тенденции на мировом рынке сырой нефти осенью прошлого года¹⁶ напрямую отразилась на динамике стоимостного объема экспорта нефти и нефтепродуктов из России. В результате общие темпы роста экспорта тоже снизились.

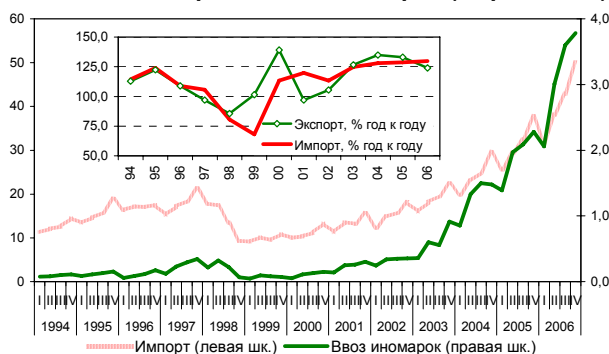
Стоимость импорта товаров, достигнув в 2006 г. 163 млрд. долл., возросла на 30% к предыдущему году.¹⁷ Это наибольшие темпы роста импорта с 1993 г. и седьмой год подряд непрерывного роста. Причины этого – высокая покупательная активность населения, особенно в сегменте наиболее качественных товаров, а также острая потребность предприятий в инвестиционном импорте для повышения конкурентоспособности своих товаров в условиях продолжительного укрепления рубля.

Отрицательное сальдо услуг в последние два года растет весьма умеренными темпами. Чего

¹⁶ Напомним, котировки нефти Urals на мировых рынках, достигнув в начале августа 73 долл./барр., в ноябре опустились ниже 53 долл./барр., т.е. упали более чем на 27%. При этом среднегодовая стоимость Urals в 2006 г. составила 61 долл./барр. (рост на 21% против 46% и 27% в 2005 и 2004 гг., соответственно).

¹⁷ Таким образом, темпы роста стоимостных объемов импорта товаров в 2006 г. впервые с 2002 г. оказались выше, чем темпы роста экспорта.

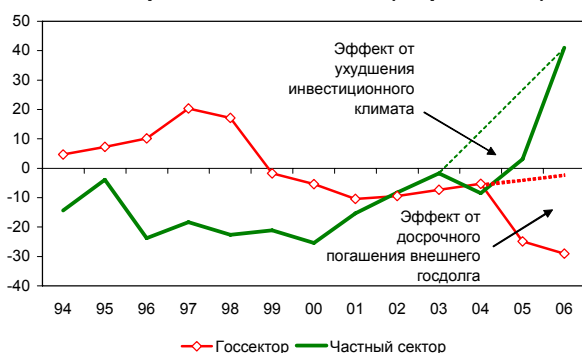
Динамика импорта и ввоз иномарок (млрд. долл.)



*Импорт легковых автомобилей – согласно коду 8703 ТН ВЭД.
Источники: Банк России, ФТС России.

не скажешь о дефиците баланса инвестиционных доходов. В 2006 г. он вырос до 23 млрд. долл., или более чем на одну четверть по сравнению с предыдущим годом. В основном это связано с выплатой процентов и дивидендов нерезидентам со стороны российских компаний. В 2006 г. усилилась тенденция к росту отрицательного баланса оплаты труда, который увеличился почти в четыре раза и превысил 4 млрд. долл.

Сальдо финансового счета* (млрд. долл.)



* В том числе капиталный счет, ошибки и пропуски, без учета резервов.
Источник: Банк России.

Капитал устремился в Россию

Сальдо операций с капиталом и финансовыми инструментами (с учетом чистых ошибок и пропусков, но без валютных резервов) в 2006 г. впервые после финансового кризиса 1998 г. оказалось положительным и составило 12 млрд. долл. (см. рисунок). Потребность в привлечении долгосрочных инвестиций привела к тому, что **частный сектор** оказался чистым импортером капитала на сумму 41 млрд. долл. Таким образом, двухлетний период ухудшения инвестиционного климата, в том числе из-за «дела ЮКОСа», можно считать завершенным. В условиях избыточного роста валютных резервов денежных властей (в том числе Стабфонда) **сектор государственного управления** вынужден был пойти на досрочное погашение внешней задолженности Парижскому клубу и, по итогам года, остался чистым экспортером капитала (29 млрд. долл. в 2006 г.).

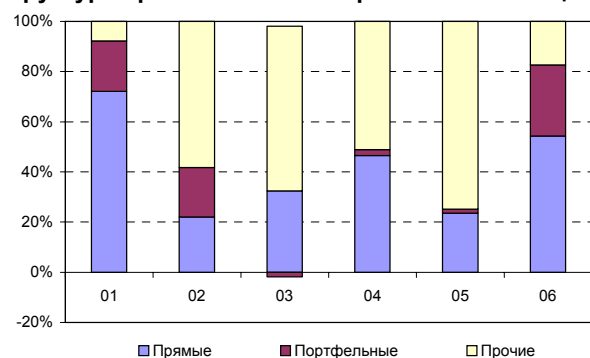
Рост иностранных обязательств (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

Высокие темпы роста российской экономики, потребительский бум, быстрый рост инвестиций - создали предпосылки для усиления притока иностранного капитала в Россию. В 2006 г. иностранные инвестиции составили 106 млрд. долл. В определенной степени их притоку способствовали повышение цен на нефть и рост курса рубля, а также снятие валютных ограничений на капитальные операции с июля прошлого года.

Структура привлечения иностранных инвестиций

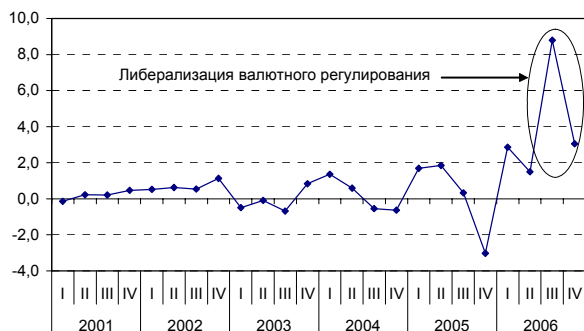


Источник: Банк России.

Наибольшую активность в привлечении иностранных инвестиций проявила банковская система (см. рисунок). В 2006 г. банки привлекли 49 млрд. долл., что в 2,5 раза больше, чем годом ранее. Столь бурный рост иностранных инвестиций в банковский сектор, по всей видимости, объясняется ограниченностью собственной ресурсной базы банков и внутренних источников кредитования населения и предприятий.

Динамика инвестиций в нефинансовый сектор не столь впечатляющая. При объеме иностранных

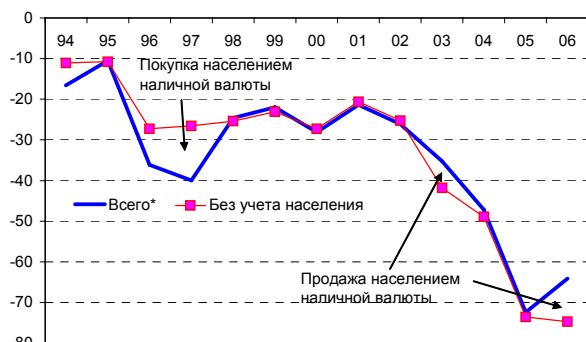
Портфельные инвестиции в Россию (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

инвестиций в 57 млрд. долл. (рост на 5%) основная интрига в этом секторе связана со структурой привлечения иностранного капитала. В 2006 г. предприятия смогли привлечь 31 млрд. долл. в виде прямых инвестиций (рост в 2,4 раза) и 16 млрд. долл. в виде портфельных инвестиций (рост почти в 20 раз !!!). Этому способствовал бум на рынке IPO. Рост прямых и портфельных инвестиций сопровождался сокращением объема иностранных ссуд и займов российским предприятиям в 4 раза - до 10 млрд. долл. Можно, видимо, говорить о «размене» менее рискованных для нерезидентов ссуд и займов на более стратегически ориентированные прямые и портфельные инвестиции.

Валовой отток капитала частного сектора (млрд. долл.)



*Без учета задолженности по товарным поставкам на основании межправительственных соглашений.

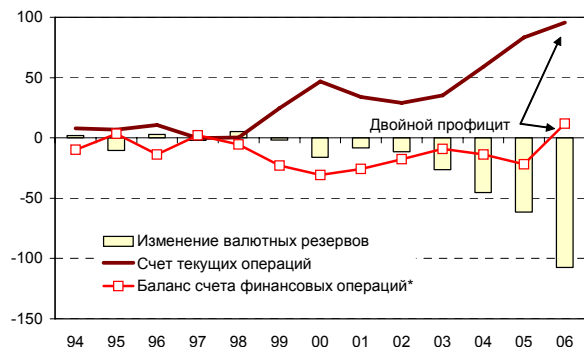
Источник: Банк России.

Экспансия российских предприятий и банков на зарубежные рынки

На фоне инвестиционного бума в 2006 г. впервые за последние пять лет произошло сокращение валового оттока капитала из частного сектора (до 64 млрд. долл. против 72 млрд. долл. годом ранее), прежде всего, за счет продажи наличной валюты населением (почти 11 млрд. долл. в 2006 г.). Без учета населения отток капитала стабилизировался на уровне 2005 г., но при этом изменилась его структура.

Возросла активность предприятий и банков на мировом рынке капитала. Рост иностранных активов в виде прямых и портфельных инвестиций, займов, депозитов и торговых кредитов в прошедшем году достиг 44 млрд. долл. (34 млрд. долл. в 2005 г.). В то же время, отток капитала по другим статьям платежного баланса, связанным с нарушением валютного законодательства и с фиктивными сделками, в 2006 г. сократился до 30 млрд. долл. (39 млрд. долл. годом ранее).

Платежный баланс (млрд. долл.)



* В том числе капиталный счет, ошибки и пропуски, без учета резервов.

Источник: Банк России.

Итог: платежный баланс меняет ориентацию

В 2006 г. изменилась конфигурация платежного баланса. Наряду с традиционным для России положительным сальдо счета текущих операций сформировался весьма значительный чистый приток иностранной валюты по финансовым и капитальным операциям, и валютные резервы выросли на рекордную величину.

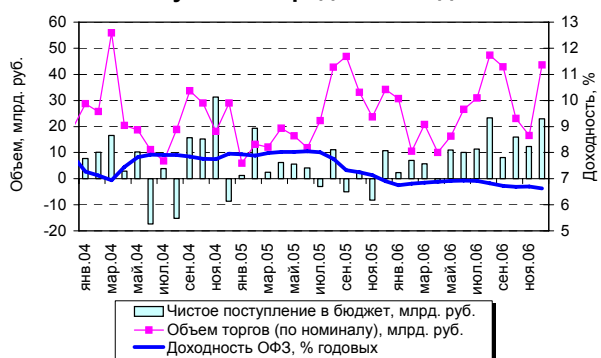
Финансовые рынки

Доходность рынка ОФЗ и рублевая ликвидность



Источник: Банк России.

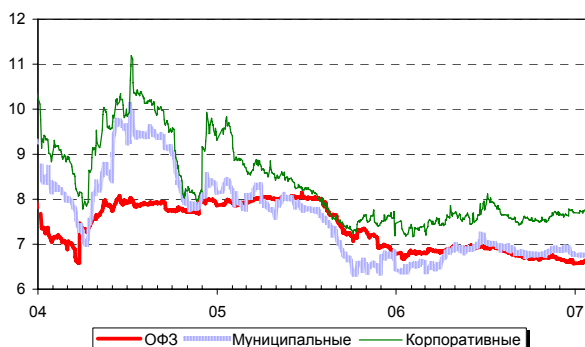
Поступление средств в бюджет



* Чистое поступление средств в бюджет – разница между выручкой от размещения бумаг на рынке и перечислением средств из бюджета на погашение и выплату купонного дохода.

Источники: Банк России, Минфин России.

Эффективная доходность рублевых облигаций (% годовых)



Источники: Банк России, ИА CBonds.

На рынке рублевых облигаций преобладал спрос на корпоративные бумаги

Ситуация на рынке рублевых облигаций в 2006 г. развивалась на фоне продолжающейся тенденции к росту номинального курса рубля и высокой волатильности рублевой ликвидности. Ключевым событием стала либерализация валютного регулирования летом прошлого года, которая сделала рынок рублевых инструментов привлекательным для нерезидентов. При этом произошло существенное увеличение объемов рынка (до 2 трлн. руб. по федеральным, муниципальным и корпоративным бумагам) при достаточно узком коридоре изменения доходности рублевых облигаций.

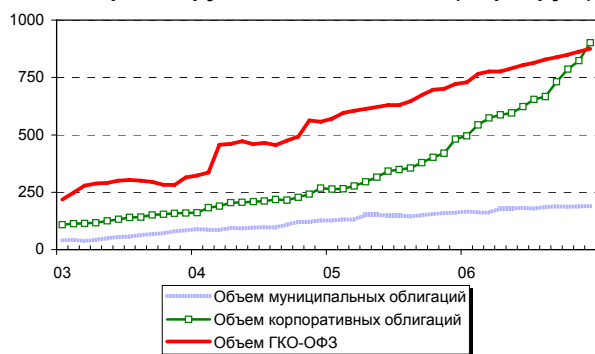
Для рынка рублевых гособлигаций 2006 г. сложился довольно успешно. Средневзвешенная доходность ОФЗ снизилась с максимального уровня 6,98% годовых в июне до минимального значения 6,57% в конце декабря. Похожая картина наблюдалась на рынке муниципального и корпоративного долга.

Рост доходности по рублевым облигациям в первой половине года был вызван, с одной стороны, неблагоприятной ситуацией на рынке валютных облигаций (из-за ожидания роста ставок ФРС США). С другой стороны, этому способствовало повышение ставок по депозитам Банка России (мера, направленная на сдерживание инфляции). Привлекательность кредитования для банков привела к тому, что доля ликвидных активов банковской системы в апреле-мае приблизилась к крайне низкому уровню 8% от ее активов. Как следствие, сократился объем средств, направляемых на рынок рублевого долга.

Вторая половина 2006 г. прошла под влиянием притока средств нерезидентов. Прирост иностранных обязательств по статье «Портфельные инвестиции нефинансового сектора» в этот период увеличился на 12 млрд. долл. – почти на столько же, на сколько за период с 1994 г. по второй квартал 2006 г. включительно. Это объяснялось возросшей популярностью рублевых активов у иностранных инвесторов после либерализации валютного рынка. Повышение суверенного рейтинга России агентством Fitch в конце июля, избыток рублевой ликвидности в совокупности с ожиданиями дальнейшего укрепления рубля вызвали активные покупки на рублевом долговом рынке.

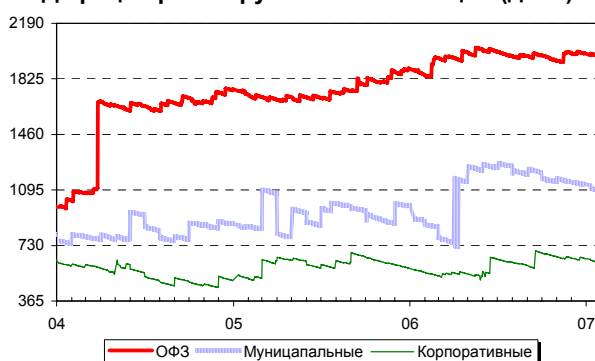
Затем, в начале сентября, агентство S&P неожиданно для участников рынка повысило

Объем рынка рублевых облигаций (млрд. руб.)



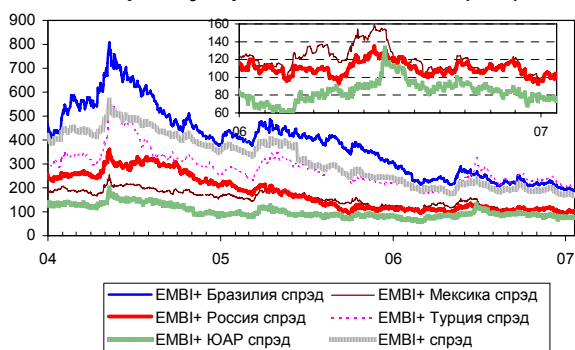
* Данные приведены по номинальной стоимости на конец месяца.
Источник: ИА CBonds.

Дюрация рынка рублевых облигаций (дней)



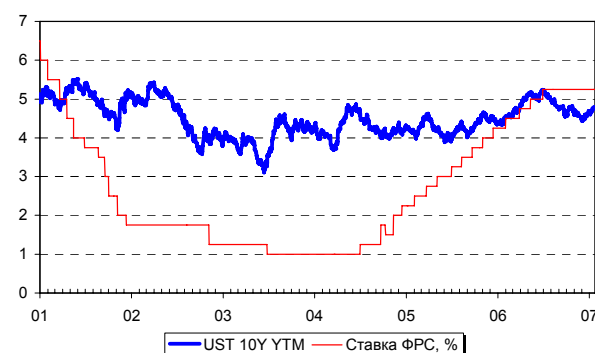
* Дюрация – средневзвешенный срок до погашения.
Источники: Банк России, ИА CBonds.

Спрэд суверенных облигаций (б.п.)



Источник: ИА CBonds.

Доходность US-Treasuries



Источник: ИА CBonds.

долгосрочный кредитный рейтинг России по обязательствам в иностранной валюте до уровня ВВВ+. При этом рейтинг рублевых гособлигаций был повышен до уровня А-, что является максимальной оценкой среди всех рейтинговых агентств. Вслед за повышением странового рейтинга аналогичные решения последовали для регионов и корпоративных эмитентов.

В результате на первичном рынке рублевых госбумаг в октябре сформировался исторически рекордный спрос. Ключевым событием на рынке стал аукцион по размещению доптранша ОФЗ-25059, состоявшийся 18 октября. Спрос на данный выпуск стал абсолютным рекордом для рынка рублевого долга и превысил 50 млрд. руб.

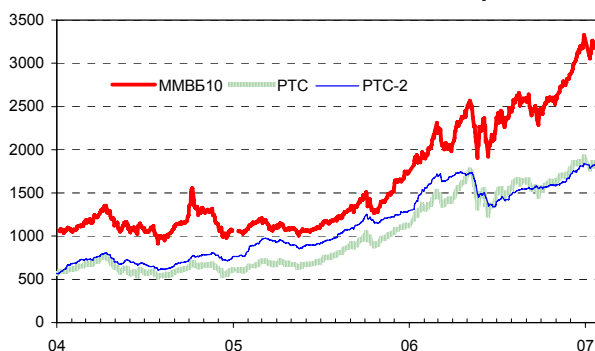
В целом за 2006 г. Минфин привлек 238 млрд. руб., а с учетом погашения основного долга и расходов на обслуживание – около 129 млрд. руб. (в 2005 г. - соответственно 201 и 47 млрд. руб.).

В корпоративном сегменте крупнейший за всю историю рынка совокупный объем эмиссий бумаг «оттягивал» на себя значительную долю рублевых средств, вынуждая крупных участников сокращать позиции в торгуемых выпусках. В результате объем облигаций в обращении к концу 2006 г. превысил объем рынка госбумаг, но при этом доходность бумаг в течение года несколько возросла, а дюрация рынка практически не изменилась.

Еврооблигации России приблизились к US-Treasuries

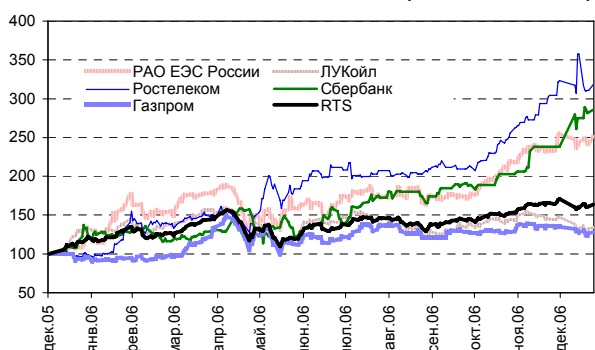
Колебания спреда российских еврооблигаций к US-Treasuries в течение 2006 г. находились в диапазоне 92-135 пунктов. Это минимальный коридор изменения спреда как в абсолютном (за исключением Польши), так и в относительном выражении. Ожидания повышения ставки ФРС в первой половине прошлого года привели к росту доходностей и некоторому расширению спредов российских бумаг к казначейским обязательствам США. Во второй половине 2006 г. снижение спреда происходило на фоне стабильной ставки ФРС и досрочного погашения задолженности перед Парижским клубом, повышения суверенного рейтинга России агентствами S&P и Fitch, подписание протокола с США о вступлении России в ВТО, а также завершения обмена коммерческой задолженности бывшего СССР.

Фондовые индексы и объемы торгов



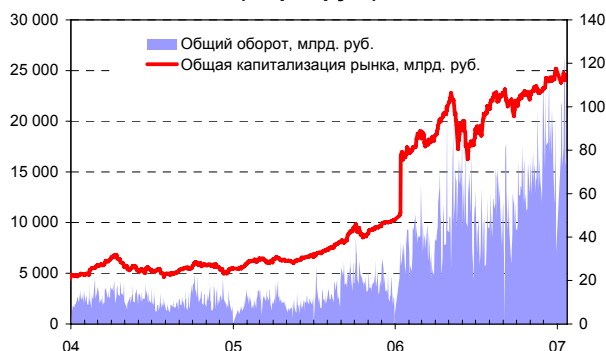
Источник: STOCKS.investfunds.ru.

Динамика индекса акций в РТС (100=31.12.2005)



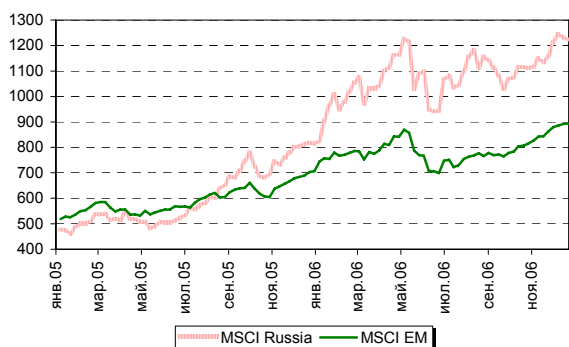
Источник: STOCKS.investfunds.ru.

Объемы торгов и капитализация рынка (млрд. руб.)



Источник: STOCKS.investfunds.ru

Фондовый индекс MSCI



Источник: Bloomberg.

Акции компаний нефтегазового сектора уходят с лидирующих позиций

В 2006 г. фондовый индекс РТС вырос почти на 71% (83% годом ранее), индекс РТС-2 прибавил 42% (69% в 2005 г.), а индекс ММББ, где акции котируются в рублях, продемонстрировал рекордный за последнее время рост на 92% против 63% за предыдущий год. Рост котировок акций сопровождался увеличением капитализации рынка (в том числе за счет размещения новых акций) и объемов торгов. Общая рыночная капитализация торгуемых акций российских компаний на конец 2006 г. превысила 25 трлн. руб., что составляет примерно 92% ВВП.

Основным спросом по-прежнему пользовались «голубые фишки», но интерес участников рынка переключился с акций нефтегазовых компаний – традиционных в последние годы лидеров рынка – на другие сегменты: электроэнергетику, банковский сектор и связь. В результате акции таких эмитентов, как Ростелеком, Сбербанк и РАО «ЕЭС России», за 2006 г. выросли более чем в два с половиной раза (к декабрю предыдущего года), что существенно выше рынка в целом.

Спрос на акции энергетического сектора был связан с проведением реформы электроэнергетики. Ралли по акциям банковского сектора подогревалось планами по проведению дополнительного размещения акций Сбербанка и ВТБ в 2007 г. Рост цен акций телекоммуникационных компаний был вызван ожиданием реструктуризации «Связьинвеста».

Снижение интереса к акциям нефтяных «голубых фишек» объясняется падением нефтяных цен с конца лета прошлого года. К тому же котировки бумаг большинства компаний нефтяного сектора достигли и/или превысили свои справедливые, с точки зрения фундаментальных показателей, уровни. Однако причина снижения интереса инвесторов может скрываться и в отношении иностранных инвесторов к событиям вокруг проекта «Сахалин-2», которые еще после «дела ЮКОСа» крайне настороженно начали относиться к усилению влияния государства в нефтегазовом секторе России.

В целом динамика российского рынка акций совпала с тенденцией общего роста на мировых фондовых рынках. В ходе предновогоднего ралли индекс РТС достиг при закрытии торгов в конце 2006 г. рекордного уровня в 1921 пункт.

Россия в 2007 году: 2006, дубль два. А дальше?

1. Основные «развилки» в сценариях на 2007-2010 гг.

1.1. Динамика мировых цен на нефть

Хотя уровень нефтяных цен при действующем механизме отчислений в Стабилизационный фонд, как показывают расчеты, не слишком сильно влияет на итоговые темпы роста физических объемов российского ВВП, от них во многом зависит объем важнейших макроэкономических показателей: стоимостной объем экспорта, предложение валюты на внутреннем рынке, динамика доходов всех секторов экономики (предпринимательского, бюджетного, домохозяйств), давление на резервы Банка России, на курс рубля, цены импорта – и т.д., и т.п. Иными словами, от них зависит конкретная модель роста экономики: соотношение внешнего и внутреннего спроса, конкурентоспособности отечественной и импортной продукции, инфляция, курс и др. Более того, от динамики цен на нефть будут во многом зависеть те вызовы, с которыми столкнутся денежные власти России – как в бюджетной, так и в денежной политике. Успешная адаптация российской экономики к тому или иному уровню нефтяных цен во многом зависит от адекватности и своевременности действий Правительства и Банка России.

1.2. Перспективы наращивания экспорта

От динамики цен на нефть и другое сырье – традиционные товары российского экспорта – сильно зависит стоимостной объем экспорта, но не динамика его физических объемов. Прирост экспорта физического объема нефти, газа и нефтепродуктов ограничивается пропускной способностью «трубы», а также снижением спроса на эти продукты со стороны стран СНГ по мере перехода в торговле с ними на мировые цены. Российская металлургия сталкивается с квотированием своего экспорта в США и Европе (они защищают своих собственных металлургов), а Китай ускоренными темпами наращивает собственные мощности. С другой стороны, растет спрос на металлургическую продукцию внутри страны, в том числе, со стороны Газпрома, РЖД, нефтяников, машиностроительных компаний и др. В результате, на данный момент возможности продолжения экспортного бума исчерпаны. Рост экспорта товаров на 4-5% в год – это фактически «потолок», на который может рассчитывать Россия. За счет ускоренного роста экспорта услуг (в условиях дальнейшего вхождения в глобальную экономику они могут расти на 15-20% в год) физический объем экспорта товаров и услуг может расти на 5-6%. В любом случае, экспорт не будет «локомотивом» для Российской экономики, он будет расти медленнее, чем отечественное производство на внутренний рынок.

1.3. Изменение конкурентоспособности и перспективы импортозамещения

Мы не верим в переход России к инновационной модели развития экономики уже в 2007-2010 гг., поэтому не ожидаем в эти годы «прорыва» в области технологической конкурентоспособности. Ценовая конкурентоспособность, поскольку она определяется динамикой реального эффективного курса рубля, тоже не изменится радикально. В эти годы поменяется вектор курсовой динамики, после длительного периода укрепления реального эффективного курса рубля начнется его ослабление (в том числе, вследствие уменьшения разности между *растущей* мировой инфляцией и *снижающейся* российской инфляцией). В итоге, изменение реального эффективного курса за весь период 2007-2010 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 траекторию физических объемов российского товарного импорта, все последние годы росшего примерно на 20% в год.

И тем не менее, мы считаем весьма вероятным резкое замедление роста физических объемов импорта (прежде всего, инвестиционного) уже в 2008 г. Это связано с ожидаемым нами почти двукратным падением прямых иностранных инвестиций. Они зачастую расходуются именно на приобретение иностранного оборудования, и пауза в притоке иностранного капитала должна привести к падению инвестиционного импорта.

1.4. Инвестиционный климат и возможности притока капитала

Бурный рост иностранных инвестиций во втором полугодии 2006 г. показал, что после либерализации валютного режима и повышения суверенных рейтингов России иностранные инвесторы резко повысили свои оценки инвестиционного климата в России. Последовавшие за подзабытым «делом ЮКОСа» претензии к Shell и BP не произвели на них особого впечатления. Поскольку в 2007-2010 гг. достаточно динамичное развитие российской экономики продолжится, можно ожидать дальнейших повышений суверенных рейтингов, а с ними – и оценки России как подходящего объекта инвестирования. Поэтому «узким местом» в притоке прямых иностранных инвестиций может оказаться не дефицит спроса «на Россию» со стороны международных инвесторов, а ограниченность «проектов», которые может им предложить Россия. По-настоящему крупных компаний, способных заинтересовать иностранных инвесторов, в России не так много, и к 2008 г. их перечень может оказаться почти исчерпанным. Это приведет и к замедлению роста инвестиций в основной капитал, и сокращению темпов инвестиционного импорта.

2. Сценарные условия для прогнозов на 2007-2010 гг.

Мы рассмотрели три возможных сценария развития российской экономики, соответствующие разным траекториям двух ключевых факторов: притока иностранных инвестиций и нефтяных цен. Наиболее вероятным нам представляется сценарий умеренного снижения цен на нефть (с 60 долл./барр. в 2007 г. до 53 долл./барр. в 2010 г.) и более или менее стабильного притока иностранных инвестиций (на уровне 45-50 млрд. долл. в год).¹⁸

В частности, несмотря на текущее падение цен на нефть до уровня 50 долл./барр. среднегодовая цена 2007 г., по нашему мнению, сложится на уровне 60 долл./барр. Причин тому две. Первая связана с достаточно накаленной обстановкой на Ближнем Востоке (нестабильная ситуация в Ираке, назревающий конфликт США с Ираном, балансирование на грани гражданской войны в Ливане, вечная напряженность вокруг Израиля). Вторая – с намерениями ОПЕК жестче контролировать сокращение квот добычи нефти. Текущее снижение цен, на наш взгляд, вызвано накоплением излишних запасов нефти и нефтепродуктов в США и Европе по причине сверхтеплого начала зимы. В то же время, в среднесрочной перспективе (до 2010 г.) постепенное снижение цен будет определяться замедлением роста спроса и расширением предложения нефти. Мы не исключаем, впрочем, кратковременного увеличения цен на нефть до 70-75 долл./барр. в случае дальнейшего осложнения ситуации на Ближнем

¹⁸ Возможное снижение в 2008 г. связано с тем, что тогда схлынет первая «волна» IPO.

Востоке или осуществления терактов на нефтяных объектах, как и падения цен до уровня 40 долл./барр. в случае начала кризиса мировой экономики, избыточного предложения и др.

Что касается иностранных инвестиций, то нельзя совершенно исключить, что крупный и средний российский бизнес также предпримет попытку выйти на мировые финансовые рынки, а нерезиденты не ограничатся покупкой акций лишь наиболее крупных окологосударственных компаний, таких как Роснефть, РусАл, «дочки» РАО ЕЭС, ВТБ, Сбербанк и др. В этом случае Россию ждет более масштабный приток капитала. Если же в России произойдет резкое ухудшение инвестиционного климата (если за прецедентами с «Юкосом», Shell и BP последуют новые и еще более агрессивные действия властей), чистый приток иностранных инвестиций вновь может сократиться до 10 млрд. долл. и менее.

Сценарные условия для прогнозов на 2007-2010 гг.

	2006о	2007п	2008п	2009п	2010п
<i>Среднегодовая цена нефти Urals, долл./барр</i>					
Базовый сценарий	60,9	60,0	56,0	53,0	53,0
Сценарий А (увеличение притока валюты)	60,9	61,0	62,0	63,0	64,0
Сценарий Б (снижение притока валюты)	60,9	50,0	40,0	40,0	40,0
<i>Чистый приток иностранных инвестиций, млрд. долл.</i>					
Базовый сценарий	41,5	44,6	37,2	44,8	50,0
Сценарий А (увеличение притока валюты)	41,5	68,1	91,2	117,6	147,0
Сценарий Б (снижение притока валюты)	41,5	30,0	11,5	11,5	13,5

Примечания: о – оценка, п – прогноз.

3. Базовый сценарий, прогноз на 2007 г.

Поскольку значения ключевых экзогенных параметров на 2007 г. в нашем базовом сценарии, в целом, близки к фактическим результатам 2006 г., основные макроэкономические итоги 2007 г. оказываются «похожи» на итоги 2006 г. Например, реальный ВВП вырастет в 2007 г. на 6,4% (6,7% в 2006 г.), розничный товарооборот – на 11,8% (13,0% в 2006 г.), инвестиции в основной капитал – на 12,5% (13,5% в 2006 г.), физический объем экспорта товаров – на 3,9% (4,8% в 2006 г.), импорта – 21,8% (20,1%) и т.д. Небольшое замедление роста внутреннего спроса (потребительского и инвестиционного) связано с уменьшением темпов роста реальных располагаемых доходов населения (с 11,5% в 2006 г. до 10,1%) и маленьким *увеличением* прямых иностранных инвестиций, поступивших в Россию за год (в 2006 г. этот прирост исчислялся 18 млрд. долл., в 2007 г. – всего 6 млрд. долл.).¹⁹ При этом инфляция в 2007 г. замедлится до 8,1%²⁰, номинальный курс практически не изменится, реальный эффективный курс укрепится на 5,1%, а профицит федерального бюджета уменьшится до 4,7% от ВВП.

В 2007 г. мы прогнозируем рост промышленности в размере 4,2-4,4%. Большого ожидать трудно, так как 2007 г. у многих крупнейших российских компаний уйдет на реструктуризацию после произошедших

¹⁹ Удельный вес прямых иностранных инвестиций в общем объеме инвестиций в основной капитал составляет около 10%. Поэтому даже радикальное снижение темпов прямых иностранных инвестиций не влечет за собой *большого* снижения темпов инвестиций в основной капитал.

²⁰ В 2007 г. ожидается лишь небольшое снижение темпов роста цен на платные услуги. По нашим оценкам, они подорожают в 2007 г. на 13% (против 14% в 2006 г.). На фоне некоторого роста мировой инфляции мы не ожидаем дальнейшего значительного снижения темпов роста цен на аграрную продукцию, но цены на готовую продукцию пищевой промышленности могут несколько снизиться. В этих условиях возможно замедление темпов инфляции до 8-8,2%. Также вероятным сценарием представляется стабилизация инфляции на уровне 8,5-9%.

или наметившихся в последнее время слияний и поглощений.²¹ При этом, мы ожидаем сохранения прежних темпов роста добычи полезных ископаемых, с небольшим ускорением в добыче нетопливных полезных ископаемых, и торможения (в том числе, в силу необычно теплого января) производства электро- и тепло- энергии. Заметного ускорения можно ожидать в таких секторах обработки как производство транспортных средств (по мере развертывания сборочных производств и модернизации грузового вагоностроения) и в производстве электрооборудования, где есть надежда на повторение ситуации 2003г., когда после серьезного падения наблюдался быстрый рост в течение трех лет. Стабилизируется ситуация с переходом от фактической стагнации к умеренному росту в пределах 3-4% в производстве машин и оборудования и в химическом производстве. В связи с повышением с 1 июля 2006 г. экспортной пошлины на необработанную древесину и вызванным этим явно видимым улучшением сырьевой базы российской деревообработки можно ожидать перехода от стагнации к серьезному росту в этом секторе лесопромышленного комплекса. Сохранение прежних темпов (около 5% в год) в пищевой промышленности, незначительное снижение темпов в производстве нефтепродуктов и кокса и в металлургии, - все это, в конечном счете, выливается в ускорение роста обработки в целом в 2007 г. почти на 2 процентных пункта (до 5-6%).

Счет текущих операций в абсолютном выражении будет снижаться в результате перелома тенденции во второй половине 2006 г., но по отношению к ВВП все равно останется на высоком уровне (более 5% от ВВП). Профицит по финансовому счету частного сектора сохранится примерно на уровне 2006 г. Основным источником привлечения иностранного капитала будет банковская система. Снижение потребности денежных властей в валюте для платежей по внешнему долгу (досрочных погашений уже не предвидится) позволит нарастить валютные резервы примерно на 100 млрд. долл.

Основным фактором роста активов банковской системы будут оставаться кредиты населению. Капитализация будет увеличиваться 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 IPO. Важнейшим источником пассивов останутся средства предприятий, но их доля в балансе будет постепенно уменьшаться в пользу вкладов физических лиц и средств нерезидентов.

4. Базовый сценарий, прогноз на 2008-2010 гг.

В 2008-2010 гг. стоимостной объем экспорта товаров и услуг стабилизируется на уровне 320 млрд. долл., а импорта – вырастет до 269 млрд. долл. Приток иностранных инвестиций (после некоторой паузы в 2008 г.) и нулевые таможенные ставки будут стимулировать рост инвестиционного импорта, а банковское кредитование будет финансировать рост потребительского импорта даже в условиях некоторого замедления роста реальных располагаемых доходов населения.²² Хотя торговое сальдо

²¹ В частности, создание на базе «СУАЛа», «РусАла» и швейцарской «Гленкор» крупнейшей в мире алюминиевой компании «Российский алюминий»; покупка Evraz Group американской Oregon Steel Mills, лидера по производству рельсов и труб в США; создание совместного предприятия российской лесопромышленной корпорацией «Илим Палп» и ведущей международной целлюлозно-бумажной компанией «International Paper» и др.

²² Единственный фактор, который на наш взгляд может серьезно затормозить рост импорта – рост рисков потребительского кредитования, охват которого на конец прогнозного периода может превысить 30% совокупных

останется положительным, перспектива отрицательного сальдо к концу периода станет гораздо более вероятной, чем сейчас. Интенсивность потребительского и инвестиционного спроса снизится (их «пиковые» значения, на наш взгляд, пришлись на 2006 г.), в результате рост ВВП замедлится до 5,8-6,0%. Одновременно инфляция снизится до 6,4%, а номинальный курс будет практически стабильным.

В промышленности темпы роста составят 4,2-4,4%. При этом в добыче полезных ископаемых - 2,3-2,5%, в обрабатывающем секторе - 6,2-6,4%, в выработке и распределении электроэнергии - 2,6-2,8%. В связи с возможным вступлением в ВТО к 2010 г. будут снижены многие из тарифных барьеров на пути импорта. В частности, в среднем на 3% будут снижены ставки импортных пошлин на сельскохозяйственные товары (в течение переходного периода, который составляет 3 и более лет); на 3% - тарифы на ввоз промышленных товаров; с 25% до 15% - на рынке автомобилей (в течение семилетнего периода), с 20% до примерно 10% - на рынке гражданской авиатехники. В течение трех лет после вступления будут отменены ввозные пошлины на компьютеры и на многие виды оборудования. Также будут снижены пошлины на обувь и бытовую технику. Это может стимулировать благотворную конкуренцию на российском рынке, но усиление конкуренции лишь до определенного уровня способствует снижению издержек. Если она переходит некий критический уровень, ее влияние становится негативным.²³

5. Сценарии А и Б

Сценарий А (увеличение притока валюты). Сценарий А предполагает поддержание высоких цен на нефть и рост притока чистых инвестиций в страну на уровне 5,5-6% от ВВП ежегодно. В этом случае мы ожидаем ускорение ВВП до 7-8%, прежде всего, за счет роста инвестиций до 16-17% в год. Поддержание высоких цен на нефть отодвигает проблему отрицательного сальдо текущего баланса на 2013-2015 гг., а высокий приток капитала позволит сгладить проблемы денежной ликвидности, возникающие из-за ускоренного роста импорта. К негативным последствиям поддержания высоких цен на нефть можно отнести сохранение инфляции на уровне 8% на протяжении еще 3-4 лет, а также дальнейшее укрепление реального эффективного курса рубля в 2007-2009 гг. Вкупе со вступлением России в ВТО это увеличивает риски для роста промышленности.

Сценарий Б (снижение притока валюты). Сопоставление результатов развития по базовому сценарию и по сценарию Б показывает, что в 2007 г. колебания цен на нефть не будут существенно влиять на макропоказатели. Сильно от них зависит лишь темп накопления Стабилизационного фонда. И только значительное понижение цен на нефть на протяжении нескольких лет может заметно повлиять на траекторию развития экономики - через динамику валютного курса, инфляцию, расходы государственного сектора. В 2008-2010 г. рост ВВП замедлится до 5-5,2% в год за счет сокращения

доходов населения. Это очень много, учитывая, что клиентами банков в части потребительских кредитов становятся люди с низкими доходами.

²³ Вообще, на наш взгляд, краткосрочные и среднесрочные проблемы, с которыми может столкнуться российский рынок в связи со вступлением в ВТО вполне *реальны*, в то время как выигрыши от этого хода остаются в плоскости *возможных*. Единственная причина, по которой России стоит входить в ВТО, это возможность активного политического манипулирования правилами мировой торговли, как это делают США и страны Европы. Однако тяжбы по делам, связанным с защитой экспортеров, разрешаются в рамках ВТО в течение многих-многих лет. Вполне возможно, что «легче» было бы договориться в рамках двусторонних соглашений.

роста инвестиций и товарооборота. К 2009 г. снижение доходов бюджета от экспорта энергоносителей может привести к появлению дефицита государственного бюджета.

6. Возможные изменения в экономической политике

6.1. Возможные изменения в денежно-кредитной политике

В 2008–2010 гг. экономика России столкнется с дефицитом предложения денег вне зависимости от рассматриваемых сценариев, кроме самых оптимистичных случаев.²⁴ 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. 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. невозможно без увеличения цены отсека.

6.2. Возможные изменения в бюджетной политике

При прогнозируемой в этом базовом сценарии динамике нефтяных цен и доходов экспортеров в 2007-2010 гг. ожидается постепенное снижение уровня доходов федерального бюджета (с 23% до 19% ВВП). В этих условиях основной развилкой бюджетной политики становится выбор между сохранением жесткой политики, направленной на сбережение нефтяных сверхдоходов, и постепенным ослаблением бюджетной политики, означающим адаптацию бюджетной системы к высоким нефтяным ценам.

В условиях прогнозируемого сокращения счета текущих операций масштабное изъятие средств через Стабфонд приводит к перестерилизации ликвидности по каналам бюджета (в отличие от ситуации 2005-2006 гг., когда Стабфонд изымал из экономики избыточную ликвидность). В 2008-2010 гг. баланс между спросом и предложением денег в экономике при сохранении умеренного объема внутренних заимствований требует увеличения цены отсека в Стабфонд до 35-40 долл./барр.²⁵ при соответствующем увеличении уровня непроцентных расходов (до 17,2% ВВП).²⁶ Повышение цены отсека в Стабфонд должно сочетаться с применением других инструментов, увеличивающих денежное предложение.

Сохранение цены отсека в Стабфонд на нынешнем уровне (27 долл./барр.) и минимально допустимой при проводимой и планируемой на ближайшие годы политике модернизации экономики и бюджетной сферы траектории непроцентных расходов федерального бюджета (16,5-17,0% ВВП) приводит к появлению растущего дефицита располагаемых доходов (доходов без учета отчислений в

²⁴ Данной ситуации можно избежать только в случае продолжения роста объемов притока иностранного капитала до уровня 70-90 млрд. долл. в год или продолжения роста цен на продукты, которые не облагаются прогрессивной (от цен) пошлиной, такие как металлы и газ. Дальнейшее увеличение цен на нефть, при условии сохранения цены отсека, не приведет к ликвидации дисбаланса.

²⁵ Увеличение цены отсека может быть отчасти замещено погашением за счет Стабилизационного фонда плановых платежей по внешнему долгу.

²⁶ Потребность в увеличении непроцентных расходов федерального бюджета связана, в том числе с растущим дефицитом распределительной пенсионной системы.

Стабфонд). В этих условиях балансирование бюджета требует увеличения сальдо внутренних заимствований в 2008-2010 гг. (до 490-520 млрд. руб. ежегодно), что близко к предельному уровню спроса на госбумаги со стороны участников рынка. По нашим оценкам, даже если не принимать во внимание потребности денежной сферы, для балансирования бюджета при умеренном уровне сальдо внутренних заимствований (270-280 млрд. руб. ежегодно) необходимым является ослабление бюджетной политики путем увеличения цены отсечения до 31 долл./барр., начиная с 2008 года.

7. Основные риски в 2007-2010 гг.

Во всех рассмотренных вариантах прогнозов период 2007-2010 гг. остается периодом макроэкономической стабильности с темпами роста ВВП не менее 5% и инфляцией не выше 6-7% в год. В общем, это неудивительно, 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, тогда как все представляющиеся сейчас вероятными сценарии развития предполагают цену нефти не ниже 40 долл./барр.

Вместе с тем, даже на общем стабильном макроэкономическом фоне в 2008-2010 гг. потребуются некоторая корректировка («тонкая настройка») экономической политики государства.

С другой стороны, некоторые негативные последствия (в частности, движение в сторону отрицательного торгового сальдо) будут с годами накапливаться, и за пределами прогнозного периода они могут породить 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 падением цен на них.

Прогноз основных макропоказателей на 2007-2009 гг.

Базовый сценарий

	факт		оценка	прогноз			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Национальные счета							
Номинальный ВВП, млрд. руб.	17 048	21 615	26 621	31 106	34 663	38 683	43 608
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	981	1 185	1 316	1 456	1 639
Реальный ВВП, рост %	7.2	6.4	6.7	6.4	6.2	5.8	5.9
Промышленность, рост %	8.3	4.0	3.9	4.2	4.5	4.4	4.2
Розничная торговля, рост %	12.5	12	13.0	11.8	8.4	7.7	8.2
Инвестиции, рост %	10.8	10.4	13.5	12.5	6.3	7.5	8.3
Экспорт, реал. рост %	11.8	6.3	4.8	3.9	4.4	3.8	4.1
Импорт, реал. рост %	22	17.3	20.1	21.8	4.5	7.2	10.7
Денежные агрегаты							
M0, % (дек/дек)	33.8	30.9	38.6	28.6	19.3	17.3	17.0
M2, % (дек/дек)	35.8	38.6	48.8	31.3	22.3	20.4	21.0
M2X, % (дек/дек)	32.7	37.4	40.5	28.9	20.9	19.4	20.2
Активы банковской системы, % ВВП	42	45	52.0	60.9	68.4	75.2	81.4
Инфляция							
Инфляция, % (дек/дек)	11.7	10.9	9.0	8.1	7.3	6.5	6.4
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	8.6	7.6	6.8	6.4
Базовая инфляция, % (дек/дек)	10.5	8.3	7.8	7.0	6.3	6.0	5.9
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23.1	22.2	20.8	19.6	18.8
Процентные расходы, % ВВП	1.2	1.0	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2
Непроцентные расходы, % ВВП	14.6	15.3	15.5	17.1	17.1	16.9	17.1
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4.3	-7.4	-7.0	-4.7	-3.4	-2.5	-1.5
Стабилизационный фонд, млрд. долл.	18	44	89	153	195	232	268
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	6.8	10.8	14.2	17.7
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4.9	-8.1	-7.6	-5.0	-3.6	-2.6	-1.6
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	183	244	302	318	314	310	319
Импорт, млрд. долл.	97	125	163	211	222	240	269
Счет текущих операций, % ВВП	10.0	10.9	9.6	8.0	5.4	4.1	2.5
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	1.1	41.5	44.6	37.2	44.8	50.0
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	15.0	13.0	31.0	36.7	20.0	26.0	30.7
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125.0	182.0	303.7	400	469	536	598
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	17.7	10.6	4.9	3.8	3.0	2.5	2.1
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.6	3.6	4.1	4.3	4.5
Валютный курс							
Курс руб./долл., на конец года	27.7	28.78	26.3	26.2	26.5	26.6	26.6
Курс руб./долл., среднегодовой	28.8	28.3	27.1	26.2	26.3	26.6	26.6
Номинальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), %	0.1	0.1	-3.3	-2.0	-0.7	0.3	0.3
Реальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), %	-6.1	-8.1	-9.4	-5.1	-1.1	1.9	2.1
Экзогенные параметры							
Цена на нефть URALS, средняя за год, долл./барр.	34.6	50.4	60.9	60	56	53	53
Курс долл./евро	1.24	1.25	1.26	1.29	1.24	1.21	1.18

Примечание. Все показатели бюджета рассчитаны при условии сохранения цены отсечения в 2007 г. на уровне 27 долл./барр. и ее повышения в 2008-2010 гг. до 35 долл./барр.

Оптимистический вариант

	факт		оценка	Прогноз			
	2004	2005		2006	2007	2008	2009
Национальные счета							
Номинальный ВВП, трлн. руб.	17 048	21 615	26 621	31 586	37 121	43 956	52 526
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	981	1 206	1 425	1 696	2 050
Реальный ВВП, рост %	7.2	6.4	6.7	6.8	6.9	7.4	7.9
Промышленность, рост %	8.3	4.0	3.9	4.3	5.0	6.2	6.3
Розничная торговля, рост %	12.5	12	13.0	12.4	10.9	11.5	12.8
Инвестиции, рост %	10.8	10.4	13.5	17.5	14.9	16.1	16.7
Экспорт, реал. рост %	11.8	6.3	4.8	3.9	4.1	3.6	3.4
Импорт, реал. рост %	22	17.3	20.1	27.8	16.6	17.0	20.3
Денежные агрегаты							
M0, % (дек/дек)	33.8	30.9	38.6	29.8	22.9	22.8	23.1
M2, % (дек/дек)	35.8	38.6	48.8	32.1	25.2	24.5	26.1
M2X, % (дек/дек)	32.7	37.4	40.5	29.8	23.9	23.4	25.0
Активы банковской системы, % ВВП	42	45	52.0	60.1	65.3	69.2	75.0
Инфляция							
Инфляция, % (дек/дек)	11.7	10.9	9.0	8.2	7.8	7.7	7.7
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	8.6	8.0	7.8	7.7
Базовая инфляция, % (дек/дек)	10.5	8.3	7.8	7.1	6.8	7.2	7.2
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23.1	22.3	21.1	20.1	18.9
Процентные расходы, % ВВП	1.2	1.0	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1
Непроцентные расходы, % ВВП	14.6	15.3	15.5	16.9	16.4	16.9	17.1
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4.3	-7.4	-7.0	-5.0	-4.8	-4.8	-2.5
Стабилизационный фонд, млрд. долл.	18	44	89	155	218	285	347
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	6.9	10.8	14.3	17.8
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4.9	-8.1	-7.6	-5.3	-4.9	-4.5	-3.5
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	183	244	302	323	336	351	371
Импорт, млрд. долл.	97	125	163	217	252	288	345
Счет текущих операций, % ВВП	10.0	10.9	9.6	7.4	3.7	2.2	-0.2
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	1.1	41.5	68.1	91.2	117.6	147.0
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	15.0	13.0	31.0	55.5	71.8	90.4	114.0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125.0	182.0	303.7	422	544	672	737
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	17.7	10.6	4.9	3.8	2.8	2.1	1.6
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.6	3.3	3.2	2.3	2.1
Валютный курс							
Курс руб./долл., на конец года	27.7	28.78	26.3	26.1	26.0	25.8	25.4
Курс руб./долл., среднегодовой	28.8	28.3	27.1	26.2	26.1	25.9	25.6
Номинальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), %	0.1	0.1	-3.3	-2.1	-1.8	-1.2	0.1
Реальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), %	-6.1	-8.1	-9.4	-5.2	-2.6	-0.5	0.5
Экзогенные параметры							
Цена на нефть URALS, средняя за год, долл./барр.	34.6	50.4	60.9	61	62	63	64
Курс долл./евро	1.24	1.25	1.26	1.29	1.24	1.21	1.18

Примечание. Все показатели бюджета рассчитаны при условии сохранения цены отсечения в 2007 г. на уровне 27 долл./барр. и ее повышения в 2008-2010 гг. до 35 долл./барр.

Пессимистический сценарий

	факт		оценка	прогноз			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Национальные счета							
Номинальный ВВП, млрд. руб.	17 048	21 615	26 621	29 205	30 605	34 980	38 971
Номинальный ВВП, млрд. долл.	592	764	981	1 100	1 112	1 226	1 344
Реальный ВВП, рост %	7.2	6.4	6.7	5.6	4.9	5.0	5.2
Промышленность, рост %	8.3	4.0	3.9	4.1	3.9	3.6	3.7
Розничная торговля, рост %	12.5	12	13.0	8.7	7.1	7.5	8.3
Инвестиции, рост %	10.8	10.4	13.5	9.7	4.0	2.0	5.5
Экспорт, реал. рост %	11.8	6.3	4.8	5.1	6.5	6.1	5.0
Импорт, реал. рост %	22	17.3	20.1	9.9	-2.9	6.3	7.1
Денежные агрегаты							
M0, % (дек/дек)	33.8	30.9	38.6	18.4	15.6	26.4	16.4
M2, % (дек/дек)	35.8	38.6	48.8	24.1	18.0	23.0	20.8
M2X, % (дек/дек)	32.7	37.4	40.5	21.7	16.6	22.1	20.0
Активы банковской системы, % ВВП	42	45	52.0	58.9	66.0	72.1	78.4
Инфляция							
Инфляция, % (дек/дек)	11.7	10.9	9.0	6.6	6.4	7.2	7.6
Инфляция (среднегодовая), %	11.0	12.5	9.8	7.8	6.5	6.8	7.4
Базовая инфляция, % (дек/дек)	10.5	8.3	7.8	5.5	5.4	6.8	7.0
Бюджет							
Доходы федерального бюджета, % ВВП	20.1	23.7	23.1	20.3	18.5	17.9	17.5
Процентные расходы, % ВВП	1.2	1.0	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
Непроцентные расходы, % ВВП	14.6	15.3	15.5	17.5	17.8	16.9	17.1
Дефицит федерального бюджета, % ВВП	-4.3	-7.4	-7.0	-2.2	-0.1	0.4	0.4
Стабилизационный фонд, млрд. долл.	18	44	89	128	130	134	137
Инвестиционный фонд, млрд. долл.			2.6	6.8	10.8	14.2	17.7
Дефицит консолидированного бюджета, % ВВП	-4.9	-8.1	-7.6	-2.7	-0.1	0.2	0.9
Платежный баланс							
Экспорт, млрд. долл.	183	244	302	280	247	252	266
Импорт, млрд. долл.	97	125	163	193	185	195	216
Счет текущих операций, % ВВП	10.0	10.9	9.6	7.6	5.5	5.4	5.1
Чистый приток/отток капитала, млрд. долл.	-8.4	1.1	41.5	30.0	11.5	11.5	13.5
Прямые иностранные инвестиции, млрд. долл.	15.0	13.0	31.0	33.0	15.0	19.5	23.0
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	125.0	182.0	303.7	374	411	450	489
Государственный долг							
Государственный внешний долг, % ВВП	17.7	10.6	4.9	4.1	3.3	2.9	2.5
Государственный внутренний долг, % ВВП	4.4	3.9	3.6	4.8	6.8	6.0	6.2
Валютный курс							
Курс руб./долл., на конец года	27.7	28.78	26.3	26.8	28.2	28.8	29.2
Курс руб./долл., среднегодовой	28.8	28.3	27.1	26.5	27.5	28.5	29.0
Номинальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), %	0.1	0.1	-3.3	-0.9	2.3	3	0.5
Реальный эффективный курс рубля, (среднегодовой), %	-6.1	-8.1	-9.4	-3.2	3.0	4.6	1.3
Экзогенные параметры							
Цена на нефть URALS, средняя за год, долл./барр.	34.6	50.4	60.9	50	40	40	40
Курс долл./евро	1.24	1.25	1.26	1.29	1.24	1.21	1.18

Примечание. Все показатели бюджета рассчитаны при условии сохранения цены отсечения в 2007 г. на уровне 27 долл./барр. и ее повышения в 2008-2010 гг. до 35 долл./барр.