



Центр развития

Ежемесячное обозрение российской экономики

Дата выпуска: 4 апреля 2008 г.

Итоги месяца

Резюме. Разогретая экономика	2
Промышленность. Ускорение в обрабатывающих отраслях	4
Инвестиции. Прирост не замедляется	6
Цены производителей. Лидируют химия и ТЭК	8
Инфляция. Биржевые товары дешевеют, но инфляционное давление не ослабевает	10
Обменный курс. Центробанк сдерживает колебания	12
Население и соцполитика. Рост доходов недооценен Росстатом. Домохозяйства предпочитают крупные покупки вкладам	14
Внешняя торговля. Экспорт нефти сокращается	16
Денежные показатели. Отток капитала останавливается	18
Госфинансы. Бюджет не заметил потери НДС. Свободные средства бюджета очень велики: проблем с ликвидностью не будет	20
Банки. Депозиты населения и предприятий сократились	22
Финансовые рынки. Акции банков резко дешевеют	24
Мировая экономика. Ожидание рецессии	26
Комментарии. Развитие экономики в 2009-2011 гг.: факторы риска и источники роста. Официальная версия и прогноз Центра развития	28



Разогретая экономика

К началу весны экономика подошла в разогретом не по сезону состоянии. Нарастают обороты промышленности: выпуск в обрабатывающих отраслях в феврале текущего года вырос (год к году) на 11,2%, тогда как в январе – лишь на 4%. Инвестиции (год к году) выросли в феврале на 21% (за два первых месяца года – на 19%), а строительство – более чем на 30%. Незначительно увеличились капиталовложения только в добывающих отраслях, но проблемы нефтяников хотя бы отчасти готов решить Минфин. Он согласился немного снизить налоговую нагрузку на нефтяную отрасль, с 2009 г. увеличив не облагаемый НДС минимум с 9 до 15 долл.

Не останавливается и рост цен: в марте, по предварительным данным Росстата, инфляция составила 1,2%, а за последние двенадцать месяцев по март включительно – 13,3%. Таким образом, разрыв между темпом роста цен в первом квартале текущего (4,8%) и прошлого (3,4%) года ускорился.

Ускорился в феврале и рост цен производителей. С «двузначным» темпом растут доходы населения: перед президентскими выборами были проиндексированы почти все виды бюджетных выплат.оборот розничной торговли в феврале увеличился (год к году) на 17%, а за два первых месяца года – на 16%. Внутренний спрос расширяется за счет выросших бюджетных расходов и дорогой нефти.

В феврале была прервана тенденция к снижению размера торгового сальдо: стоимостной объем экспорта по таможенной статистике вырос почти в 1,5 раза больше, чем импорт (относительно соответствующего периода предыдущего года). Еще в сентябре 2007 г. торговое сальдо было на 12,6% ниже, чем годом ранее (по итогам 2007 г. сальдо сократилось впервые с 2002 г.). Резкое удорожание сырьевых товаров изменило картину быстро и радикально: в январе сальдо превысило прошлогодний уровень в 1,88 раза. Увеличение доходов от экспорта в первом квартале текущего года по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. на 84% было обусловлено соответствующими поставками нефти, нефтепродуктов и газа – их доля в совокупном экспорте выросла с 61,1% год назад до 68,8%. В первом квартале 2008 г., по оценке Центробанка, торговое сальдо превысило прошлогодний уровень на 63,8%. Текущее сальдо увеличилось за указанный период на 61,6%, а его размер достиг почти половины прошлогоднего уровня – как будто в пике прогнозам о скором переходе России к затяжному дефициту текущего счета (в 2007 г. сальдо сократилось на 17,1%).

К перечню симптомов разогрева экономики можно добавить прирост (хотя и замедляющийся) кредитов физическим лицам, рост просроченной задолженности, быстрое увеличение внешнего частного долга, многолетнее отставание темпов роста производительности труда от динамики зарплат.

Ко всему прочему разогретая российская экономика получила «подарок» от ФРС США: после очередного снижения ставки темп оттока капитала в марте, по оценке Центра развития, снизился по сравнению со средним за январь-февраль почти в 6 раз – до 5 млрд. долл. За первый квартал отток капитала составил, по предварительным данным Банка России, 22,8 млрд. долл. Процентные ставки на межбанковском рынке даже во время налоговых платежей в конце марта не были сверхвысоки: госкорпорации разместили часть временно свободных средств в банках.



В апреле банковской системе поможет в этом отношении и бюджет: подписано правительственное постановление о размещении временно свободных средств. Поскольку текущее поступление в бюджет нефтегазовых доходов примерно втрое превышает потребность бюджета в их расходовании, недостатка средств для поддержки банков в бюджете не наблюдается.

Внешние условия, впрочем, в перспективе способствуют и некоторому охлаждению российской экономики: прирост иностранных обязательств банков в первом квартале составил всего 7,2 млрд. долл. – вдвое меньше, чем год назад. До 10 млрд. долл. (или почти на 42% – год к году) сократился в этот период и объем займов, привлеченных нефинансовыми организациями.

Однако даже при сократившемся темпе прироста долга нефинансовых предприятий и банков их внешний долг, сильно выросший за 2007 г. и достигший внушительных размеров, продолжает увеличиваться. Согласно пересмотренному платежному балансу в 2007 г. внешний долг банков вырос на 70,9 млрд. долл. (темп роста долга увеличился на 38,5% – год к году). Ссуды же и займы нефинансовых предприятий увеличились на 88,2 млрд. долл. – в пять раз больше, чем в 2006 г. В результате за предыдущий год внешний долг банков вырос в 1,6 раза (до 162,4 млрд. долл.), а предприятий – на 61% (до 225,4 млрд. долл.). Таким образом, российский внешний долг стал преимущественно частным – обязательства государства и Банка России сократились почти до 10% его совокупного объема.

Если по итогам 2006 г. объем внешнего долга лишь немного превысил величину экспорта (310,6 млрд. долл. против 303,6 млрд. долл.), то по итогам 2007 г. внешний долг (459,6 млрд. долл.) превысил экспорт на 29,2%. Так что вынужденное замедление долговой экспансии в текущем году даже может пойти российской экономике на пользу.

Центр развития



Промышленное производство

Пересмотр данных за 2006–2007 гг.

Ускорение в обрабатывающих отраслях

Теперь конкурируем с Азией

В марте Росстат пересмотрел оценку темпов роста промышленного производства за 2006–2007 гг. Он затронул в основном результаты обрабатывающей промышленности второго полугодия 2006 г. (и, соответственно, года в целом: 6,3% прироста г/г против прежних 3,9%). Уточнения связаны в числе прочего с изменением методологии, коррекция пришлась на довольно ограниченный период. Поэтому вероятность дальнейших пересмотров весьма велика.

Рост промышленности в феврале 2008 г. (на 7,5% – год к году) оказался выше январского (4,5%). В основном – за счет резкого ускорения роста в обрабатывающем сегменте (с 4% до 11,2%). В целом за два месяца 2008 г. промышленность увеличила выпуск на 6%. Год назад, в начале 2007 г., темпы прироста г/г были сопоставимы – 7%. При этом скорость роста производства в деревообработке, мебельной промышленности и в производстве резины и пластмассы сильно – в 2–4 раза – выше, чем год назад. Замедление примерно того же порядка наблюдается в производстве электрооборудования, транспортных средств и строительных материалов.

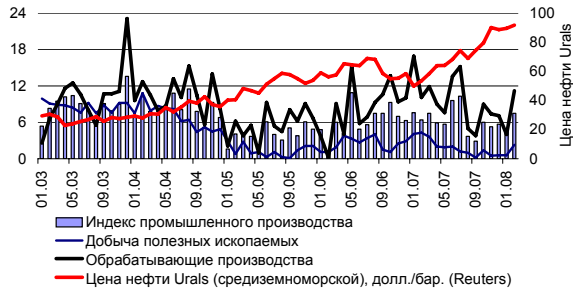
Учитывая неизбежную будущую коррекцию темпов роста в электроэнергетике в сторону уменьшения (прирост за январь-февраль – +7,4%) и лишний рабочий день в феврале этого года по сравнению с прошлым годом, отставание от прошлогодних темпов роста промпроизводства можно оценить не менее чем в 2 п.п. Свою роль в этом играет ускорение роста импорта и курсовой фактор.

Первая волна ускорения импорта, пришедшая в конце 2005 г., проходила на фоне укрепления рубля к евро (см. рисунок на стр. 4), т.е. усиления конкуренции с Европой. Вторая волна, пришедшая в начале 2007 г., может быть связана с падением доллара и удешевлением продукции, ввозимой из стран, чьи валюты привязаны к американской, – прежде всего, азиатских. Казалось бы, учитывая усиливающиеся призывы к азиатам отвязать валюты от доллара, можно надеяться, что проблема снижающейся конкурентоспособности российской продукции на внутреннем рынке «рассосется» сама собой. Но это надежда на «авось». Ведь европейцев тоже может перестать устраивать слишком «крепкий» евро, и «удар» по конкурентоспособности российской промышленности снова будет нанесен со стороны евро.

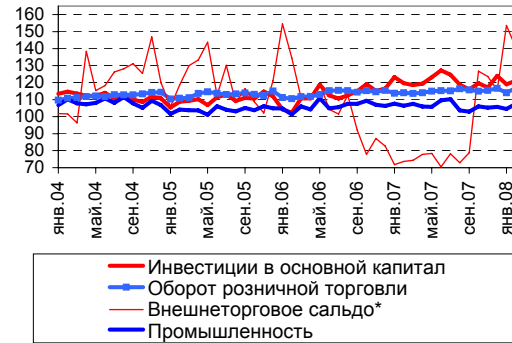
Валерий Миронов



Промышленное производство

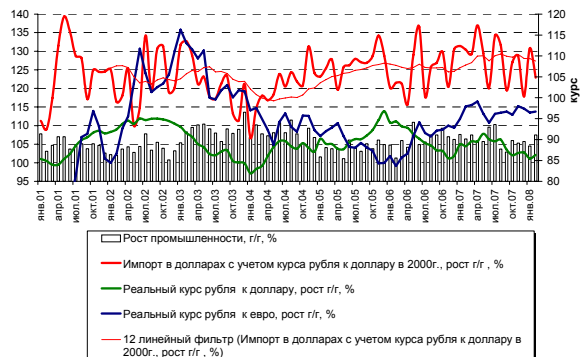
**Динамика промышленности
(прирост год к году, в %) и цена нефти**


Источники: Росстат, Центр развития.

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


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

Источники: Росстат, Центр развития.

**Динамика промышленной конъюнктуры
(рост год к году, в %, помесячно)**


Источники: Росстат, Центр развития.

**Прирост выпуска в 2006–2008 гг.
в секторах промышленности
(год к году, в %)**


Источники: Росстат, Центр развития.



Инвестиции в основной капитал

Прирост инвестиций не замедляется

Строительство ускоряется, но темп роста ввода жилых домов упал на порядок

Инвестиционный бум поддержит ТЭК и его «отрасли-тыловики»

Прирост инвестиций в основной капитал в феврале 2008 г. составил 21,2% (год к году). За январь-февраль инвестиции выросли на 20,2%, что лишь на 1 п.п. медленнее начала 2007 г.

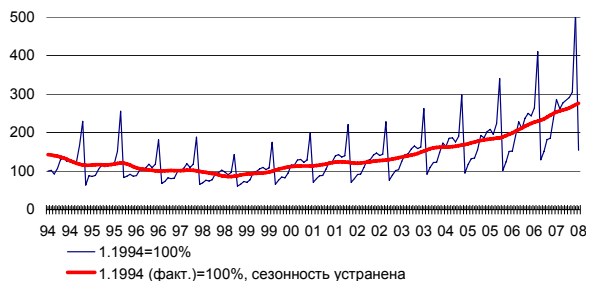
По сравнению с прошлым годом продолжается ускорение темпов роста строительства. Его объемы выросли за январь-февраль на 30,2% (в начале 2007 г. – примерно на 20%). Однако более чем на порядок замедлился темп ввода жилых домов. В феврале прирост составил 4,9% г/г, за январь-февраль – 6,5%, а в начале 2007 г. – почти 70%. Это замедление приобретает характер тенденции: оно явно связано со снижением темпов роста потребительского кредитования. Замедление темпов жилищного строительства будет способствовать росту «пузыря» на жилищном рынке, куда могут устремиться горячие деньги вкладчиков с финансового рынка. Ведь в России, как и во всех развивающихся странах, недостает надежных финансовых инструментов при растущем избытке сбережений (нефть подорожала на 70% по сравнению с прошлым годом).

Динамика инвестиций в основной капитал выглядит более устойчивой. Во-первых, ускоряется рост возведения новых строительных объектов. Это показывает, что начавшийся в 2007 г. «инвестиционный бум» не затухает. Во-вторых, с прежней интенсивностью продолжается подпитка реального сектора кредитами. В 2001–2007 гг. темпы роста инвестиций в добывающих секторах, нефтепереработке и отраслях, производящих для них оборудование, оставались достаточно низкими (см. рисунок ниже). Поэтому можно ожидать, что именно эти сектора поддержат инвестиционный бум.

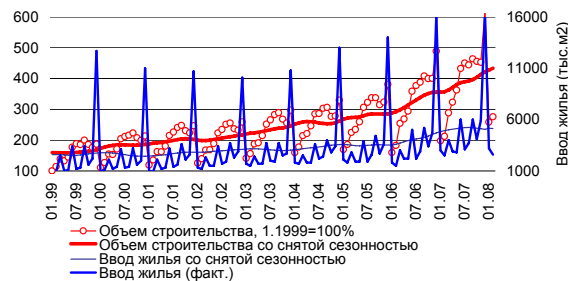
Валерий Миронов



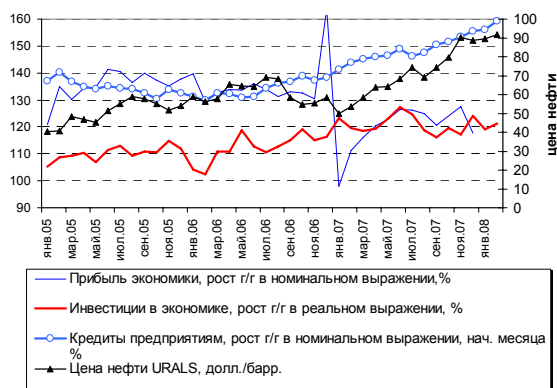
Инвестиции в основной капитал

Динамика инвестиций в основной капитал (в %)


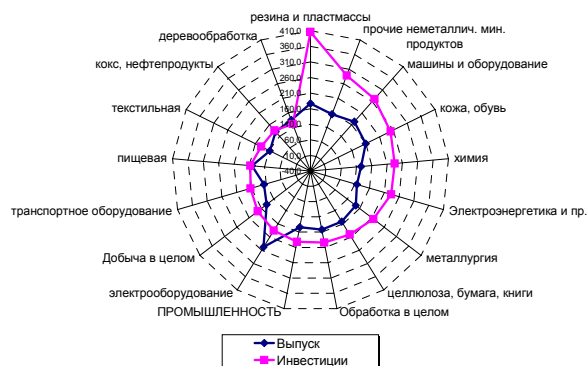
Источники: Росстат., Банк России, Центр развития.

Динамика отрасли «Строительство» в целом и ввода жилья


Источники: Росстат, ВШЭ.

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


Источники: Росстат, Банк России, Центр развития.

Инвестиции и выпуск, кумулятивный рост в 2001–2007гг., %


Источники: Росстат, Центр развития.



Цены производителей

Рост цен ускорился

Лидируют химия и ТЭК

Продолжают дорожать стройматериалы и продовольствие

Рост цен производителей промышленной продукции в феврале 2008 г. ускорился до 26,4% г/г. Это произошло, главным образом, под влиянием продолжающегося роста цен на мировых рынках нефти, зерна и продовольствия. С начала 2008 г. к этому добавилась тенденция повышения мировых цен на основные металлы и ряд химических продуктов. Дополнительным фактором стал рост тарифов на грузовые перевозки (на 32,6%) и электроэнергию (на 17,4%).

Особенно высок темп прироста цен в добыче топливно-энергетических ресурсов (55%) и нефтепереработке (46,7%). Кроме прямого воздействия мировых цен, это обусловлено низкой базой сравнения: в феврале 2007 г. цены в нефтедобыче снизились на 10%, а в нефтепереработке – более чем на 20%. В добыче металлических руд цены в феврале подскочили на 18,4% г/г и на 5 п.п. по сравнению с январем. После полугодового замедления началось ускорение роста цен на металлургическую продукцию. Основная причина – оживление спроса на российские металлы, связанное, в частности, с разрешением проблемы китайских импортных поставок стальной продукции.

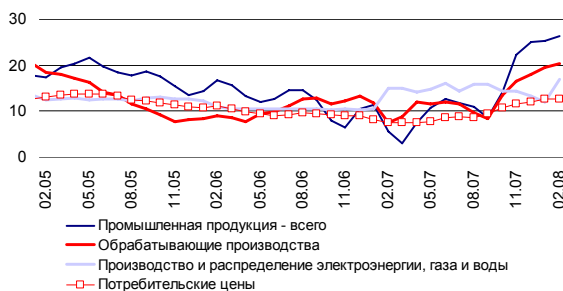
Наибольшее ускорение роста цен в последние месяцы наблюдалось в химическом производстве (на 23% г/г и почти в 2 раза относительно декабря 2007 г). Кроме высокого спроса на агрохимическую продукцию на мировом рынке (Россия экспортирует почти 80% производимых минеральных удобрений), сказался эффект удорожания газа – важнейшего компонента для производства химических продуктов.

В обрабатывающем секторе цены производителей выросли на 20,3% (г/г). Сохранение высокого инвестиционного спроса способствовало опережающему росту цен в производстве лесных (24,3%) и строительных материалов (33,9%). В январе цены росли в этих отраслях немного быстрее. Темпами выше средних росли цены и производителей пищевых продуктов (23,4% г/г), что обусловлено сохранением напряженности на основных рынках продовольствия.

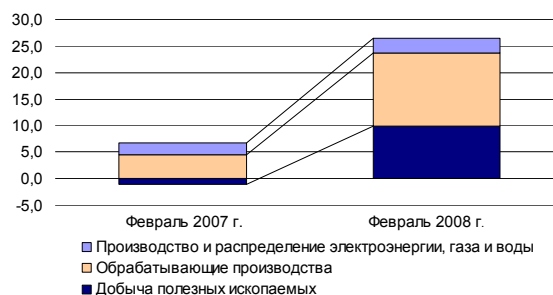
Елена Балашова



Цены производителей

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


Источник: Росстат.

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


Источники: Росстат, Центр развития.

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


Источники: Росстат, Reuters.

Вклад в прирост цен производителей обрабатывающих производств (год к году, в %)

	Февраль 2007 г.	Февраль 2008 г.
Обрабатывающие производства, п.п.	7,5	20,3
Всего, в %	100,0	100,0
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	13,6	25,9
Производство кокса и нефтепродуктов	-26,4	25,9
Химическое производство	10,6	9,7
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	10,6	10,2
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	55,0	6,6
Производство машин и оборудования	5,4	5,5
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	8,8	2,8
Производство транспортных средств и оборудования	8,4	7,4

Примечание. Взвешено по структуре отгруженной продукции.

Источники: Росстат, Центр развития.



Инфляция

Потребительские цены растут быстрее, чем год назад

Новая тенденция: дорожает мясо

Биржевые продукты в марте дешевели

Внутренний рынок этого не замечает

Несмотря на сезонное замедление темпа роста потребительских цен с 2,3% в январе до 1,2% в феврале инфляционное давление в экономике не ослабевает. Рост цен в годовом выражении составил на конец месяца 12,7% и, судя по инфляционной динамике в марте (1,2% против 0,6% в марте прошлого года), в ближайшие месяцы рост цен будет по-прежнему выше, чем в прошлом году.

В конце марта МЭРТ повысил прогноз инфляции на 2008 год до 9,5%. На наш взгляд, достигнуть новых целевых ориентиров по инфляции тоже не получится, более реалистичная оценка – 10,7–11,2%. (Подробнее об этом см. в разделе Комментарии)

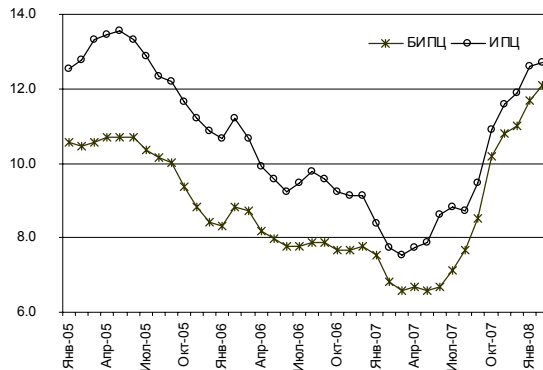
Как и в конце прошлого года, быстрее всего дорожают продовольственные товары. В феврале ускорилось удорожание не только продуктов, цены на которые быстро росли в 2007 г. (молоко, плодоовощная продукция и хлебобулочные изделия), но и мяса, цена которого в прошлом году росла умеренно. Этому способствовало ускорение роста цен на мясо на мировых рынках (наряду с другими продуктами питания).

Рост индекса цен на биржевые продукты питания ускорился в феврале до 12% (6,9% в январе). В марте биржевые цены на продукты питания снижаются (на 5%), что должно было бы привести к торможению роста цен на внутреннем рынке. Однако использование преимущественно административных рычагов вместо мер, расширяющих конкуренцию и предложение на внутреннем рынке, вряд способствует ценовой стабилизации в краткосрочной перспективе. Эффективность мер по борьбе с инфляцией за счет регулирования предложения продукции проявится к августу-сентябрю.

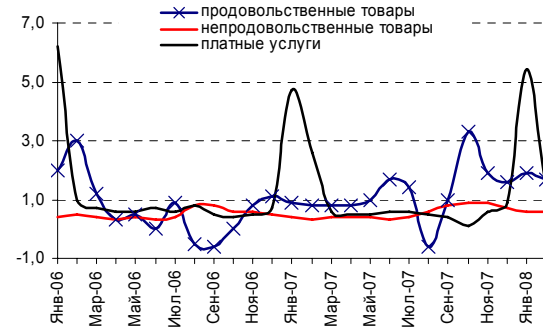
Оксана Осипова, Мария Крымская



Инфляция

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


Источник: Росстат.

Месячная динамика элементов ИПЦ (месяц к месяцу, в %)


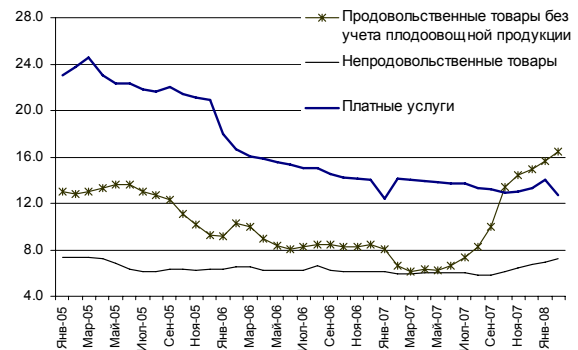
Источник: Росстат.

Инфляция потребительских цен и ее составляющие (год к году, в %)

	янв.07	фев.07	янв.08	фев.08
Инфляция	8.4	7.8	12.6	12.7
продовольственные товары	8.1	6.6	15.6	16.5
непродовольственные товары	6.2	6.0	6.9	7.23
бензин	10.6	8.6	10.1	10.8
услуги	12.4	14.2	14.0	12.7
Базовая инфляция*	7.5	6.8	11.7	12.1

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

Источники: Росстат, Банк России.

Динамика элементов ИПЦ (год к году, в %)


Источник: Росстат.



Обменный курс

**Центробанк сдерживает рост курса евро/рубль
и уменьшает колебания рубль/доллар**

Темп укрепления евро к доллару ускоряется

Рост реального эффективного курса рубля замедлился

В феврале влияние политики Банка России на внутреннем рынке стало более заметным, что проявилось в сдерживании девальвации евро к рублю и уменьшению вариации курса рубля к доллару. Если в январе курс рубля к евро девальвировал на 1% (при укреплении евро к доллару на 1,3%), то в феврале рубль к евро девальвировал на 0,4% (при укреплении евро к доллару на 2,1%). Коэффициент вариации курса рубля к доллару снизился с 0,9% в январе до 0,7% в феврале.

Но кардинально ситуация не поменялась: годовой темп девальвации рубля к евро продолжает ускоряться (5,2% в январе, 5,6% в феврале), а темп укрепления рубля к доллару стабилизировался на уровне 7,8%.

Ситуация на внутреннем валютном рынке, как и в предыдущие месяцы, отражает тенденции мирового валютного рынка, где под давлением негативной информации о состоянии американской экономики и ожиданий дальнейшего снижения учетной ставки наблюдалось падение курса доллара к основным мировым валютам.

Реальный эффективный курс рубля в феврале не изменился, а с начала года – укрепился на 1,3% (за первые два месяца 2007 г. – на 2,6%).

Оксана Осипова, Мария Крымская



Обменный курс

Динамика валютного курса (в % прироста)

На конец месяца	янв.07	фев.07	янв.08	фев.08
Номинальный курс рубля к доллару	0.8	-1.4	-0.3	-1.5
Номинальный курс рубля к евро	-0.9	0.4	0.7	0.7
Номинальный курс рубля к корзине*	0.0	0.0	0.2	-0.3
Реальный курс рубля к доллару	-0.2	-1.9	-2.1	-2.4
Реальный курс рубля к евро	-2.9	-0.5	-1.6	-0.4

* Оценка Центра развития: с 5 декабря 2005 г. – 60% доллар, 40% евро, с 7 февраля 2007 г. – 55%/45%.

Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

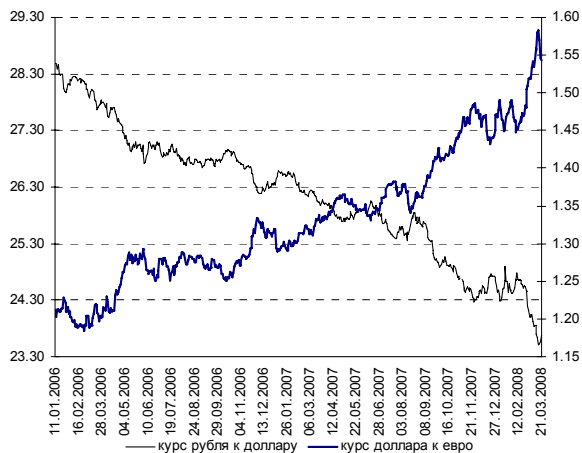
Динамика валютного курса (в % прироста)

В среднем за месяц	янв.07	фев.07	янв.08	фев.08
Номинальный курс рубля к доллару	0.7	-0.5	-0.3	0.1
Номинальный курс рубля к евро	-0.8	-0.2	0.5	0.4
Номинальный эффективный курс	-0.2	-0.3	0.4	0.5
Реальный курс рубля к доллару	-0.7	-1.1	-2.1	-0.6
Реальный курс рубля к евро	-2.6	-0.9	-1.7	-0.7
Реальный эффективный курс	-1.7	-0.9	-1.3	0

Примечание: «-» – укрепление курса, «+» – девальвация.

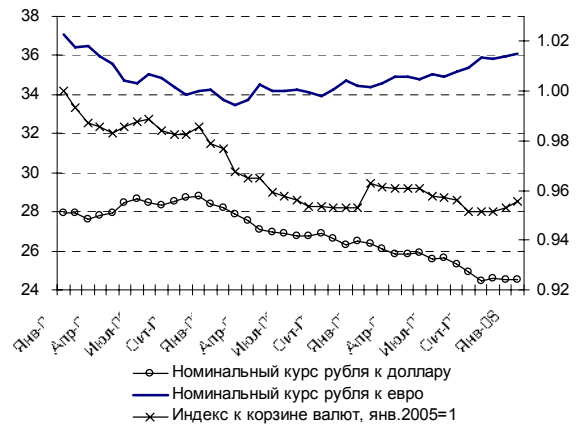
Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Курс рубля и евро к доллару



Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

Динамика бивалютной корзины ЦБР*



* Оценка Центра развития.

Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.



Население и социальная политика

Росстат недооценивает рост доходов населения

Увеличение соцрасходов бюджета замедлится

На рынке непродовольственных товаров – бум

Склонность к сбережениям быстро не восстановится

Февраль стал последним месяцем предвыборного марафона, традиционно сопровождающегося увеличением социальных расходов. Фронтальное повышение затронуло практически все виды бюджетных выплат. Поэтому несмотря на усилившееся влияние инфляции предварительная оценка Росстатом роста реальных располагаемых доходов населения – 10,6% г/г – представляется заниженной на 2–2,5 п.п.

Поскольку пик социальной активности бюджета уже пройден, переход к политике, ориентированной больше на институциональные и инфраструктурные изменения (в том числе в социальной сфере), чем на прямую подпитку потребительского спроса, должен несколько облегчить правительству борьбу с инфляцией.

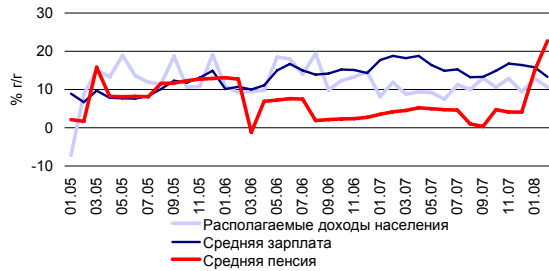
Наибольшей проблемой здесь представляется восстановление склонности к сбережению. По итогам января наблюдался заметный отток вкладов населения из банков (см. раздел «Банковский сектор»). В то же время в секторе непродовольственных товаров наблюдается потребительский бум: темп роста расходов ускорился до 24,7% г/г против 20,8% в декабре.

Несмотря на временный рост валютизации сбережений (в евро), нестабильность мировых рынков не позволит этой тенденции усилиться. Поэтому в перспективе растущие доходы населения могут быть перенаправлены с непродовольственных товаров на рынок жилья, а средства, выведенные из банков – в финансовые инструменты внутреннего рынка.

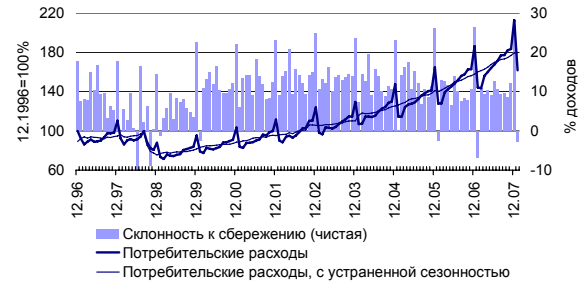
Наталья Акиндинова, Виктория Вильф



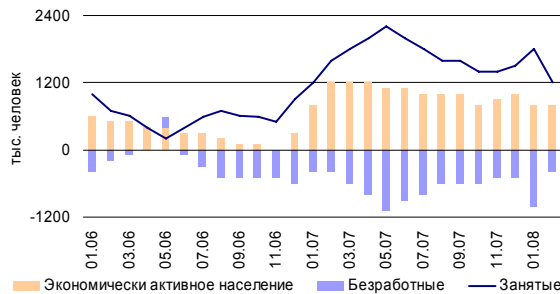
Население и социальная политика

Реальные доходы населения (год к году)


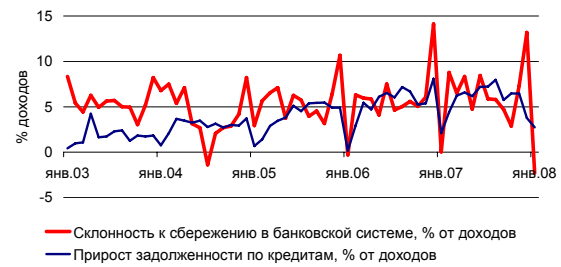
Источник: Росстат.

Реальные потребительские расходы и склонность к сбережению


Источник: Росстат.

Показатели экономической активности и занятости (прирост за год, тыс. человек)


Источник: Росстат.

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


Источники: Банк России, Росстат.

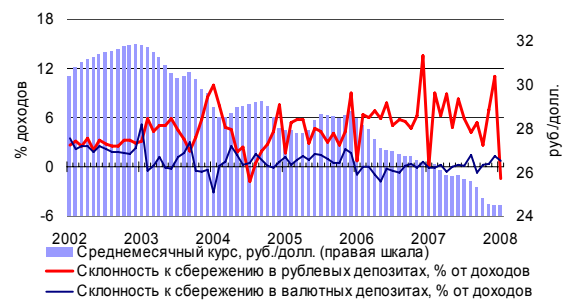
Показатели развития социальной сферы

	фев.07	фев.08
Отношение пенсии к средней зарплате, %	24,2	25,9
Средняя зарплата, в % к средней в экономике*		
Здравоохранение	78,9	76,3
Образование	67,5	63,4
Жилищное строительство		
Ввод в действие жилых домов, млн. м ²	2,5	2,6
Рождаемость, на 1000 чел. населения**	10,4	11,3
Миграционный прирост, на 10 тыс. человек населения (январь)	9,3	16,9

* – Январь 2007 и 2008 гг. соответственно.

** – 2006 и 2007 гг. соответственно.

Источник: Росстат.

Валютная структура банковских сбережений населения


Источники: Банк России, Росстат.



Внешняя торговля

Стоимость экспорта быстро растет за счет цены нефти

Экспорт нефти сокращается

Локомотив роста импорта – машиностроительная и химическая продукция

Стоимость экспорта товаров в феврале 2008 г., по оценке Центра развития, достигла 35 млрд долл. (рост на 47% г/г). Только за счет нефтяных цен экспорт увеличился на 5 млрд. долл. по сравнению с прошлым февралем (это почти половина всего прироста экспорта).

Физические объемы экспорта нефти сократились на 12%. Из-за высоких экспортных пошлин компаниям выгоднее увеличивать переработку нефти. В условиях незначительного роста добычи нефти в феврале нефтяные компании снижают экспорт сырой нефти по сравнению с прошлым годом и увеличивают поставки нефтепродуктов.

Стоимость импорта, по оценке Центра развития, в феврале 2008 г. превысила 19 млрд. долл., увеличившись на 34% г/г. Доля стран дальнего зарубежья в стоимости импорта возросла до 87% (на 2 п.п. г/г). Одним из основных факторов роста импорта остается потребительский спрос на товары длительного пользования и промежуточного спроса.

Локомотивом роста, по данным ФТС, стал импорт машиностроительной (рост на 69% г/г) и химической продукции (на 54%). Их доля в регистрируемом таможенными органами импорте превысила две трети. Закупки автомашин увеличились на 84%, механического оборудования – на 65%, электрооборудования – на 58%, инструментов и оптических аппаратов – на 53%. В результате доля этой продукции достигла 55% (в феврале 2007 г. – 51%) стоимости импорта.

Более скромными темпами увеличились стоимостные объемы импорта продовольственных товаров и сельскохозяйственного сырья (на 31% г/г). Сократились поставки сахара. При этом по отдельным товарным позициям (зерновые культуры) наблюдался интенсивный рост импорта.

Сергей Пухов



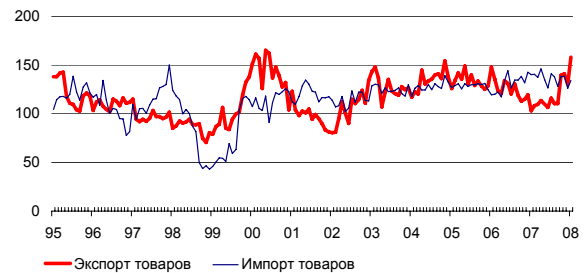
Внешняя торговля

Внешняя торговля (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

Внешняя торговля (год к году, в %)



Источник: Банк России.

Структура экспорта товаров

	2006	2007	ноя.07	дек.07	январь.08
Экспорт (f.o.b.)*, млрд. долл.	303,9	355,2	36,0	38,7	34,0
Экспорт (f.o.b.)**, млрд. долл.	301,2	352,5	36,0	38,4	33,7
Экспорт (f.o.b.)***, млрд. долл.	288,4	335,3	34,3	36,0	31,9
Структура, %	100	100	100	100	100
Продовольствие и с/х сырье	1,7	2,5	3,1	2,8	1,6
Минеральные продукты	66,3	65,0	65,4	65,6	73,2
ТЭК	65,7	64,3	64,6	64,8	72,6
Химия, каучук	5,4	5,8	6,3	5,1	5,2
Кожа, пушнина	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Древесина и бумага	3,2	3,6	2,9	2,8	2,6
Текстиль и обувь	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Драг. металлы и драг. камни	2,7	2,0	1,7	2,6	1,3
Металлы	13,8	14,3	12,8	12,5	11,8
Машины и оборудование	5,5	5,3	6,1	6,8	3,4
Прочее	1,0	1,3	1,5	1,6	0,6

* По данным Банка России.

** По данным ФТС России.

*** Выборка – 96% стоимости экспорта.

Источники: Банк России, ФТС России.

Структура импорта товаров

	2006	2007	ноя.07	дек.07	январь.08
Импорт (f.o.b.)*, млрд. долл.	164,7	223,1	22,6	25,0	15,8
Импорт (с.i.f.)**, млрд. долл.	137,8	199,7	20,4	22,3	13,8
Импорт (с.i.f.)***, млрд. долл.	130,8	190,8	19,6	21,5	13,0
Структура, %	100	100	100	100	100
Продовольствие и с/х сырье	15,6	13,7	13,9	14,2	14,4
Минеральные продукты	2,4	2,4	2,4	2,2	3,1
ТЭК	1,4	1,3	1,1	1,2	1,6
Химия, каучук	16,2	14,0	13,4	13,6	13,4
Кожа, пушнина	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Древесина и бумага	2,9	2,6	2,6	2,4	2,8
Текстиль и обувь	3,7	4,1	3,4	3,0	5,1
Драг. металлы и драг. камни	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3
Металлы	7,4	7,8	5,9	5,8	6,9
Машины и оборудование	48,1	51,4	53,9	54,6	50,3
Прочее	3,3	3,4	3,7	3,4	3,3

* По данным Банка России.

** По данным ФТС России.

*** Выборка – 94% стоимости импорта.

Источники: Банк России, ФТС России.



Денежные показатели

Отток капитала останавливается

Ликвидность немного выросла благодаря ослаблению политики ФРС США и Минфина России

Банки используют запасы ликвидности, ставки стабильны

Отток капитала в январе – начале февраля сменился притоком в конце февраля-начале марта. Причина – ослабление денежной политики ФРС и девальвация доллара. Если за первые два месяца нетто-отток частного капитала (с учетом ошибок и пропусков) составил около 28 млрд. долл., то в марте ожидается его торможение до 5 млрд. долл.

Впрочем, это, по оценке Центра развития, пока не привело к расширению денежного предложения за счет покупок валюты в резервы Банка России. В феврале он выступал нетто-продавцом валюты. В марте прироста ликвидности за счет операций Банка России тоже может не быть. Ситуация на денежном рынке останется трудной в силу неравномерности распределения ликвидности в банковском секторе.

В феврале ликвидность немного выросла (на 1% после 11%-ного снижения в январе). Заметного расширения рефинансирования со стороны Банка России не наблюдалось. Снижение денежного предложения прекратилось в основном благодаря ослаблению стерилизационной функции бюджета и дополнительными перечислениями средств на счета получателей бюджетных ресурсов в Банке России.

Темп роста остатков бюджета в Банке России снизился с 9,5% в феврале до 2,9% в марте. Свободные остатки бюджета (без учета Резервного фонда и Фонда будущих поколений) снизились на 68 млрд руб.

В условиях замедленного роста денежного предложения банки использовали запасы избыточной ликвидности, созданные в конце 2007 г. В феврале коэффициент избыточности ликвидности у банков (средства на счетах в Банке России без учета ФОР к объему депозитов) снизился до 7.5% (с 8.3% в январе), вернувшись к уровню начала декабря. Ставки МИАКР (овернайт) в начале марта стабилизировались на уровне 4% (4.29% на 1 марта против 2.8% на 1 февраля).

В условиях ослабления бюджетной политики ситуация с ликвидностью, скорее всего, ухудшаться не будет. К тому же девальвация доллара и укрепление рубля тормозят отток капитала и сжатие денежного предложения. Для погашения внешних займов предприятия воспользуются ростом валютной выручки благодаря повышению цен на нефть.

Оксана Осипова, Мария Крымская



Денежные показатели

Объем денежного предложения (млрд. руб.)

	янв.07	фев.07	янв.08	фев.08
Денежная масса (M2X)	9905	10175	14356	14467
темпы роста,%	-2.4	2.7	-1.9	0.8
Наличные деньги в обращении	2825	2882	3765	3794
темпы роста,%	-7.8	2.0	-8.6	0.8
Резервные деньги	7888	8043	12206	12386
темпы роста,%	0.0	2.0	1.4	1.5
Денежная база (широкая)	3739	3714	4932	4955
темпы роста,%	-2.8	-0.6	-10.5	0.5
Денежная база (узкая)	3017	3074	3923	4009
темпы роста,%	-6.0	1.9	-8.1	2.2
Мультипликатор	2.65	2.74	2.91	2.92

Источники: Банк России, Центр развития.

Изменение ликвидности и резервных денег (млрд. руб.)

	янв.07	фев.07	янв.08	фев.08
Денежная база (в широком определении)	3739	3714	4932	4955
наличные деньги в обращении	2825	2882	3765	3794
корреспондентские счета кредитных организаций в ЦБ	426	400	546	588
обязательные резервы депозитов банков в Банке России	111	58	286	126
облигации Банка России у кредитных организаций	149	166	101	129
Средства бюджета в ЦБ	4059	4226	6208	6386
Резервные деньги	7888	8043	12206	12386

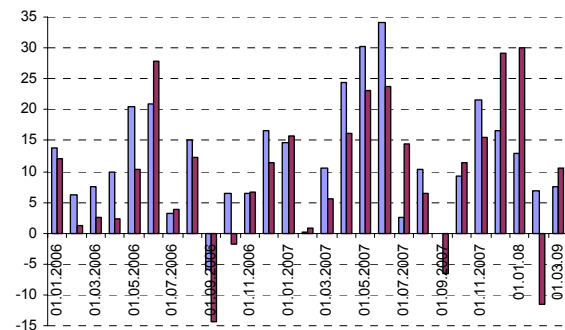
Источники: Банк России, Центр развития.

Структура денежного предложения (в %)

	янв.07	фев.07	янв.08	фев.08
Структура резервных денег	100	100	100	100
Наличные деньги в обращении	35.8	35.8	30.8	30.6
Средства банков в ЦБ	11.6	10.4	9.6	9.4
ФОР	2.9	2.6	1.9	2.6
корсчета	5.4	5.0	4.5	4.7
депозиты	1.4	0.7	2.3	1.0
прочие	1.9	2.1	0.8	1.0
Средства бюджета в ЦБ	51.5	52.5	50.9	51.6
Прочие	1.1	1.2	8.7	8.4

Источники: Банк России, Центр развития.

Динамика резервов ЦБР (млрд. долл.)



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

Источники: Банк России, Центр развития.



Государственные финансы

Бюджет не заметил потери НДС – помогли пошлины

Годовой нефтегазовый трансферт может быть накоплен за семь месяцев...

Проблем с ликвидностью не будет: свободные средства бюджета очень велики

В феврале налоговые поступления в федеральный бюджет резко снизились (до 6,9% ВВП против 9,4% ВВП в феврале 2007 г). В результате перехода на поквартальную систему уплаты НДС этот налог не уплачивался, и с учетом выплаченных возмещений сальдо внутреннего НДС в феврале был отрицательным. Однако благодаря очередному повышению экспортных пошлин (поступления от ФТС достигли 14,2% ВВП по сравнению с 9,4% ВВП год назад), а также поступлению доходов, контролируемых другими администраторами, выпадение НДС оказалось почти незаметным для бюджета. В феврале, как и в январе, уровень непроцентных расходов был существенно выше прошлогоднего (19,8% ВВП против 15% ВВП). Этот рост связан не только с предвыборными тратами, но и с новой попыткой добиться равномерного расходования бюджетных средств в течение года. Напомним, в январе 2008 г. главные распорядители получили 41,9% годового объема расходов. Если Минфину действительно удастся предотвратить таким образом традиционный всплеск расходов в ноябре-декабре, это может компенсировать инфляционные последствия ускорения трат в начале года.

Главная новость февраля – переход к новому порядку формирования нефтегазовых фондов. Если раньше Стабфонд ежемесячно автоматически увеличивался на сумму дополнительных налоговых доходов, то средства в Резервный фонд и Фонд национального благосостояния могут быть направлены лишь после того, как будет обеспечен весь объем нефтегазового трансферта. Трансферт по закону о бюджете в 2008 г. должен составить 2135 млрд. руб. В январе 2008 г. нефтегазовые доходы федерального бюджета достигли 303,36 млрд. руб. При сохранении столь же благоприятной внешней конъюнктуры весь объем нефтегазового трансферта может быть «выбран» примерно за семь месяцев. Фактическая потребность в использовании нефтегазовых доходов на внутренние нужды существенно меньше. В январе ее и вовсе не было: сумма ненефтегазовых доходов бюджета и источников финансирования превышала объем расходов на 27,9 млрд. руб. А по итогам двух месяцев потребность в использовании нефтегазовых доходов, по нашей оценке, составила 133,5 млрд. руб. Остальные средства (около 460 млрд. руб. по итогам двух месяцев) увеличили объем свободных остатков бюджета. В результате их величина на 1 марта превысила 1,5 трлн. руб. При складывающейся динамике нефтегазовых доходов к моменту, когда начнется их зачисление в Резервный фонд и Фонд будущих поколений, остатки свободных средств на счетах бюджета достигнут примерно 2,2 трлн. руб. Таким образом, по крайней мере в первом полугодии ресурс для регулирования ликвидности банковской системы окажется почти неограниченным. В апреле должны пройти первые аукционы по размещению свободных средств бюджета на депозитах в коммерческих банках.

Наталья Акиндинова, Наталья Ивликова



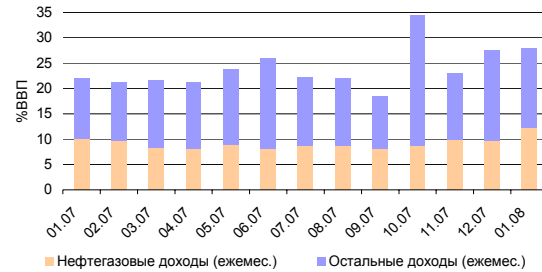
Государственные финансы

Кассовое исполнение федерального бюджета

	фев.07	фев.08	янв.-фев. 07	янв.-фев 08
% к ВВП				
Доходы всего	21,2	24,6	21,7	26,2
ФНС	9,4	6,9	10,3	10,9
ФТС	11,0	14,2	10,5	12,7
Другие	0,8	3,4	0,9	2,6
Расходы всего	15,4	20,2	13,3	18,1
На обслуживание госдолга	0,4	0,4	0,5	0,4
Непроцентные	15,0	19,8	12,9	17,6
Профицит/Дефицит (-)	5,8	4,4	8,3	8,2
Сальдо внешнего долга	-0,7	-0,1	-0,4	-0,1
Сальдо внутреннего долга	1,1	1,9	1,3	1,5
Приватизация и др. внутренние источники, включая курсовую разницу	-0,7	-1,0	-0,3	-0,4
Прирост остатков	-5,5	-5,2	-8,8	-9,2

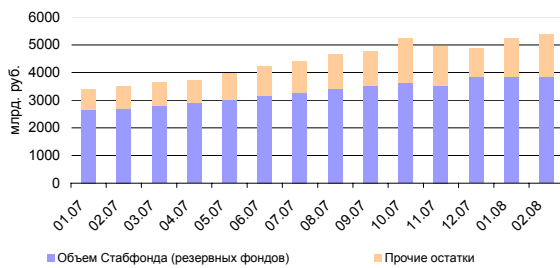
Источник: Минфин России.

Доходы федерального бюджета (% ВВП)



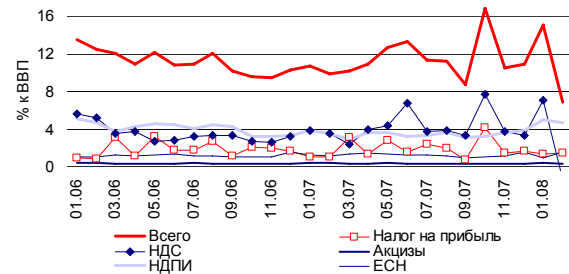
Источник: Минфин России.

Резервные фонды и прочие остатки федерального бюджета



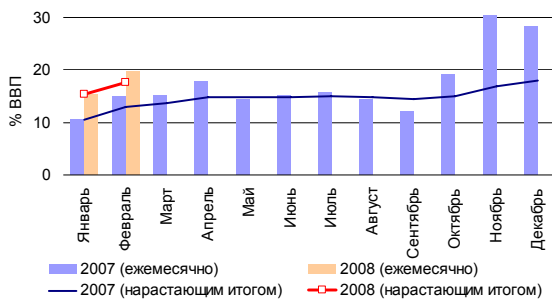
Источник: Минфин России.

Налоговые поступления в федеральный бюджет в 2006–2008 гг.



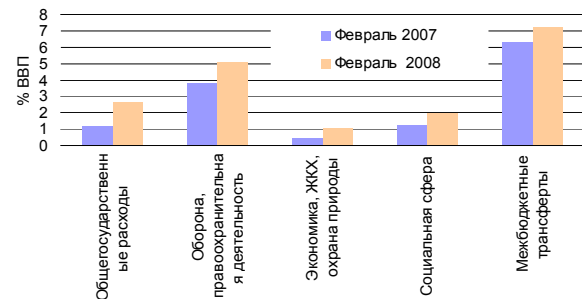
Источник: ФНС России.

Непроцентные расходы федерального бюджета (касса)



Источник: Минфин России.

Кассовое исполнение непроцентных расходов федерального бюджета (по направлениям)



Источник: Минфин России.



Банковский сектор

Сократились депозиты населения и предприятий...

...но ликвидность – на уровне!

Банкам пришлось распродать акции

Январь 20% банков закончили с убытком

Активы банковской системы за январь увеличились лишь на 0,1% м/м. Основная причина стагнации – “утечки” в ресурсной базе.

Объем вкладов физических лиц сократился на 33 млрд руб. Уменьшение депозитов населения (или их мизерный рост) наблюдается в январе ежегодно после существенного притока средств в декабре. Однако масштаб изъятия депозитов не позволяет рассматривать нынешнее сокращение как чисто сезонный феномен. Даже в июле 2004 г. в условиях банковского кризиса отток депозитов населения не превысил 13 млрд. руб. В январе 2008 г. сократились и депозиты предприятий (-65 млрд руб). Не обошел стороной банковский сектор и отток капитала из России: сальдо иностранных операций банков уменьшилось на 4 млрд долл.

На этом напряженном фоне темпы кредитования предприятий оставались высокими (+4,1% м/м), а доля ликвидности в активах уменьшилась по сравнению с концом декабря, но осталась на вполне приемлемом уровне (см. график).

Банки поддержали уровень ликвидности за счет масштабного сокращения открытых позиций на рынке акций. Под влиянием “медвежьего” тренда на фондовом рынке, установившегося в середине января, вложения банков в акции за месяц уменьшились на 200 млрд. руб. Распродажа долевых бумаг не могла не отразиться и на прибыли банков. Если обычно убыточны 1–3% кредитных организаций, то по итогам января –свыше 20% (!).

Михаил Столбов

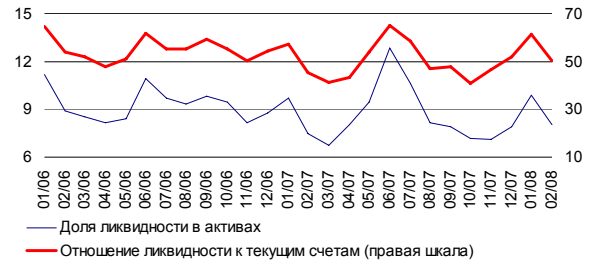


Банковский сектор

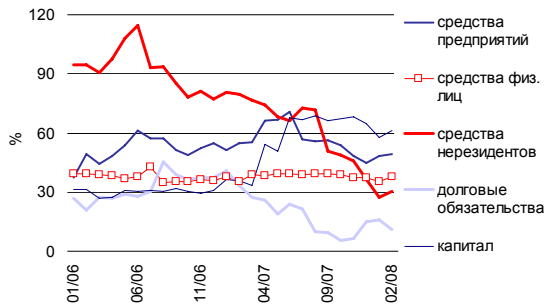
**Структура активов и пассивов
банковской системы
(на начало месяца, в %)**

	2007 г.		2008 г.	
	Январь	Февраль	Январь	Февраль
Активы	100	100	100	100
Кредиты предприятиям	42.7	43.4	46.3	48.1
Кредиты населению	14.8	14.9	16.1	16.3
Госбумаги	3.8	4.2	2.9	3.0
Корпоративные бумаги	8.3	7.5	7.3	6.6
МБК	7.4	7.8	7.0	7.5
Ликвидные активы	9.7	7.5	9.9	8.1
Прочие активы	13.2	14.8	10.5	10.5
Пассивы	100	100	100	100
Капитал	12.1	12.3	13.3	13.8
Средства физических лиц	27.2	27.0	25.6	25.4
Средства предприятий	32.7	32.3	34.9	34.9
МБК	12.4	12.1	13.9	14.0
Долговые обязательства	7.2	6.9	5.8	5.6
Прочие пассивы	8.4	9.5	6.5	6.3

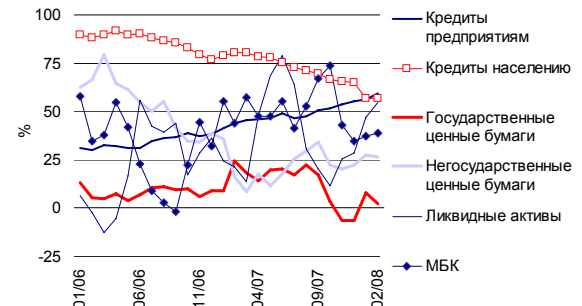
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

**Уровень ликвидности
в российской банковской системе
(в %)**


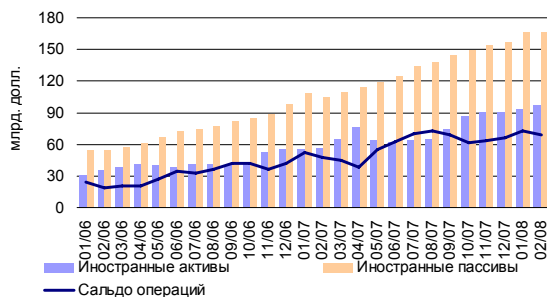
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

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


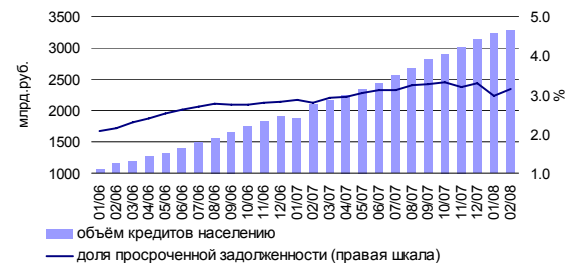
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

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


Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

**Иностраннные операции российских
банков**


Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

**Динамика кредитов населению и
просроченной задолженности по ним**


Источники: Банк России, расчеты Центра развития.



Финансовые рынки

Акции в боковом тренде, волатильность низкая

Резко дешевеют акции банков

Снижается доходность облигаций

В марте волатильность российских акций была низкой, объемы торгов снизились. Индекс РТС колебался в узком боковом тренде (1947–2080 пунктов) при среднедневном обороте 60 млрд. руб. (против 77 млрд. руб. в январе и феврале). Росту рынка препятствовали низкий объем рублевой ликвидности в стране и опасения новой, более сильной волны финансового кризиса на мировом рынке капитала.

В наибольшей степени негативное влияние внешних факторов сказалось на акциях банков. Сводный индекс банковских акций в марте продолжил снижаться (третий месяц подряд), с начала года он потерял 22% (нефтяные и телекоммуникационные акции снизились в среднем на 12%). На рынке банковских акций схлопывается «мыльный пузырь». Резко дешевет, акции банков опускаются на траекторию роста, характерную для акций реального сектора (от этой траектории они оторвались в 2005 г.).

ФРС агрессивно смягчает денежно-кредитную политику. 18 марта ставка была уменьшена на 0,75 п.п., до 2,25% (за два месяца – на 2 п.п.). Снизилась доходность US-Treasuries. Похожая динамика наблюдалась и у российских еврооблигаций, но спред к облигациям казначейства США остается на высоком уровне (в отдельные дни превышал 200 б.п.).

Пик платежей по внешнему долгу частного сектора на фоне мирового финансового кризиса снижает и спрос на российские корпоративные облигации. В результате их доходность в марте превысила 9% годовых – максимальный уровень за последние три года. Доходность ОФЗ (6,9%) вернулась к сентябрю 2007 г., когда кризис уже был в самом разгаре.

Сергей Пухов

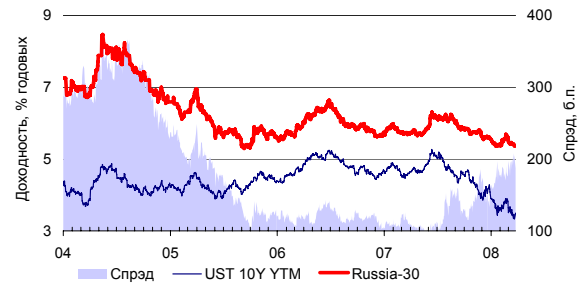


Финансовые рынки

Доходность ОФЗ и рублевая ликвидность


Примечание. Ликвидность – корсчета и депозиты коммерческих банков в Банке России.

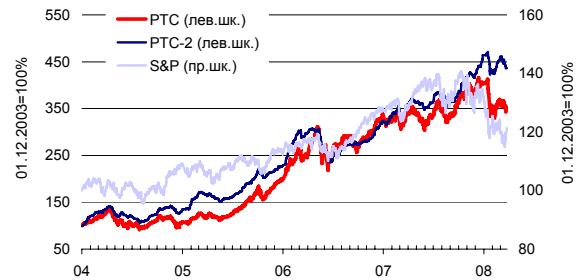
Источник: Банк России.

Доходность и спред суверенных облигаций


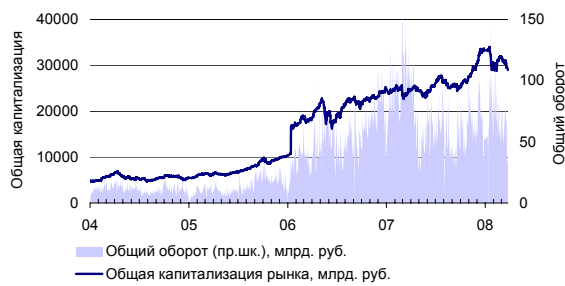
Источник: Investfunds.

Доходность рублевых облигаций (в %)

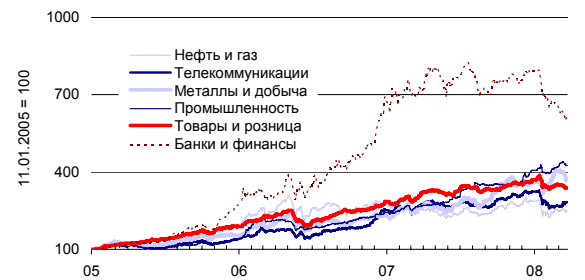

Источники: Банк России, ИА «Cbonds».

Фондовые индексы (01.12.2003=100%)


Источник: Investfunds.

Оборот и капитализация рынка акций


Источник: Investfunds.

Отраслевые индексы (11.01.2005=100%)


Источник: PТС.



Мировая экономика

Ожидание рецессии

В США сокращаются рабочие места

ФРС снижает ставку

Ожидания рецессии в развитых странах усиливаются. Хотя макроэкономические индикаторы остаются на более-менее удовлетворительном уровне, они очевидно ухудшаются. По-прежнему негативные сигналы поступают с рынка жилой недвижимости США, ускоряется инфляция в еврозоне, усиливаются, судя по опросам предпринимателей, ожидания спада в промышленности всех основных развитых стран.

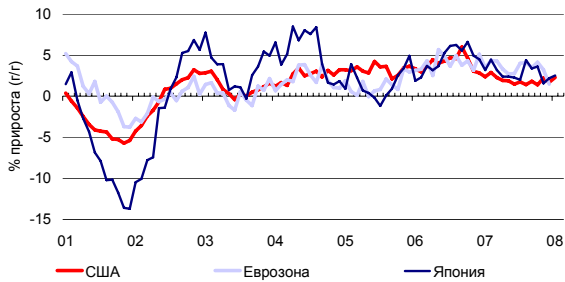
В последние месяцы проявились негативные изменения на американском рынке труда, способные заметно ослабить мощность потребительского спроса – главного «мотора» экономики США. Число рабочих мест в частном несельскохозяйственном секторе за последние три месяца сократилось на 141 тыс. Это может предвещать скорое начало рецессии; инвесторы нервничают по всему миру.

Между тем ФРС проводит достаточно агрессивную политику. За 7 месяцев ставка по федеральным фондам была снижена на 3 п.п. В 2001 г. на это ушло на месяц больше. Окажется ли Бернанке не только столь же решительным, но и столь же удачливым главой ФРС, как Гринспен, – вопрос открытый.

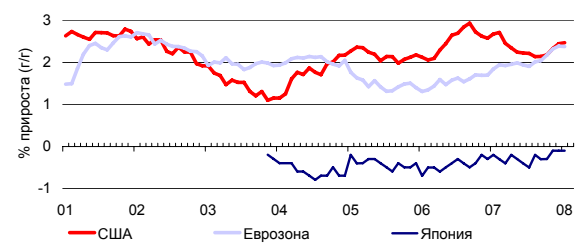
Сергей Смирнов



Мировая экономика

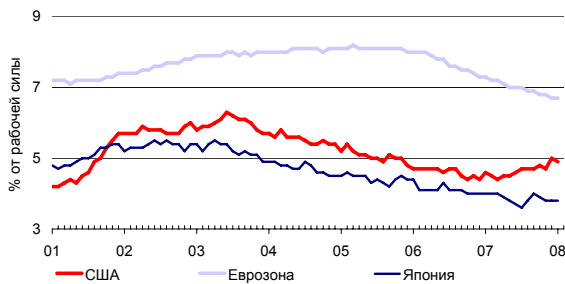
Индексы промышленного производства


Источники: US FRS, Eurostat, Japan METI.

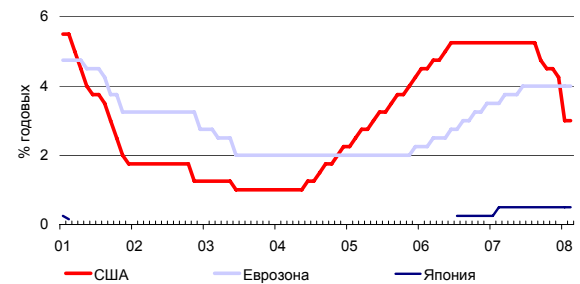
Базовые индексы потребительских цен*


* Без пищевых продуктов и энергии.

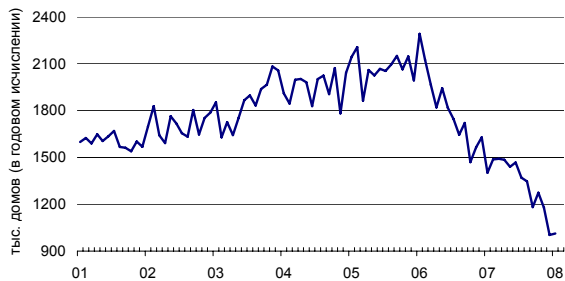
Источники: US BLS, Eurostat, Japan SBSC.

Уровень безработицы


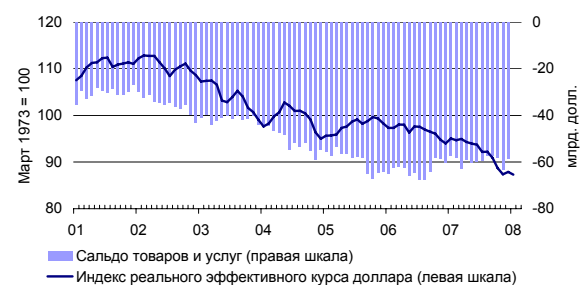
Источники: US BLS, Eurostat, Japan SBSC.

Ставки центральных банков


Источники: US FRB, ECB, BoJ.

Начало строительства новых домов в США


Источники: US Census Bureau.

Курс доллара и внешнеторговое сальдо товаров и услуг в США


Источники: US FRB, US Census Bureau.



Комментарии

Максим Петрович

Факторы риска и источники роста

Развитие экономики в 2009–2011 гг.: официальная версия и прогноз Центра развития

В конце марта министерство экономического развития и торговли опубликовало новую версию среднесрочного прогноза развития экономики России до 2011 года, предыдущая версия которого была представлена в ноябре 2007 года¹.

Прогноз верхней границы инфляции (декабрь 2008, г/г) министерство повысило на 0,5 п.п., до 9,5%, темп роста ВВП был пересмотрен в сторону повышения с 6,7% до 7,1% преимущественно за счет роста инвестиций и товарооборота.

МЭРИТ не могло ни признать, что внешние условия роста изменились. Прогноз цены нефти в 2008–2010 гг. повышен в среднем на 10 долларов за баррель Urals (в 2008 г. – до 86 долл./барр). Эксперты министерства предполагают, что финансовый кризис не перерастет в полномасштабную рецессию в США, Китае и мировой экономике: темпы роста мирового ВВП достаточно высоки, хотя и ниже, чем предполагалось раньше.

Важными предпосылками прогноза МЭРИТ являются укрепление курса доллара к евро (1,54 долл./евро в среднем в 2008 г., 1,38 долл./евро в среднем в 2011 г) и сохранение притока прямых иностранных инвестиций на уровне 50–65 млрд. долл. Все это, при прочих равных условиях благоприятствовало существенному увеличению прогнозов как объемов экспорта, так и импорта.

ВВП и инвестиции

Рост ВВП в этом году может быть выше нового прогноза МЭРИТ. Лишнее тому подтверждение – то, что обычно осторожные специалисты МЭРИТ повысили прогноз сразу на 0,4 п.п. Прогноз Центра развития выше пересмотренного показателя МЭРИТ на 0,6 п.п.: 7,7%. Быстрее, чем ожидает МЭРИТ, будут, по нашему прогнозу, расти инвестиции (+4 п.п.), что дает +0,8 п.п. прироста ВВП. Мы также ожидаем более быстрого роста потребительских расходов населения (+0,6 п.п.), что дает ВВП дополнительные +0,2 п.п. Прогноз объемов импорта у МЭРИТ и ЦР сопоставим, так что только за счет этих двух факторов темп роста ВВП может превысить прогноз МЭРИТ на 1 п.п. (8,1%). Разница между этой цифрой и прогнозом ЦР (7,7%) можно объяснить методикой прогнозирования такого волатильного показателя, как изменения запасов. Этот фактор обеспечил 0,5 п.п. прироста ВВП в 2006 году и 1 п.п. в 2007 году.

Быстрый темп роста инвестиций (до 18–19% в 2008 г.) будет, по нашему мнению, в сильной степени обеспечен ускорением инвестиций в электроэнергетику. Согласно инвестиционной программе, утвержденной год назад, инвестиции в 2008 г. должны были составить по холдингу около 850 млрд. руб. против примерно 585 млрд. руб. в 2007 г. Уже по итогам января–сентября 2007 г. инвестиции электроэнергетиков росли в реальном выражении на 29,3%. Их доля в общем объеме инвестиций составляет 7%, так что только этот сектор может обеспечить дополнительные 1,5–2,5 п.п. прироста инвестиций в основной капитал.

¹ Эта версия включала в себя прогноз до 2010 года.



Наибольшую долю (около 40%) в суммарных инвестициях обеспечивают добыча полезных ископаемых и транспорт. Инвестиции в добычу в 2008г. могут замедлиться из-за ухудшения финансовой конъюнктуры до 10% против примерно 20%-го прироста в 2006–2007 гг. В силу этого цикл массивных вложений сможет быть завершен лишь в 2009г. (+10% г/г). Прирост инвестиций в транспорте останется на устойчивом, порядка 10%, уровне.

Инвестиции в обрабатывающие производства в 2008г. будут находиться на уровне 11–15% благодаря ускорению темпов роста производства транспортных средств, машин и оборудования. Не менее чем до 10% ускорится прирост инвестиций в металлургии. Их снижение в 2007 г. до 2,6% было вызвано, на наш взгляд, активизацией международных поглощений.

В 2009–2011 гг. темп роста инвестиций в реальном выражении будет сокращаться в силу эффекта базы. Но он останется более быстрым, чем в 2000–2005 гг.

Чиновники недооценивают рост доходов

Выше, чем прогнозирует МЭРиТ, могут быть в 2008–2011 гг. и темпы роста располагаемых доходов населения. Мы полагаем, что Росстат недооценил динамику доходов в 2007 г. – 10,4% г/г. Наиболее странным выглядит зафиксированное по итогам года сокращение «смешанных» доходов населения в номинальном выражении против 2006 г. Эти доходы включают в себя доходы от собственности, предпринимательской деятельности и прочие. Хотя давление на доходы предпринимателей со стороны перегретого рынка труда было высоким, оно вряд ли могло привести к подобному результату. По оценке Центра развития, реальные доходы в 2007 г. выросли заметно сильнее – на 13,5–14,5%, несмотря на ускорение инфляции в конце года.

В 2008 г., на наш взгляд, предпосылки для быстрого (на 14,5%) роста доходов сохраняются. Будут увеличиваться и напрямую финансируемые бюджетом зарплаты и пенсии, и доходы, формируемые в частном секторе.

В 2009–2011 гг. темп роста располагаемых доходов будет постепенно сокращаться под воздействием увеличения объемов обязательных платежей – роста выплат по открытым страховым программам и обслуживания потребительских и ипотечных кредитов. Но в условиях дефицита рабочей силы сокращение темпов роста реальных располагаемых доходов не будет столь резким, как прогнозирует МЭРиТ, а доля оплаты труда в структуре доходов населения вырастет.

Девальвация маловероятна

Прогнозные темпы роста ВВП в 2010–2011 гг. у МЭРиТа и Центра развития совпадают. Внутренний спрос в варианте ЦР растет быстрее, но этот фактор нивелируется более интенсивным ростом импорта. К 2011 гг. темп роста импорта, по нашему прогнозу, замедлится до 13–14%. А по прогнозу МЭРиТ – до 10–11%. К концу 2011 г. объем импорта в номинальном выражении достигнет 450 млрд. долл., (оценка ЦР – более 470 млрд. долл.).

Сделанный МЭРиТ прогноз объемов импорта предполагает девальвацию рубля до 28,8 руб./долл. С поправкой на изменение курса евро/доллар это соответствует девальвации рубля к текущему значению бивалютной корзины на 14%². На наш взгляд, такая

² Курс доллара, соответствующий текущему уровню бивалютной корзины при отношении 1,38 долл./евро, составляет 25.2 руб./ долл.



девальвация рубля будет затруднительна по следующим причинам. Развитие экспорта согласно инновационному сценарию ведет к улучшению ситуации с платежным балансом. Отрицательным торговое сальдо становится не раньше 2011 г. (минимальные 7–8 млрд. долл.).

При отсутствии рецессии торговый дефицит должен быть покрыт притоком капитала, который оценивается в 65 млрд. долл. Девальвация валютного курса в этом случае может носить умеренный характер (3–5% в год), а избыточная девальвация будет возможна лишь посредством чрезмерных рублевых интервенций Банка России на валютном рынке, которые привели бы к росту инфляции. Подобная девальвация (7–10% в год), скорее всего, будет характерна для сценариев с низким экспортом (до 400 млрд. долл.)³

На конец 2008 г. оценки курса доллара практически совпадают: 23,7 руб./долл. у Центра Развития, против 24 руб./долл. у МЭРиТ. На конец 2011 года прогноз Центра Развития – 27,4 руб./ долл.

Недооценка инфляции

Основной источник риска в данных сценариях – недооценка инфляции. Мы полагаем, что административные меры не помогут правительству снизить темп роста цен до в 2008 году до 9,5 п.п. Инфляция останется высокой из-за продолжения роста мировых цен на продовольствие, высоких темпов удорожания прочих платных услуг, большого количества наличных денег на руках у населения. Осенью-зимой эти средства могут выплеснуться на потребительский рынок.

По нашим оценкам, рост цен на продовольствие в 2008 г. составит порядка 13–13,5%, что приведет к росту потребительских цен на 10,7–11,2%. А эффективность мер по борьбе с инфляцией за счет регулирования предложения продукции проявится самое раннее к августу-сентябрю.

Похоже, осознает это и сам МЭРиТ. Если показатели инфляции (дек/дек) были подняты всего на 0,5 п.п., то показатели среднегодового уровня инфляции были подняты на 0,9 п.п., до 12,3 п.п. Это свидетельствует о том, что замедление инфляции стали «планировать» ближе к концу года. Новые ориентиры по инфляции, если таковые будут, мы увидим не раньше октября.

В 2009–2011 гг. темп роста потребительских цен во многом будет зависеть от эффективности реализации мер, направленных на развитие конкуренции и роста предложения. Мы предполагаем, что эффективность данных мер будет не столь велика. Значит, заметно более высокой окажется инфляция. Она постепенно снизится до 8–8,5% (против 5–6% у МЭРиТ). В среднем темпы роста цен отличаются на 2,5–3 п.п. ежегодно.

По этой же причине дефляторы, указанные в прогнозе МЭРиТ, могут оказаться выше на эти же 2–3 п.п. Тем не менее рост дефляторов не будет приводить к уменьшению показателей реального роста при постоянстве номинальных. Наоборот, недооценка дефляторов будет сказываться преимущественно на размере номинальных показателей при том, что показатели роста в физическом выражении будут меняться в меньшей степени. Это будет способствовать росту показателей объема (ВВП, зарплаты и др.) как в рублях, так, скорее всего, и в долларовом эквиваленте. Исключение составляют лишь

³ Который может быть следствием либо низких цен на углеводороды, либо низкого роста инновационной составляющей экспорта., либо слабым низким притоком иностранного капитала (в случае рецессии в США).



показатели, зафиксированные в номинальном выражении, – такие, например, как размер пенсий. Но при более высокой инфляции график и размер индексаций, в свою очередь, будет, скорее всего, адекватно пересмотрен.

Таблица 1. Основные макропоказатели прогнозов на 2008–2011 гг.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Индекс потребительских цен					
МЭРИТ	11.9	8–9.5	6–7	5–6	5–5.8
ЦР		11.2	10.4	9.2	8.4
<i>разница</i>		1.7	3.4	3.2	2.6
Валовой внутренний продукт					
Номинальный объем, млрд. руб.					
МЭРИТ	32989	41726	47814	54640	62140
ЦР		42237	50161	59882	71198
Темп роста в физическом выражении, %					
МЭРИТ	8.1	7.1	6.3	6.6	6.1
ЦР		7.7	6.9	6.7	6.2
<i>разница</i>		0.6	0.6	0.1	0.1
Индекс-дефлятор, %					
МЭРИТ	13.5	18.1	7.8	7.2	7.2
ЦР		18.8	11.1	11.9	11.9
<i>разница</i>		0.7	3.3	4.7	4.7
Инвестиции в основной капитал за счет всех источников финансирования					
Темп роста в физическом выражении, %					
МЭРИТ	21.1	14.4	11.4	12.4	9.6
ЦР		18.4	16.6	14.2	10.7
<i>разница</i>		4	5.2	1.8	1.1
Индекс-дефлятор, %					
МЭРИТ	15.7	17	13.4	9.9	10.1
ЦР		18.2	14.8	15	14.1
<i>разница</i>		1.1	1.4	5.1	4
Розничный товарооборот					
Темп роста в физическом выражении, %					
МЭРИТ	15.2	13.8	11.6	10	8.5
ЦР		14.7	11.9	10.6	11.3
<i>разница</i>		0.7	0.3	0.6	2.8
Индекс-дефлятор, %					
МЭРИТ	7.4	10.9	6	4.8	4.6
ЦР		11.1	10.1	8.4	7.1
<i>разница</i>		0.2	4.0	3.6	2.5
Реальные располагаемые доходы населения					
МЭРИТ	10.4	10.9	9.6	8.8	7.8
ЦР	10.4	14.5	11.6	9.8	9.7
<i>разница</i>		3.6	2.0	1.0	1.9
Экспорт, всего, млрд. долл.					
МЭРИТ	355.2	441.8	426.5	432.7	444.1
ЦР		453	441.6	441.1	445.8
<i>разница</i>		11.2	15	8.4	1.7
Импорт, всего, млрд. долл.					
МЭРИТ	223.1	298.4	354.7	407.2	448.3
ЦР		295.8	358.9	418.3	472.9
<i>разница</i>		-2.6	4.2	11.1	24.6

Источники: Росстат, Центр развития.


Авторский коллектив

Население, социальная политика	Наталья Акиндинова, Вильф Виктория, Наталья Ивликова
Госфинансы	Наталья Акиндинова, Вильф Виктория, Наталья Ивликова
Цены производителей	Елена Балашова
Промышленность, инвестиции	Валерий Миронов
Инфляция, обменный курс, денежные показатели	Оксана Осипова, Мария Крымская
Прогноз российской экономики	Максим Петроневич
Внешняя торговля, финансовые рынки	Сергей Пухов
Мировая экономика	Сергей Смирнов
Банковский сектор	Михаил Столбов
Редактировал обозрение	Борис Грозовский

Центр развития
+7 (495) 624-1377