



# Центр развития

## Обозрение российской экономики

5 мая 2008 г.

### Итоги месяца

<b>Резюме.</b> Испытание «мягкой валютой»	2
<b>ВВП.</b> Внутренний спрос быстро растет, экспорт притормозил	4
<b>Промышленность.</b> Добыча топливных ископаемых снизилась, производительность труда быстро растет	6
<b>Инвестиции.</b> Уже полтора года инвестиции растут на 20%. Доля банковских кредитов в капвложениях низка	8
<b>Цены производителей.</b> Дорожают и сырье и готовая продукция	10
<b>Инфляция.</b> Рост цен ускорился. В 2008 г. инфляция достигнет 14–15%	12
<b>Обменный курс.</b> В апреле рубль немного подешевел относительно доллара и укрепился к евро. Центробанк скупает валюту	14
<b>Население и соцполитика.</b> Склонность к сбережению в банках остается низкой. Спрос на валюту вырос	16
<b>Внешняя торговля.</b> Рост нефтяных цен и ввоз иномарок	18
<b>Платежный баланс.</b> Рекордный текущий профицит. Приток капитала упал, инвестиции за границу выросли	20
<b>Денежные показатели.</b> Недостатка в ликвидности нет	22
<b>Госфинансы.</b> Нефтегазовые доходы выросли	24
<b>Банки.</b> Депозиты растут, крупнейшие банки покупают ценные бумаги, а остальные – продают	26
<b>Финансовые рынки.</b> Финансовые рынки – в боковом тренде	28
<b>Мировая экономика.</b> Инфляция повсеместно растет, а ВВП – замедляется	30
<b>Комментарии.</b> Нужны ли банкам бюджетные деньги?	32



## Испытание «мягкой валютой»

Все хорошо, если бы не инфляция – производственная и потребительская. Рост цен сейчас – и основа российского благополучия, и нарастающая проблема, давление которой будет только усиливаться.

Девальвация доллара и растущий спрос на сырье загнали цену нефти на «заоблачный» уровень – баррель нефти Urals в марте стоил около 100 долл. (на 70% дороже, чем год назад), а к концу апреля – 112 долл. Бюджет, даже не получая НДС (платеж по которому за первый квартал был произведен в конце апреля), ломится от денег – нефтегазовые доходы в марте превысили 11% ВВП; да и с другими налогами дело обстоит благополучно. Реальная зарплата населения и потребительские расходы растут на 14–15% (г/г).

Бурно растущий внутренний спрос оборачивается отнюдь не одним ростом импорта – уже полтора года темпом примерно в 20% увеличиваются инвестиции, обрабатывающая промышленность с начала 2007 г. растет темпом примерно в 9%. Производители непродовольственных товаров и строители могут даже в какой-то степени быть удовлетворенными инфляцией: доходность рублевых банковских вкладов не перекрывает повышения цен, а валютные вложения подходят только тому, кто не намерен «возвращаться» в рубль раньше, чем он будет изрядно девальвирован. Фондовый рынок также «не в форме», так что ввиду отсутствия возможности сохранить средства население вынуждено много тратить. Удорожание займов и снижение их доступности для заемщиков второго-третьего эшелонов перекрываются усилением спроса со стороны населения, государства и бизнеса. Рынок корпоративных облигаций обошелся пока без дефолтов, умеренным остается рост невозврата кредитов. Просроченная задолженность населения банкам не превышает 3,4% полученных кредитов, а организаций – 0,9%.

Даже локальный мартовский пик возврата иностранных займов (один из двух за текущий год) и первую уплату квартального НДС в конце апреля денежные рынки, можно сказать, не заметили: лишь в течение двух дней апреля ставки МИАКР (1 неделя) были выше 6%, а ставки на месяц только дважды превысили 8% годовых.

Сильно напуганные коммерческими банками, Центробанк и правительство сделали все, чтобы все было именно так. К нехватке ликвидности они подготовились крайне серьезно. Минфин провел оказавшиеся почти невостребованными аукционы по размещению свободных средств бюджета – еще до этого банки были «перекормлены» временно свободными деньгами госкорпораций. А Центробанк, хотя и вынужденный повышать ставки ради борьбы с инфляцией, оказался зато неожиданно либерален в отношении «перекрестных» схем размещения облигаций банками, когда последние, одновременно выпуская облигации, обмениваются ими при размещении, а затем используют бумаги банка-партнера для рефинансирования в ЦБР по самой низкой из существующих ставок (операции РЕПО с облигациями эмитентов, включенных в расширенный ломбардный список).

Вся эта «артподготовка» к так и не наступившему кризису ликвидности ценна даже не тем, что март-апрель на денежном рынке прошли спокойно (возможно, так было бы и без нее) – ее ценность скорее заключается в том, что денежные власти стали готовиться к возможному кризису, не понадеявшись на тактику «латания дыр». Банки же убедились, что в трудную минуту их не бросят в беде – причем при помощи не индивидуальных, а системных мер. Возможно, впрочем, что неожиданная склонность к превентивным мерам вызвана бурным ростом активов и влияния госбанков.



Российским денежным властям, прекрасно справившимся с пока не начавшимся кризисом ликвидности (в отличие от лета 2004 г., когда они сами же по неосторожности его и спровоцировали), есть с кого брать пример: ради спасения банков, «перебравших» рискованных бумаг и кредитов, и для предотвращения рецессии ФРС за менее чем восемь месяцев опустила основную ставку с 5,25 до 2%. Между тем в первом квартале американский ВВП вырос на 0,6% (квартал к кварталу), или на 2,5% (год к году). Уже после этого была резко повышена оценка расходов на строительство в январе-феврале, из чего экономисты Morgan Stanley и Nomura сделали вывод, что и оценку роста ВВП в первом квартале Bureau of Economic Analysis позже повысит до 0,9–1%. Только скорость, с которой в мировой экономике «сдуется» очередной пузырь, покажет, не «переборщила» ли ФРС со спасением банковского сектора. Пока же одни из косвенных результатов мягкой денежной политики ФРС – ослабление доллара и ускоренный рост цен сырьевых активов.

Россия в результате данных шагов уже в течение нескольких лет переживает валютный шок: до 2000 г. национальный экспорт по стоимости не достигал 100 млрд. долл., а в 2007 г. превысил 355 млрд. долл., в первом же квартале 2008 г. даже превысил показатель аналогичного периода прошлого года на 50,6%. Обилие вырученных за экспорт долларов (теряющих покупательную способность за пределами США) увеличивает денежную массу, ускоряет реальное укрепление рубля и повышает общий уровень цен в стране. Это происходит, несмотря на попытки Минфина и Банка России изолировать конъюнктурную часть экспортной выручки от экономики даже ценой потери средств (в последние месяцы курсовая потеря от пересчета Резервного фонда и Фонда благосостояния в рубли превышает их расчетную доходность).

Валютный шок усиливается дефицитом качественной инфраструктуры и качественной рабочей силы, непродуктивностью госрасходов – эти факторы ускоряют инфляцию.

Жизнь в России становится все более дорогой уже не только в сравнении со странами, схожими с ней по уровню развития, но и с Европой. Ввиду отсутствия макроэкономических исследований на эту тему приведем отраслевые и бизнес-примеры. Стоимость годовой аренды 1 кв. м офиса класса «А» в Москве в 2007 г., по оценке Knight Frank, выросла до 1358 евро (+70–80%). Из 21 европейской столицы дороже метр стоит только в Лондоне, и то на 250 евро, в то время как в Париже (3-е место по дороговизне) – 840 евро, а в большинстве европейских городов – 300–500 евро. По цене аренды складской и торговой недвижимости Москва на одном уровне с Мадридом и Стокгольмом, дороже Амстердама и Брюсселя.

Очень быстро дорожают инвестпроекты. Так, западный скоростной диаметр (окружная дорога вокруг Санкт-Петербурга), финансируемый Инвестфондом, за 2004–2007 гг. подорожал с 82 до 120 млрд. руб. (с 2,85 до 4,69 млрд. долл.), т.е. в 1,6 раза. Стоимость двух башен, которые строит в Москве для Siemens «Система-галс», с 2005 г. увеличилась в евро на 2/3 – со 120 до 200 млн. А стадион для футбольного клуба «Зенит» на Крестовском острове в Петербурге (финансируемый «Газпромом»), затраты на строительство которого осенью 2005 г. оценивались в 200 млн. долл. (в 2000 г. – 30 млн. долл.), сейчас подорожал до 550–600 млн. долл. В «мягкой», правда, валюте – в долларах...

*Центр развития*



## ВВП

### **Потребительский и инвестиционный спрос быстро растут**

### **Рост экспорта замедлился: нефть нужна внутри страны**

### **Увеличение запасов может свидетельствовать о «перегреве» экономики**

Рост ВВП в первом квартале 2008 г. оказался близким к 8% (г/г). Достаточно оптимистичными оказались практически все важные цифры по динамике внутреннего спроса. Расходы домохозяйств выросли на 13,3% (г/г), госрасходы – на 4%, инвестиции в основной капитал – на 20,2%. Таким образом, потребительский и инвестиционный бум продолжают, подпитываемые ростом доходов населения и предприятий, снижением склонности к сбережению населения, укреплением валютного курса рубля. Никаких признаков замедления или исчерпания фазы ускоренного роста внутреннего спроса не наблюдается.

Иное дело – внешний, или экспортный, спрос. Здесь, наряду с быстрым ростом экспорта газа (24% – г/г, причина – низкая база в начале прошлого года), алюминия (около 10%), продукции химической и нефтехимической продукции, наблюдалось заметное уменьшение экспорта сырой нефти (-4,6% – г/г), мазута (-16%), основных видов продукции черной металлургии (-2% и более). Сокращение экспорта нефти – основного товара российского экспорта – связано прежде всего с увеличением внутреннего потребления нефти вследствие быстрого роста российской экономики. Сказывается также опережающее повышение экспортных цен на нефтепродукты. Все более выгодным становится экспортировать не сырую, а переработанную нефть.

Так или иначе, темпы роста физических объемов экспорта товаров и услуг в первом квартале 2008 г., по нашей оценке, снизились до 4% (г/г). Отечественное производство на внутренний рынок росло быстрее – на 5,2% (г/г). Правда, судя по всему, быстрее обычного увеличивались запасы. В принципе, хотя и необязательно, это может быть следствием выпуска продукции, не находящей конечного потребителя, – «на склад». Это вполне возможная ситуация в условиях «перегрева» экономики.

*Сергей Смирнов*



ВВП

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

	2007 г.				2008 г.
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.*
<b>ВВП</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>7,9</b>
Внутренний спрос**	11,7	12,7	11,8	13,0	11,8
- конечное потребление	10,4	10,6	10,5	11,0	10,5
- накопление основного капитала	22,0	23,7	18,0	20,6	20,2
Внешний спрос (экспорт)	3,8	5,3	4,4	11,3	4,0
Источники покрытия внутреннего спроса					
- импорт товаров и услуг	28,4	28,9	26,4	26,1	22,0
- отечественное производство	3,1	4,0	3,6	4,6	5,2

\* Оценка Центра развития.

\*\* Исключая изменение запасов.

Источники: Росстат, Центр развития.

**Вклад различных факторов в динамику  
ВВП (процентных пунктов)**

	2007 г.				2008 г.
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.*
<b>ВВП</b>	<b>7,4</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>7,9</b>
Внутренний спрос**	9,6	11,0	9,8	12,4	11,2
- конечное потребление	7,0	7,0	6,5	7,3	8,7
- накопление основного капитала	2,6	4,0	3,3	5,1	2,5
Чистый экспорт	-4,1	-4,2	-4,0	-2,5	-6,5
- экспорт товаров и услуг	1,3	1,9	1,4	3,6	1,6
- импорт товаров и услуг	-5,4	-6,1	-5,4	-6,1	-8,1
Статистическое расхождение (вкл. прирост запасов)	1,8	1,3	1,5	-0,4	3,2
<i>Справочно:</i> отечественное производство на внутренний рынок	4,3	4,9	4,4	6,3	3,0

\* Оценка Центра развития.

\*\* Исключая изменение запасов.

Источники: Росстат, Центр развития.



## Промышленность

### **В первом квартале рост промышленности ускорился**

### **Добыча топливных ископаемых в годовом выражении снизилась**

### **Производительность труда в промышленности растет почти на 8%**

Рост промышленности в марте текущего года (на 6,5% – г/г) оказался немного ниже показателя предыдущего месяца (7,5%). Это объясняется прежде всего неожиданным сокращением добычи полезных ископаемых – на 0,7% (г/г) (добыча топливных ископаемых упала на 0,9%, а нефти – на 1,7%). Это уникальный для отрасли результат. С 2004 г. темп роста в данной отрасли резко снизился, но абсолютного падения выпуска здесь не наблюдалось уже много лет. Причина снижения добычи – задержка ввода новых месторождений при выработанности старых, несмотря на растущий приток экспортной выручки (мировая цена нефти выросла на 70% – г/г).

В обрабатывающем секторе в марте сохранились двузначные темпы роста (10,4% – г/г – против 11,2% в феврале). Снижение выпуска электрооборудования (почти на 16%) было компенсировано ускоряющимся ростом выпуска у лидеров этого года – металлургии (13,4%), производителей резины и пластмасс (33,8%) и транспортных средств (почти 23%).

Учитывая, что в марте 2008 г. рабочих дней было на один меньше, чем год назад, а также с учетом сезонного и календарного факторов промышленность и в марте, и в целом в первом квартале росла быстрее (0,8% в среднем за месяц), чем в четвертом квартале 2007 г. (0,5%). На фоне ускорения роста цен это может указывать на инфляционный «перегрев» экономики.

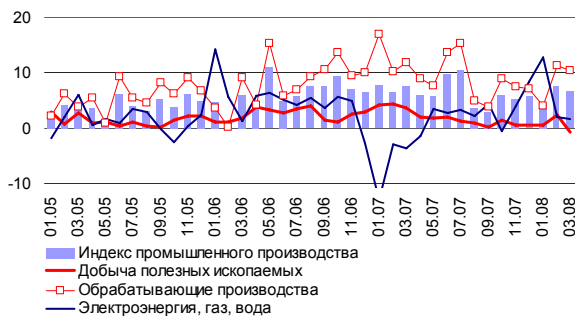
Противоположный сигнал подает продолжение быстрого роста производительности труда (на 7,6% – г/г – в первом квартале 2008 г.) при сокращении численности занятых, которое ускорилось с 0,3% (г/г) в первом квартале 2007 г. до 1,5% за аналогичный период 2008 г. При этом серьезно изменилась структура роста производительности. В числе лидеров здесь оказались производители промежуточной продукции в сфере деревообработки, а также резины и пластмасс (в первом квартале – рост на фантастические 24–25%). В то же время заметно ниже среднего по промышленности растет производительность в химической отрасли, машиностроении, производстве стройматериалов, не говоря уже о добыче (рост всего на 1,7%). Двузначные темпы роста производительности труда показывают, что в отдельных секторах до сих пор сохраняются резервы незанятой рабочей силы и производственных мощностей. Этот фактор, а также весьма вероятное торможение роста физических объемов импорта (по мере нарастающего ввода сборочных производств внутри России) немного отдалают перспективу критического «перегрева» экономики и пока сохраняют шансы на ее «охлаждение».

*Валерий Миронов*



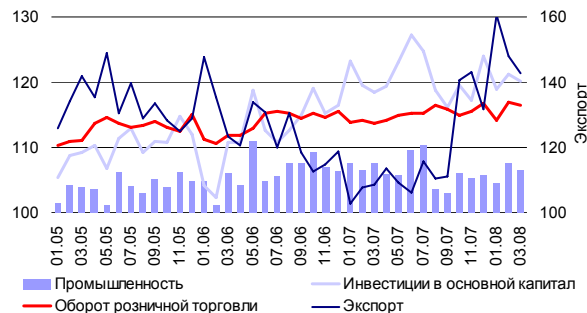
## Промышленное производство

**Динамика секторов промышленности (прирост год к году, в %)**



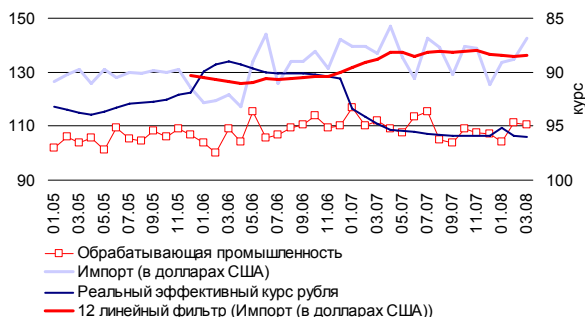
Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Центр развития.

**Среднемесячный прирост объемов производства (сезонность устранена, в %)**

Отрасль/период	2007				2008			
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	январь	февраль	март
<b>Промышленность в целом</b>								
ЦЭК (272 вида продукции)	0,4	0,2	0,2	0,6	0,9	0,4	0,6	1,6
ЦЭК (730 видов продукции)	0,4	0,7	0,2	0,5	0,8	0,7	0,8	0,7
в том числе по видам деятельности								
Добыча полезных ископаемых	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Обработывающие производства	0,5	0,9	0,4	0,6	1,0	1,1	1,0	1,0
Электро- и теплоэнергетика	-0,1	1,2	0,6	-0,3	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6

Источники: Росстат, ЦЭК.

**Динамика выпуска и производительности труда в промышленности в первом квартале 2007 и 2008 гг.\***

	Выпуск		Численность занятых		Производительность труда	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007
<b>Промышленное производство в целом</b>	6,2	7,2	-1,5	-0,3	7,6	7,6
Добыча полезных ископаемых	0,7	4,0	-0,3	-0,2	1,7	4,2
Обработывающие производства	8,7	12,8	-1,3	-0,2	9,1	13,0
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	6,4	9,8	-3,8	0,0	10,5	9,8
обработка древесины и производство изделий из дерева	15,6	4,2	-3,8	-3,1	23,7	7,5
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	7,8	9,5	-2,1	-1,2	11,1	10,8
химическое производство	3,7	8,3	-2,3	-5,1	5,8	14,1
производство резиновых и пластмассовых изделий	30,4	13,2	2,7	2,1	25,0	10,9
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	8,6	7,3	-3,1	-1,1	9,4	8,5
производство машин и оборудования	16,4	26,0	-0,8	-1,6	18,1	28,0
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	-6,7	17,1	0,8	1,8	-5,4	15,0
производство транспортных средств и оборудования	14,4	17,0	3,4	0,7	6,1	16,2

\*В 2008 г. динамика численности занятых оценена на основе отчетных данных за январь-февраль.

Источники: Росстат, Центр развития.



## Инвестиции

**Уже в течение полутора года инвестиции растут примерно на 20% в годовом выражении**

**Скорость роста ввода жилых домов в первом квартале упала в 7 раз**

**Доля заемных средств в инвестициях низка – это защищает их от финансового кризиса, но консервирует сырьевую структуру экономики**

В марте 2008 г. инвестиции выросли на 20,2%, так же как и в целом за первый квартал. Это лишь на 2,6 п.п. ниже, чем в первом квартале 2007 г. Близкими к 20% темпами инвестиции в основной капитал растут вот уже почти полтора года – это беспрецедентный по длительности период инвестиционного подъема в истории новой России. В январе-марте текущего года темп роста строительства ускорился вдвое – почти до 30% (г/г); однако не обошлось и без «ложки дегтя»: темп роста ввода жилья снизился с почти 50% год назад до 8%.

Назовем характерные тенденции в инвестиционной динамике за последние два года (учитывая обновленные данные Росстата по росту инвестиций за 2007 г.):

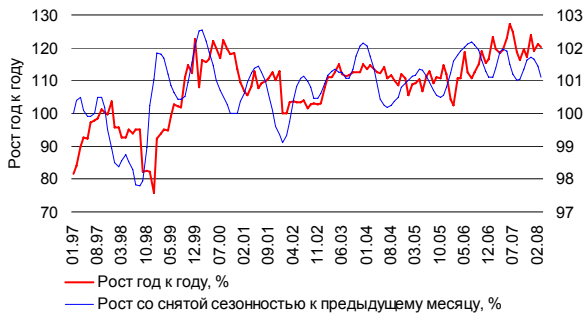
- инвестиции устойчиво растут – в среднем на 1,5% в месяц со снятой сезонностью;
- быстро увеличиваются не только темпы роста инвестиций, но и финансовые вложения предприятий. Это позволяет надеяться, что в случае торможения роста кредитов (из-за проблем с привлечением займов из-за рубежа) увеличение инвестиций будет поддержано за счет собственных средств и «секвестра» сделок по слияниям и поглощениям;
- почти 70% суммарных инвестиций аккумулировано в добыче полезных ископаемых и в инфраструктурных отраслях. При этом доля этих отраслей в ВВП обратно пропорциональна их доле в инвестициях, что делает российский экономический рост все более капиталоемким и дорогим;
- в обрабатывающем секторе низка склонность к инвестированию из собственных средств (менее 50% в 2005–2007 гг.). Стоимость необходимых инвестиционных проектов заведомо превышает собственные инвестиционные ресурсы сектора, в связи с чем необходимо привлекать значительное внешнее финансирование;
- несмотря на быстрый рост кредитования, доля банковского кредита в источниках привлечения инвестиций остается относительно стабильной (ниже 10%). Следовательно, финансовый кризис сам по себе вряд ли может оказать заметное влияние на инвестиционные процессы в реальном секторе отечественной экономики – по крайней мере до тех пор, пока он не скажется на мировом спросе на основные товары российского экспорта.

*Валерий Миронов*



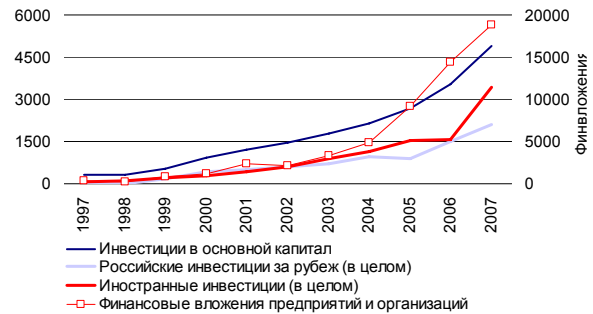
## Инвестиции в основной капитал

### Динамика инвестиций в основной капитал в целом по экономике



Источники: Росстат, Центр развития.

### Основные инвестиционные потоки в экономике России (млрд. руб.)\*



\* Без учета малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности.

Источник: Росстат.

### Прирост инвестиций в основной капитал в 2004–2007 гг. (год к году, в %) и их объем по видам деятельности

	Прирост, г/г, %				Объем 2007, \$млрд.
	2004	2005	2006	2007	
<b>Инвестиции в основной капитал – всего (по полному кругу предприятий)</b>	<b>13,7</b>	<b>10,9</b>	<b>13,7</b>	<b>21,1</b>	<b>233,5</b>
То же, без мал. бизнеса и неформ. деят.	н/д	7,9	10,7	14,2	172,9
Сельское хозяйство	8,7	10,6	40,6	25,2	7,5
Добыча полезных ископаемых	-8,0	-0,3	22,2	19,1	29,9
Обработывающие производства в целом	11,1	10,6	7,4	10,8	27,2
производство пищевых продуктов	-10,3	7,5	3,9	10,4	4,8
лесохимический комплекс	4,3	20,6	10,3	4,9	5,3
металлургия	45,1	19,1	12,8	-2,0	6,2
машиностроение в целом	-0,6	-5,8	13,2	16,6	4,1
Электро- и теплоэнергетика	14,9	-0,4	2,2	30,0	15,1
Строительство	-33,8	31,1	8,6	5,1	4,2
Транспорт и связь	20,6	14,4	5,2	8,2	43,7
Операции с недвижимым имуществом, аренда и услуги	7,2	0,2	4,5	18,3	20,7
Социальные услуги в целом	-3,4	16,9	22,5	14,9	16,6

Источники: Росстат, Центр развития.

### Склонность к инвестированию в основной капитал из балансовой прибыли в 2003–2007 гг. (в %)\*

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Всего по экономике</b>	<b>121,9</b>	<b>85,7</b>	<b>83,3</b>	<b>91,9</b>	<b>85,7</b>
Добыча полезных ископаемых	179,8	76,1	68,3	85,9	93,7
Обработывающие производства	83,0	61,4	49,5	41,9	44,3
химическое производство	160,6	103,2	69,8	69,7	73,0
металлургия	34,7	27,9	37,4	29,1	27,5
машиностроение в целом	119,4	97,5	94,1	68,9	77,5
Электро- и теплоэнергетика	243,4	374,1	304,8	365,4	357,1
Строительство	288,9	277,8	203,3	177,9	126,1
Торговля	13,5	8,3	13,7	12,5	14,2
Транспорт и связь	177,8	221,5	245,8	230,6	186,8
в том числе					
железные дороги		352,6	514,1	291,2	157,2
трубопроводы		219,6	202,6	247,1	234,0
связь	91,0	121,4	123,1	104,0	84,6

\* Инвестиции в основной капитал/балансовая прибыль.

Источники: Росстат, Центр развития.

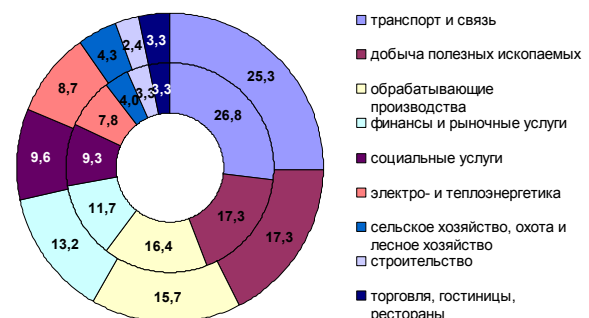
### Структура источников инвестирования в основной капитал в экономике России в 2000–2007 гг. (в %)\*

	1995	2000	2005	2006	2007
<b>Инвестиции в основной капитал – всего</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Прибыль	20,9	23,4	20,6	20,2	19,9
Амортизация	22,6	18,1	21,3	21,3	19,2
кредиты банков		2,9	8,3	8,9	9,5
бюджетные средства в целом	21,8	22,0	20,7	19,8	20,2
из федерального бюджета	10,1	6,0	7,1	6,9	7,0
из бюджетов субъектов Российской Федерации	10,3	14,3	12,5	12,0	11,7
Средства внебюджетных фондов		4,8	0,5	0,5	0,5
Прочие		15,6	18,0	21,1	21,7

\* С 2000 г. – без учета малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности.

Источник: Росстат.

### Структура инвестиций в основной капитал в экономике России в 2006–2007 гг. (в %)



Источник: Росстат.



## Цены производителей

### **Мировой рынок стимулирует рост внутренних цен на сырье... ...а потребительский спрос – удорожание готовой продукции**

В марте 2008 г. рост цен производителей промышленной продукции ускорился до 27,4% (г/г). Основной причиной такой динамики стало стремительное повышение цен на мировых рынках основных сырьевых товаров (энергоресурсов, зерна, металлов, химического сырья). Раскручиванию инфляционной спирали способствовал переток капиталов в товарные, главным образом в сырьевые, сектора мировой экономики. Этот переток, в свою очередь, объяснялся падением доллара и продолжающимся мировым финансовым кризисом.

Сохранение чрезвычайно высоких темпов прироста цен в добыче топливно-энергетических ресурсов (52,4% – г/г) и в нефтепереработке (54,1% – г/г) связано не только с конъюнктурой мировых рынков, но и с ожидаемым значительным повышением цен на нефть на внутреннем рынке в апреле. Рост цен в нефтедобыче подстегивало наращивание нефтепереработчиками запасов нефтяного сырья по более низким мартовским ценам. Скачок отпускных цен в нефтепереработке (на 7 п.п. относительно февраля) был вызван как увеличением затрат на сырье, так и повышенным сезонным спросом на нефтепродукты (их производство сокращается из-за остановки в марте ряда НПЗ на профилактический ремонт).

В марте под влиянием мировых цен на металлургическое сырье ускорился рост цен и в добыче металлических руд – на 5 п.п. относительно февраля и на 23,3% г/г. Этот фактор, вместе с повышением тарифов на железнодорожные перевозки, цен на коксующийся уголь и электроэнергию и, одновременно, с беспрецедентным спросом на металлопродукцию на внутреннем рынке (по ряду позиций производство в марте выросло в 2–3 раза – г/г), способствовал росту цен в металлургическом производстве.

В целом цены производителей в обрабатывающем секторе повысились в марте на 22,8% (г/г). Опережающая динамика наблюдалась в производстве пищевых продуктов (25,2% – г/г) – в основном под влиянием ажиотажной ситуации на внутреннем рынке зерна. После введения заградительных экспортных пошлин на зерно его запасы в стране даже превысили прошлогодние, однако сельхозпроизводители придерживают свою продукцию в ожидании дальнейшего роста цен на нее. Это, соответственно, обуславливает дефицит продукции у переработчиков и, как следствие, повышение цен на корма, муку, крупы и хлеб.

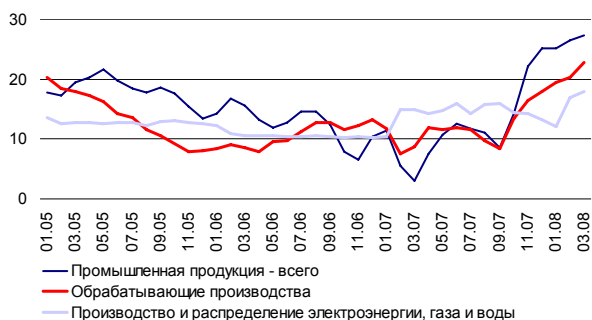
Сохраняются высокие темпы роста цен также в производстве лесных и строительных материалов (соответственно 24,3 и 33,8% – г/г). Этому способствуют активный спрос на них при значительном отставании предложения, инфляционные ожидания населения и сезонный фактор.

*Елена Балашова*



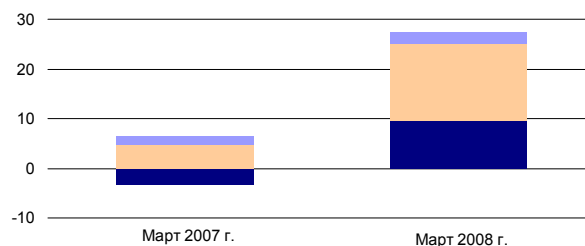
## Цены производителей

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



Источник: Росстат.

**Вклад в прирост цен производителей промышленной продукции (год к году, процентных пунктов)**



Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источники: Росстат, Reuters.

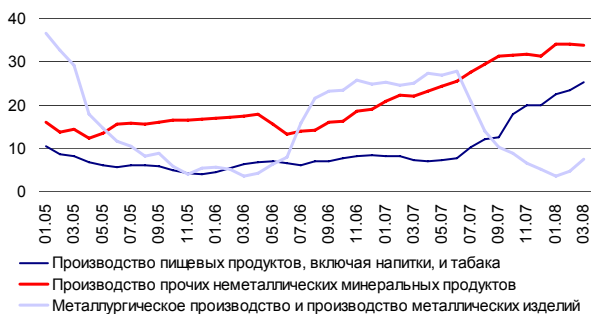
**Вклад в прирост цен производителей обрабатывающих производств (год к году, в %)**

	Март 2007 г.	Март 2008 г.
<b>Обрабатывающие производства, п.п.</b>	<b>8,7</b>	<b>22,8</b>
<b>Всего, в %</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
в том числе:		
Производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	11,3	20,3
Текстильное и швейное производство	0,7	0,6
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	0,2	0,1
Обработка древесины и производство изделий из дерева	2,3	2,2
Целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	3,6	2,2
Производство кокса и нефтепродуктов	-16,5	25,7
Химическое производство	8,9	8,9
Производство резиновых и пластмассовых изделий	2,5	1,2
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	10,9	9,7
Металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	49,0	9,9
Производство машин и оборудования	7,2	5,3
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	7,2	2,4
Производство транспортных средств и оборудования	8,0	8,1
Прочие производства	4,8	3,3

Примечание. Взвешено по структуре отгруженной продукции.

Источники: Росстат, Центр развития.

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



Источник: Росстат.



## Инфляция

### **Инфляция заметно ускорилась**

### **Правительство второй раз за год повысило прогноз роста цен**

### **За год инфляция составит около 14–15%**

Инфляция в марте текущего года продолжала ускоряться, составив 1,2% против 0,6% в марте 2007 г. К удорожанию ускоренным темпом продуктов питания добавилось, на фоне растущей цены на нефть на мировом рынке, увеличение цен на бензин. С начала года потребительские цены выросли на 6%, а в годовом выражении инфляция приблизилась к 13,9%.

Осознавая несостоятельность ранее сделанных прогнозов, правительство уже дважды с начала года пересматривало прогноз инфляции на 2008 г.: сначала он был повышен с 8,5 до 9,5%, а позднее – до 10%.

Цены на сельхозпродукцию на мировых рынках в апреле снова выросли на 5,7% (после снижения в марте). Судя по всему, вряд ли следует ожидать замедления темпов инфляции – по крайней мере, до нового урожая. В этих условиях даже повышенный прогноз инфляции, предложенный правительством, выглядит нереалистичным. По предварительной оценке, инфляция в апреле составит 1,4%, а по итогам года при сохранении подобной тенденции она может превысить уровень 2007 г., достигнув 14–15%.

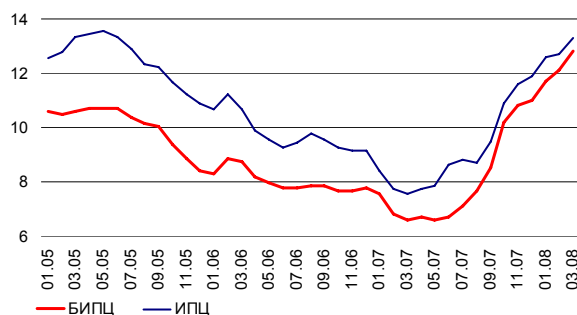
Помимо неблагоприятной ситуации на продовольственных рынках на протяжении всего первого полугодия сильное влияние на темпы роста потребительских цен будет оказывать масштабный рост расходов бюджета в конце прошлого года.

*Оксана Осипова, Мария Крымская*



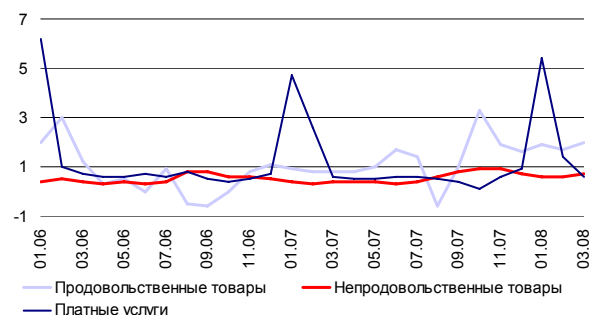
## Инфляция

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



Источник: Росстат.

**Динамика элементов ИПЦ (месяц к месяцу, в %)**



Источник: Росстат.

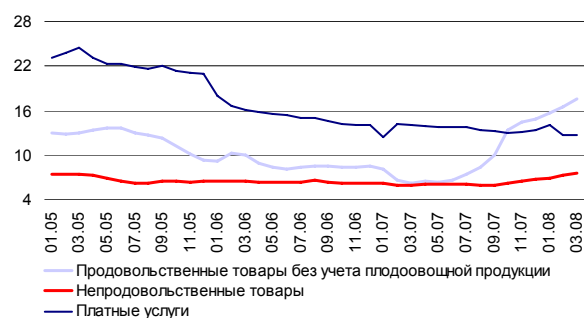
**Инфляция потребительских цен и ее составляющие (год к году, накопленным итогом, в %)**

	фев.07	мар.07	янв.- мар. 07	фев.08	мар.08	янв.- мар. 08
<b>Инфляция</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>3,4</b>	<b>12,7</b>	<b>13,3</b>	<b>4,8</b>
продовольственные товары	6,6	6,2	2,5	16,5	17,6	5,7
непродовольственные товары	6,0	6,0	1,1	7,2	7,5	1,9
бензин	8,6	7,8	-0,9	10,8	12,9	3,2
услуги	14,2	14,0	8,1	12,7	12,7	7,5
Базовая инфляция*	6,8	6,6	1,7	12,1	12,8	3,2

\* 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

### **Рубль подешевел относительно доллара и укрепился к евро**

### **Центробанк активно скупает валюту, поддерживая ликвидность**

Тенденции мирового валютного рынка продолжают играть определяющую роль в динамике обменного курса рубля. При этом в марте активность Банка России на рынке усилилась, и относительное укрепление рубля по сравнению с февралем замедлилось.

Курс рубля к бивалютной корзине укрепился в марте всего на 0,1% (против 0,3% в феврале). Реальный эффективный курс рубля укрепился на 0,3%, а с начала года – на 1,4% (за первые три месяца 2007 г. – на 2,7%).

В апреле девальвация доллара сменилась его небольшим укреплением (в пределах 1%). При этом девальвация рубля к доллару и его укрепление к евро были примерно одинаковыми – 0,35%.

*Оксана Осипова, Мария Крымская*



## Обменный курс

### Динамика валютного курса (в % прироста)

На конец месяца	фев.07	мар.07	фев.08	мар.08
Номинальный курс рубля к доллару	-1,4	-0,6	-1,5	-2,5
Номинальный курс рубля к евро	0,4	0,5	0,7	1,8
Номинальный курс рубля к корзине*	0,8	0,0	-0,3	-0,1
Реальный курс рубля к доллару	-1,9	-0,5	-2,4	-2,6
Реальный курс рубля к евро	-0,5	1,0	-0,4	1,5

\* 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	фев.07	мар.07	фев.08	мар.08
Номинальный курс рубля к доллару	-0,5	-0,9	0,1	-3,3
Номинальный курс рубля к евро	-0,2	0,5	0,4	1,8
Номинальный эффективный курс	-0,3	0,1	0,5	0,1
Реальный курс рубля к доллару	-1,1	-0,5	-0,8	-4,2
Реальный курс рубля к евро	-0,9	0,4	-0,4	1,1
Реальный эффективный курс	-0,9	-0,1	0,1	-0,3

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

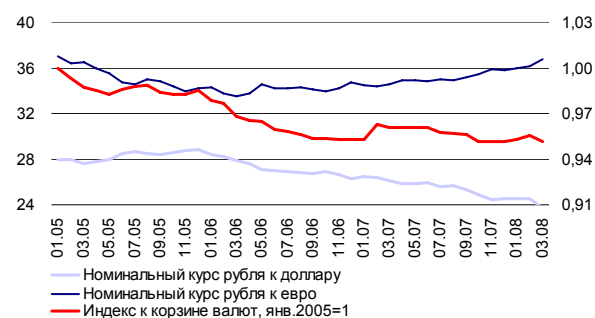
Источники: Банк России, Reuters, Центр развития.

### 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

### Склонность к сбережению остается низкой

### Вырос спрос на валюту...

### ...что мешает борьбе с инфляцией

В марте 2008 г. темп роста реальных располагаемых доходов снизился до 7,8% (г/г). Учитывая динамику средней зарплаты (рост на 14,6% – г/г) и эффект от последнего повышения пенсий, этот показатель выглядит немного заниженным, тем более что замедление роста реальных доходов в большей мере объясняется снижением его номинальных темпов, чем влиянием инфляции. По итогам квартала подобная неувязка выразилась в сокращении доли доходов от собственности и предпринимательской деятельности.

Потребительские расходы в марте выросли на 13,8% (г/г), и соответственно увеличилась их доля в доходах. При этом склонность к организованному сбережению в виде рублевых депозитов и ценных бумаг оказалась на уровне марта прошлого года (5,1%). После неутешительных итогов первых двух месяцев 2008 г. это хороший результат. Однако, как мы писали в предыдущем выпуске обозрения, усиление сберегательной активности может оказаться временным и объясняться значительными выплатами бюджетникам и пенсионерам, часть которых осела на банковских вкладах.

Низкая и неустойчивая динамика склонности к организованному сбережению сочетается с откатом к валютизации наличных сбережений. По данным за январь-февраль, чистый спрос на евро (без учета вывоза иностранной валюты из России) составил 2,7 млрд. И даже спрос на доллары впервые с ноября 2006 г. вышел в положительную область.

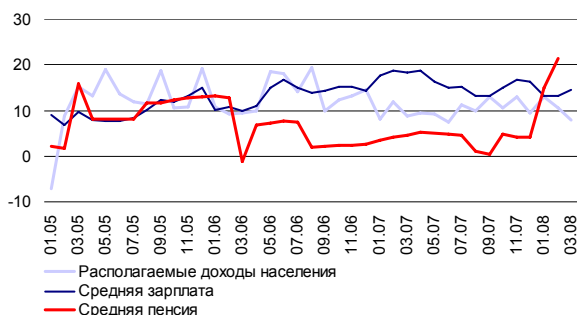
Спрос на валюту – следствие ускорения инфляции и, одновременно, серьезная помеха в борьбе с ней. Правительственный антиинфляционный пакет мер предполагает стимулирование вложений в долгосрочные финансовые активы – ценные бумаги и пенсионные фонды. На наш взгляд, эффект от него, особенно если учесть негативный опыт общения россиян с пенсионной системой, не будет быстрым. Предпочтительным поэтому видится создание стимулов для привлечения средств населения на традиционные банковские депозиты. Это позволило бы и снизить инфляцию, и стабилизировать банковскую систему в большей мере, чем в случае прямых вливаний в нее бюджетных средств.

*Наталья Акиндинова, Виктория Вильф*



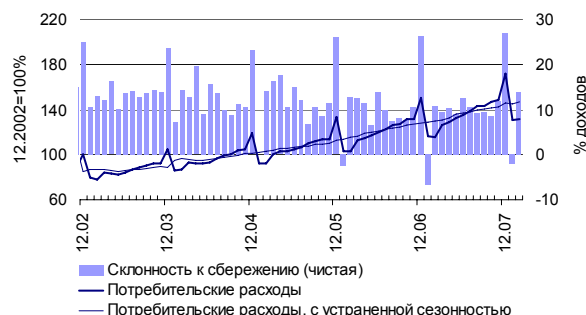
## Население и социальная политика

### Реальные доходы населения (год к году)



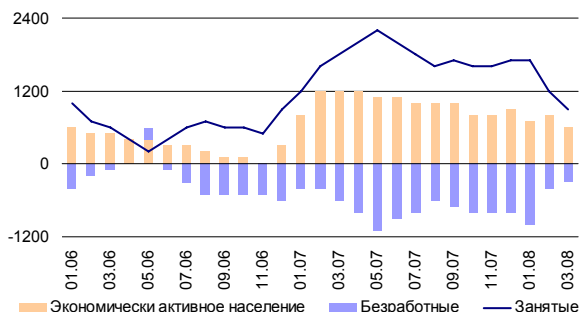
Источник: Росстат.

### Реальные потребительские расходы и склонность к сбережению



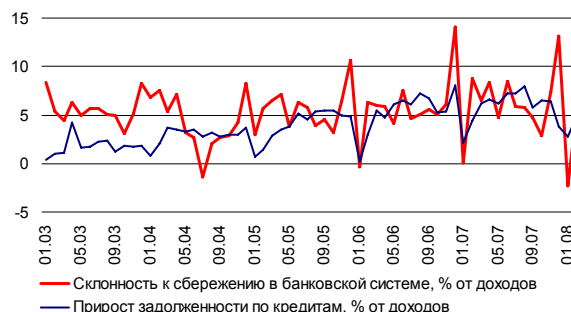
Источник: Росстат.

### 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

	мар.07	мар.08
Отношение пенсии к средней зарплате, %	22,9	23,7
Средняя зарплата, в % к средней в экономике*		
Здравоохранение	73,6	73,3
Образование	66,2	65,7
Жилищное строительство		
Ввод в действие жилых домов, млн. м2*	4,0	4,4
Рождаемость, на 1000 чел. населения**	10,6	11,8

\* Февраль 2007 и 2008 гг. соответственно.

\*\* 2006 и 2007 гг. соответственно.

Источник: Росстат.

### Валютная структура банковских сбережений населения



Источники: Банк России, Росстат.



## Внешняя торговля

### Экспорт нефти стагнирует, а газа – растет

### Увеличение доходов и укрепление рубля стимулируют рост импорта

### Бурно растет ввоз иномарок

Стоимость экспорта товаров в марте текущего года достигла 38 млрд. долл. (рост на 43% – г/г). Около 70% этой суммы приходится на продукцию ТЭК, главным образом на сырую нефть и природный газ.

В этот период средняя стоимость барреля российской нефти поднялась до 100 долл., превысив цены марта прошлого года в 1,7 раза. Несмотря на продолжающийся рост нефтяных цен, поставки нефти на мировой рынок второй месяц подряд сокращаются (на 12,4% – г/г – в феврале и на 3,2% в марте). Негативная динамика была вызвана низкими темпами роста нефтедобычи и повышением спроса на продукты нефтепереработки внутри страны. Официальные и корпоративные прогнозы добычи нефти в России находятся на крайне низком уровне – в 2008 г. здесь, из-за низкой инвестиционной активности, ожидается рост всего на 1–2%. Поэтому можно предполагать, что в условиях интенсивно растущей экономики экспорт нефти в физическом выражении по итогам текущего года по сравнению с предыдущим в лучшем случае не изменится.

Экспорт газа в марте, наоборот, вырос на 37% (г/г) в реальном выражении (на 11% в феврале, на 26% в январе). Но это – следствие низкой базы прошлого года (мягкая зима 2006/2007 гг. привела к снижению потребления топлива в Европе). Столь резвый старт вполне способен поднять экспорт газа в текущем году на 5–10% в реальном выражении при увеличении его добычи не менее чем на 4%.

Стоимость импорта в марте превысила 24 млрд. долл., увеличившись на 42% (г/г), главным образом за счет импорта из стран дальнего зарубежья. Одним из ключевых факторов его роста остается потребительский спрос. Укрепление рубля в реальном выражении положительно воздействует на инвестиционный импорт.

Быстро увеличивается стоимость импорта продукции машиностроения из стран дальнего зарубежья – по предварительным оценкам, почти на 60% (г/г) (примерно в равной степени за счет импорта автомобилей и механического оборудования). Бурно растет также ввоз текстильных изделий и обуви, в основном за счет готовой продукции. Импорт химической продукции и продовольственных товаров повышался значительно медленнее (соответственно на 34 и 13% – г/г).

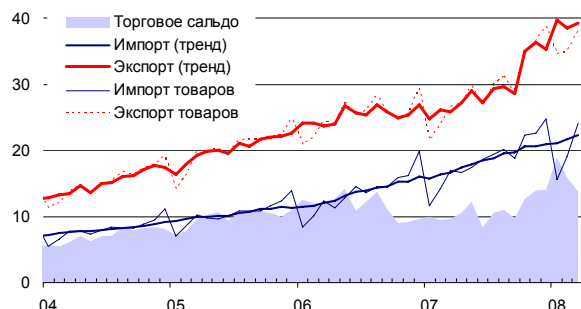
Импорт иномарок рос практически теми же темпами, что и годом ранее, – похоже, автолюбители активно меняют купленные несколько лет назад машины на новые. В результате расширяется вторичный рынок данной продукции. При таких темпах обновления автопарка новым иномаркам со временем будет труднее конкурировать с вторичным рынком, что приведет к торможению роста импорта.

*Сергей Пухов*



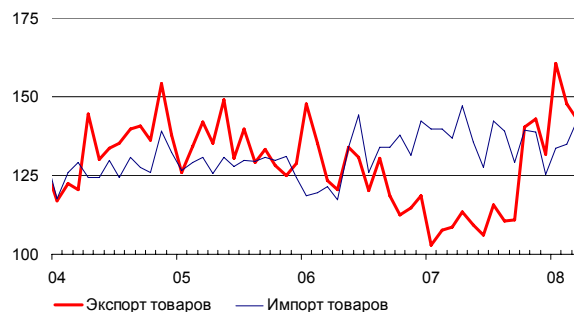
## Внешняя торговля

**Внешняя торговля (млрд. долл.)**



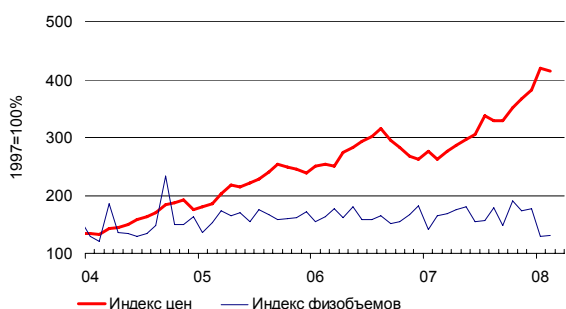
Источник: Банк России.

**Внешняя торговля (год к году, в %)**



Источник: Банк России.

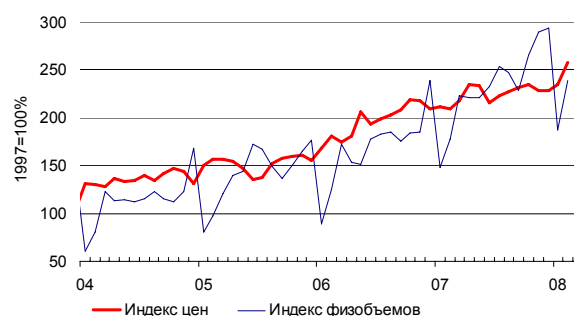
**Индексы цен и физических объемов экспорта**



Примечание. Товарная выборка – 79% стоимости экспорта. Данные приведены по странам дальнего зарубежья.

Источники: ФТС России, расчеты Центра развития

**Индексы цен и физических объемов импорта**



Примечание. Товарная выборка – 14% стоимости импорта, в основном продовольственные товары. Данные приведены по странам дальнего зарубежья.

Источники: ФТС России, расчеты Центра развития.

**Структура экспорта товаров**

	2006	2007	дек.07	январь.08	фев.08
Экспорт (f.o.b.)*, млрд. долл.	303,9	355,2	38,7	34,0	35,0
Экспорт (f.o.b.)**, млрд. долл.	301,2	352,3	38,4	34,4	34,7
Экспорт (f.o.b.)***, млрд. долл.	288,4	333,3	36,0	32,6	32,8
Структура, %	100	100	100	100	100
Продовольствие и с/х сырье	1,7	2,5	2,8	1,6	1,3
Минеральные продукты	66,3	64,6	65,6	73,7	69,7
ТЭК	65,7	63,9	64,8	73,1	69,0
Химия, каучук	5,4	5,9	5,1	5,1	6,4
Кожа, пушнина	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Древесина и бумага	3,2	3,6	2,8	2,6	3,0
Текстиль и обувь	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Драг.металлы и драг.камни	2,7	2,0	2,6	1,3	1,8
Металлы	13,8	14,6	12,5	11,6	12,4
Машины и оборудование	5,5	5,3	6,8	3,3	4,3
Прочее	1,0	1,3	1,6	0,6	0,8

\* По данным Банка России.

\*\* По данным ФТС России.

\*\*\* Выборка – 96% стоимости экспорта.

Источники: Банк России, ФТС России.

**Структура импорта товаров**

	2006	2007	дек.07	январь.08	фев.08
Импорт (f.o.b.)*, млрд. долл.	164,7	223,1	25,0	15,8	19,1
Импорт (с.i.f.)**, млрд. долл.	137,8	199,7	22,3	13,8	19,5
Импорт (с.i.f.)***, млрд. долл.	130,8	190,4	21,5	13,0	18,6
Структура, %	100	100	100	100	100
Продовольствие и с/х сырье	15,6	13,7	14,2	14,4	13,0
Минеральные продукты	2,4	2,4	2,2	3,1	2,6
ТЭК	1,4	1,3	1,2	1,6	1,4
Химия, каучук	16,2	14,0	13,6	13,4	14,2
Кожа, пушнина	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
Древесина и бумага	2,9	2,6	2,4	2,8	2,5
Текстиль и обувь	3,7	4,1	3,0	5,1	4,9
Драг.металлы и драг.камни	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3
Металлы	7,4	7,8	5,8	6,9	6,1
Машины и оборудование	48,1	51,4	54,6	50,3	52,7
Прочее	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3

\* По данным Банка России.

\*\* По данным ФТС России.

\*\*\* Выборка – 94% стоимости импорта.

Источники: Банк России, ФТС России.



## Платежный баланс

### Рекордный профицит текущего счета – 10,9% ВВП

### Приток иностранных инвестиций и займов ослабевает

### Российские предприятия расширяют бизнес за рубежом

Профицит счета текущих операций в первом квартале 2008 г. достиг 37 млрд. долл. – 10,9% ВВП. Это рекордный уровень за всю историю платежного баланса России. Этому способствовал резкий рост стоимости экспорта (в полтора раза – год к году), в основном топлива: его удельный вес приблизился к 69% против 61% годом ранее. Запредельный уровень мировых цен на нефть в условиях приближающейся мировой рецессии может обернуться резким сокращением экспортной выручки.

Экспортный бум сопровождался значительно меньшим, но устойчивым ростом импорта (в 1,4 раза – г/г). При этом доля «серого» импорта продолжала снижаться, составив примерно 15% от стоимости импорта (в конце 2004 г. – более 30%). Повышение прозрачности импорта, обычно сопровождаемое ростом цен, несколько снизило физические объемы поставок товаров из-за рубежа. Но импорт в физическом выражении все равно растет быстрее отечественного производства. Увеличение зависимости российских потребителей от иностранной продукции создает благоприятную почву для дальнейшего роста импорта.

В результате сальдо торгового баланса выросло на 61% (г/г) – до 48 млрд. долл. Отрицательное сальдо по другим статьям счета текущих операций выросло еще сильнее – на 74% (г/г). Основной причиной такой динамики стало увеличение выплат дивидендов нерезидентам на фоне высоких нефтяных цен и процентных платежей по внешнему долгу.

Чистые внешние заимствования частного сектора (за вычетом погашений) составили в первом квартале 33 млрд. долл., снизившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года почти на четверть. Дефицит ликвидности на мировых рынках капитала привел к снижению активности по привлечению иностранных инвестиций российскими компаниями (на 10% – г/г) и банками (даже в больших масштабах – почти вдвое). Мировой финансовый кризис постепенно начинает влиять не только на финансовый, но и на реальный сектор российской экономики: приток иностранного капитала в страну ослабевает.

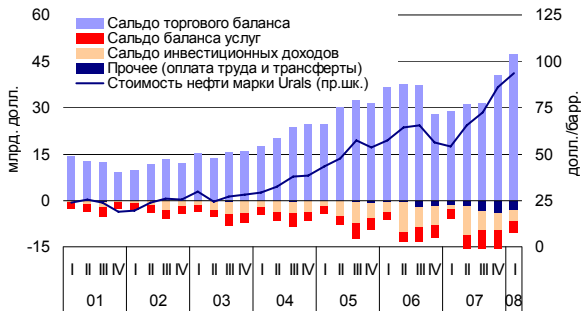
В то же время резко увеличились вложения частного сектора в зарубежные активы (до 56 млрд. долл., или в 1,9 раза – г/г), главным образом – за счет расширения отечественного бизнеса за рубежом: прямые и портфельные инвестиции выросли в 2,4 раза. В результате сформировался рекордный чистый отток иностранного капитала – 23 млрд. долл. В совокупности с небольшим дефицитом финансового счета госсектора (2 млрд. долл.) текущий профицит позволил денежным властям в январе-марте текущего года пополнить валютные резервы на 12 млрд. долл.

*Сергей Пухов*



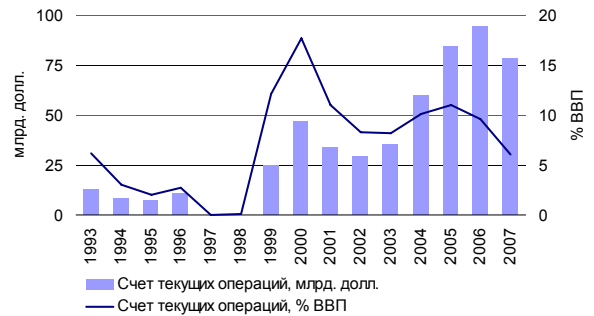
## Платежный баланс

### Сальдо текущих операций и нефтяные цены



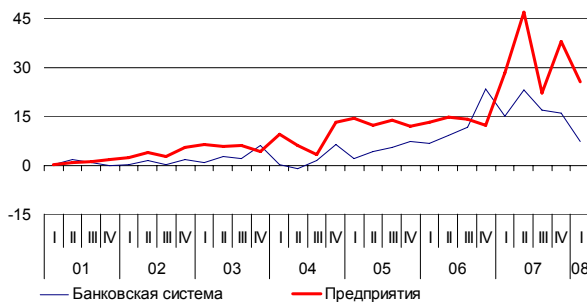
Источники: Банк России, Reuters.

### Динамика счета текущих операций



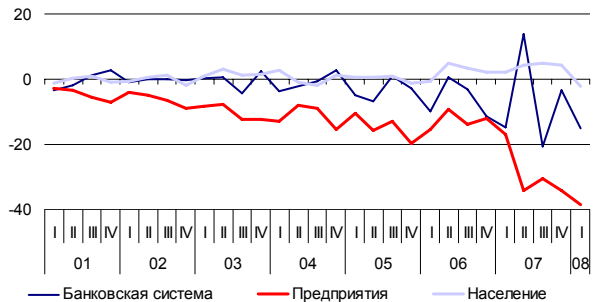
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

### Валовой приток капитала (млрд. долл.)



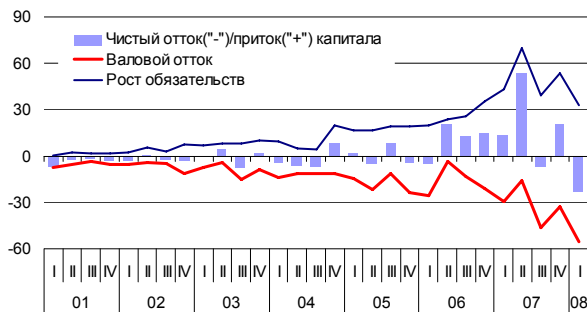
Источник: Банк России.

### Валовой отток капитала (млрд. долл.)



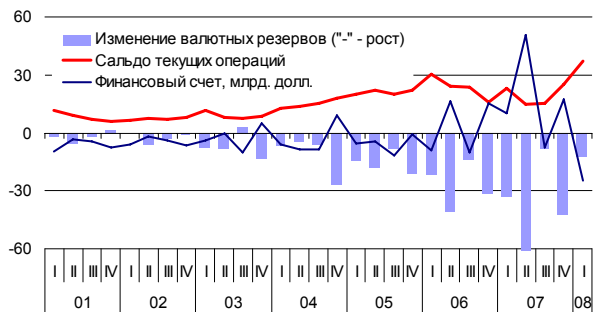
Источник: Банк России.

### Чистый приток/отток капитала (млрд. долл.)



Источник: Банк России.

### Изменение валютных резервов (млрд. долл.)



Источник: Банк России.



## Денежные показатели

### **В апреле приток капитала возобновился**

#### **Все готовились к худшему, но недостатка в ликвидности пока нет**

Масштабный рост резервов в марте был вызван переоценкой активов в евро, составившей около 13 млрд. долл. (весь прирост резервов выразился значением 16 млрд. долл.). Это означает, что чистый отток частного капитала в этом месяце продолжался, составив около 11,7 млрд. долл.

Основной особенностью марта стал рост валютного ФОРа банков, вызвавший сокращение широкой денежной базы. Это может стать предвестником усиления «евроизации» депозитов банковской системы.

Не отмечалось в марте и роста наличных денег в обращении, что способствовало ослаблению проблемы дефицита ликвидности (дефицит ожидался в конце месяца). Средняя ставка МИАКР (1 день) в этот период стабилизировались на уровне 4,4% (4,3% в феврале).

В апреле, на фоне продолжающегося повышения цен на нефть и сохраняющегося риска девальвации доллара, чистый отток частного капитала сменился его притоком – около 4 млрд. долл. В этих условиях банки смогут удовлетворить сезонно растущий в конце апреля спрос на наличные деньги и располагать ликвидностью для налоговых выплат.

Один из индикаторов нормальной ситуации с ликвидностью – низкий спрос банков на первом аукционе по размещению временно свободных средств бюджета (23,6 млрд. руб.).

*Оксана Осипова, Мария Крымская*



## Денежные показатели

### Объем денежного предложения (млрд. руб.)

	фев.07	мар.07	фев.08	мар.08
Денежная масса (M2X)	10175	10895	14640	14419
темпы роста,%	2,7	7,1	2,0	-1,5
Наличные деньги в обращении	2882	2943	3794	3794
темпы роста,%	2,0	2,1	0,8	0,0
Резервные деньги	8043	8705	12386	12773
темпы роста,%	2,0	8,2	1,5	3,1
Денежная база (широкая)	3714	4209	4955	4871
темпы роста,%	-0,6	13,3	0,5	-1,7
Денежная база (узкая)	3074	3092	4009	4052
темпы роста,%	1,9	0,6	2,2	1,1
Мультипликатор	2,74	2,59	2,95	2,96

Источники: Банк России, Центр развития.

### Динамика денежного предложения (млрд. руб.)

	январь-март 07		январь-март 08	
	к началу года	март 07 (r/r)	к началу года	март 08 (r/r)
Денежная масса (M2X)	28,2		12,1	
темпы роста,%	0,3	42,1	0,1	43,9
Наличные деньги в обращении	-179,9		-324,3	
темпы роста,%	-5,9	42,3	-7,9	31,6
Резервные деньги	158,5		347,3	
темпы роста,%	2,0	47,3	2,9	54,0
Денежная база (широкая)	-408,2		-558,8	
темпы роста,%	-9,9	39,6	-10,1	33,4
Денежная база (узкая)	-134,6		-259,9	
темпы роста,%	-4,2	42,3	-6,1	30,4

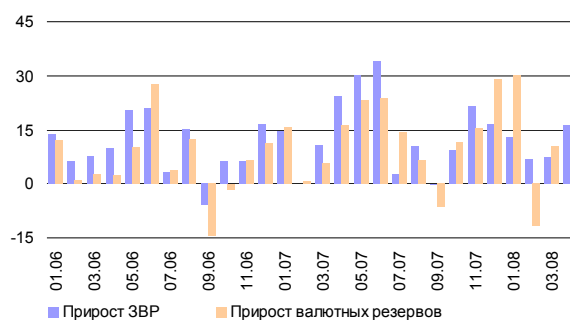
Источники: Банк России, Центр развития.

### Изменение ликвидности и резервных денег (млрд. руб.)

	фев.07	мар.07	фев.08	мар.08
Денежная база (в широком определении)	3714	4209	4955	4871
наличные деньги в обращении	2882	2943	3794	3794
корреспондентские счета кредитных организаций в ЦБ	400	518	588	596
обязательные резервы	211	210	317	339
депозиты банков в Банке России	58	246	126	123
облигации Банка России у кредитных организаций	166	294	129	19
Средства бюджета в ЦБ	4226	4392	6386	6660
Резервные деньги	8043	8705	12386	12773

Источники: Банк России, Центр развития.

### Динамика резервов ЦБР (млрд. долл.)



Источники: Банк России, Центр развития.

### Структура денежного предложения (в %)

	фев.07	мар.07	фев.08	мар.08
<b>Структура резервных денег</b>	100	100	100	101
Наличные деньги в обращении	35,8	33,8	30,6	29,7
Средства банков в ЦБ	10,4	14,6	9,4	8,4
ФОР	2,6	2,4	2,6	2,7
корсчета	5,0	6,0	4,7	4,7
депозиты	0,7	2,8	1,0	1,0
прочие	2,1	3,4	1,0	0,1
Средства бюджета в ЦБ	52,5	50,5	51,6	52,1
Прочие	1,2	1,2	8,4	10,7

Источники: Банк России, Центр развития.



## Государственные финансы

### **В апреле бюджет получит порядка 330 млрд. руб. НДС**

### **Нефтегазовые доходы достигли 11,1% ВВП**

### **Средства бюджета слишком дороги для банков**

В марте 2008 г. доходы федерального бюджета, в отличие от января-февраля, были ниже прошлогоднего уровня (20% ВВП против 21,7% ВВП). Однако особого беспокойства это не вызывает. Единственной причиной снижения доходов, как и в феврале, было выпадение НДС. Компенсацию бюджет получит в апреле, когда поступление квартального НДС, по нашей оценке, составит около 330 млрд. руб.

Ситуация с другими налогами складывается вполне благополучно. В марте налог на прибыль дал федеральному бюджету 3,2% ВВП (год назад – 3,1% ВВП). Февральский всплеск поступления этого налога, скорее всего, объяснялся разовой проплатой одного из крупных налогоплательщиков. Но динамика сальдированного финансового результата экономики (прибыль минус убыток) за январь-февраль (35,9% – г/г) позволяет надеяться на быстрый рост поступлений налога на прибыль во втором квартале.

Нефтегазовые доходы в марте вновь с лихвой компенсировали брешь от выпадения НДС. По нашей оценке, они составили 11,1% ВВП, что почти на 3 п.п. больше, чем в марте 2007 г. Повышение цен на нефть продолжает питать бюджет, хотя с ростом цены нефти на 1 долл./барр. бюджет год назад получал дополнительные 0,15% ВВП доходов, а в этом марте – 0,12% ВВП (главная причина снижения «отдачи» относительно ВВП – укрепление рубля к доллару).

Уровень непроцентных расходов бюджета в марте снизился до 16,2% ВВП, оставаясь тем не менее на 1 п.п. выше уровня аналогичного периода прошлого года. Официальная оценка величины кассовых непроцентных расходов федерального бюджета за февраль была понижена с 19,8 до 16,8% ВВП – в основном за счет расходов по разделу «Национальная оборона», которые оказались на 57,7 млрд. руб. ниже первоначальной оценки. С учетом этого исполнение бюджета по расходам стало более равномерным.

В апреле началось размещение свободных бюджетных средств на депозитах коммерческих банков (см. «Комментарии»). Балансируя между задачами поддержания ликвидности банков и контроля над инфляцией, правительство сильно перестраховалось. «Короткие» и достаточно дорогие деньги (а именно такие условия были предложены на двух прошедших аукционах) практически не находят спроса и вряд ли пойдут на выдачу кредитов. Банки прибегнут к данной мере лишь в крайнем случае, если не найдут другого способа поддержания ликвидности. В иной ситуации они предпочтут решать свои проблемы за счет сокращения кредитов.

*Наталья Акиндинова, Наталья Ивликова*

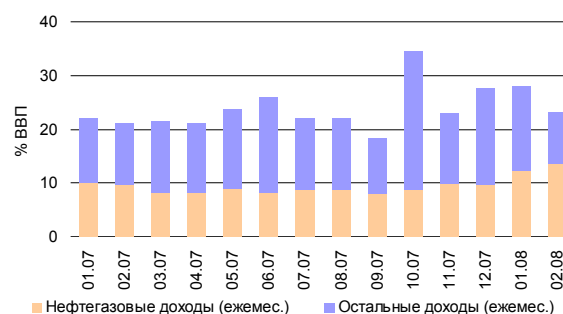
## Государственные финансы

### Кассовое исполнение федерального бюджета

% ВВП	мар.07	мар.08	янв.- мар. 07	янв.- мар. 08
<b>Доходы – всего</b>	<b>21,7</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,5</b>
ФНС	10,2	7,6	10,3	9,6
ФТС	10,1	11,6	10,3	12,2
Другие	1,3	0,8	1,1	1,7
<b>Расходы – всего</b>	<b>16,2</b>	<b>17,2</b>	<b>14,4</b>	<b>16,8</b>
На обслуживание госдолга	1,0	1,0	0,6	0,6
Непроцентные	15,2	16,2	13,8	16,2
Профицит/Дефицит (-)	5,5	2,8	7,3	6,7
Сальдо внешнего долга	-0,6	-0,5	-0,5	-0,2
Сальдо внутреннего долга	0,2	-1,1	0,9	0,5
Приватизация и др. внутренние источники, включая курсовую разницу	0,3	-0,4	-0,1	-0,4
Прирост остатков	-5,5	-0,8	-7,6	-6,5

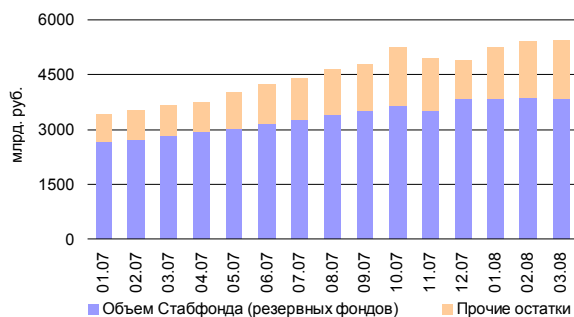
Источник: Минфин России.

### Доходы федерального бюджета (в % ВВП)



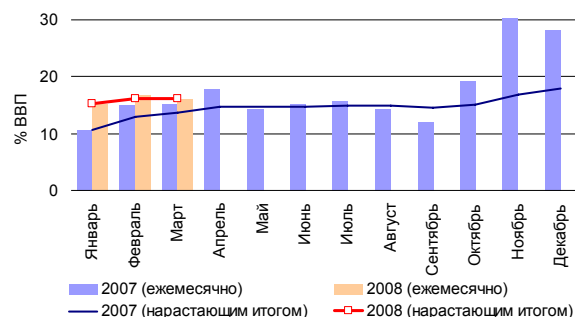
Источник: Минфин России.

### Резервные фонды и прочие остатки федерального бюджета



Источник: Минфин России.

### Непроцентные расходы федерального бюджета (касса)



Источник: Минфин России.



## Банковский сектор

### **Депозиты предприятий и населения растут, особенно валютные**

### **Крупнейшие банки покупают ценные бумаги, остальные – продают**

### **Убыточных банков меньше, но прибыль банковской системы не растет**

После январской стагнации активы банковской системы в феврале текущего года вновь показали неплохие темпы роста (2,9% против 2,5% в феврале 2007 г.). Основной фактор – увеличение депозитной базы населения и предприятий.

Депозиты предприятий выросли за февраль на 137,2 млрд. руб. Объем вкладов физических лиц увеличился за этот месяц на 98 млрд. руб.; довольно динамично выросли их депозиты в иностранной валюте: за январь-февраль они пополнились на 29,7 млрд. руб. (в феврале – на 19,5 млрд. руб.). Это ненамного меньше прироста рублевых депозитов (35,6 млрд. руб.) и эквивалентно 80% прироста вкладов населения в иностранной валюте за весь 2007 г. Всплеск интереса к иностранной валюте, по-видимому, объясняется растущей популярностью вкладов в евро, которые замещают долларовые депозиты, а также краткосрочным «иррациональным» мотивом в сберегательном поведении населения (под влиянием слухов о деноминации, президентских выборов и т.п.).

На фоне расширения депозитной базы населения ускорилось кредитование физических лиц, заметно опередив кредитование нефинансовых организаций – впервые с октября 2007 г. На активной стороне банковского баланса продолжилось сокращение вложений банков в ценные бумаги, хотя и не столь радикальное, как в январе (в феврале – на 64 млрд. руб., в январе – на 120,4 млрд. руб.). Тем не менее вложения 30 крупнейших банков в ценные бумаги, напротив, выросли на 42 млрд. руб. Ведущие кредитные организации укрепили свои позиции и в относительном выражении: их доля в ценных бумагах, приобретенных банковским сектором, на конец февраля составила 82% (на конец января – 77%).

Ситуация с ликвидностью в феврале ожидаемо ухудшилась: ликвидные активы сократились до 7,1% против 8,1% в предыдущем месяце. Наибольший отток средств наблюдался в последней декаде февраля, когда осуществлялись налоговые выплаты. Соответственно, усилилась нагрузка на систему рефинансирования Банка России (объемы операций РЕПО к концу месяца в отдельные дни составляли около 200 млрд. руб.) Однако в целом этот период был пройден в штатном режиме. Банк России вновь оказал банкам должную (и немалую) поддержку – его кредиты, предоставленные коммерческим банкам, за февраль увеличились почти в 5 раз – со 43 до 198 млрд. руб.

Эффективность банковской деятельности в феврале несколько улучшилась: число убыточных банков сократилось с 21% по итогам января до 17%. Впрочем, объем прибыли в феврале вообще не вырос (год к году), составив порядка 30 млрд. руб.

*Михаил Столбов*

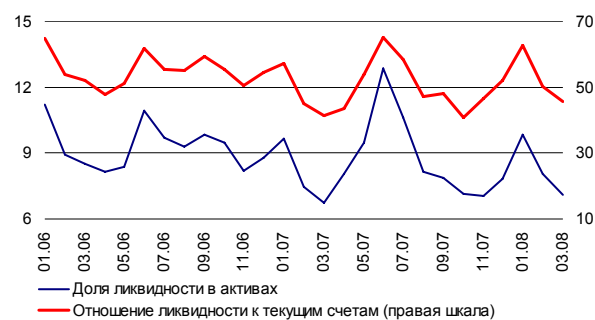
## Банковский сектор

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

	2007 г.		2008 г.	
	Февраль	Март	Февраль	Март
<b>Активы</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Кредиты предприятиям	43,4	43,5	48,1	47,7
Кредиты населению	14,9	15,0	16,3	16,3
Госбумаги	4,2	4,0	3,0	2,7
Корпоративные бумаги	7,5	7,6	6,6	6,2
МБК	7,8	8,7	7,5	8,6
Ликвидные активы	7,5	6,8	8,1	7,1
Прочие активы	14,8	14,4	10,5	11,3
<b>Пассивы</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Капитал	12,3	12,0	13,8	13,5
Средства физических лиц	27,0	27,2	25,4	25,2
Средства предприятий	32,3	32,4	34,9	34,5
МБК	12,1	12,1	14,0	14,1
Долговые обязательства	6,9	6,8	5,6	5,5
Прочие пассивы	9,5	9,4	6,3	7,1

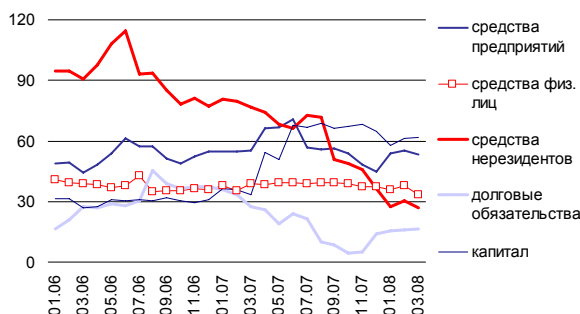
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

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



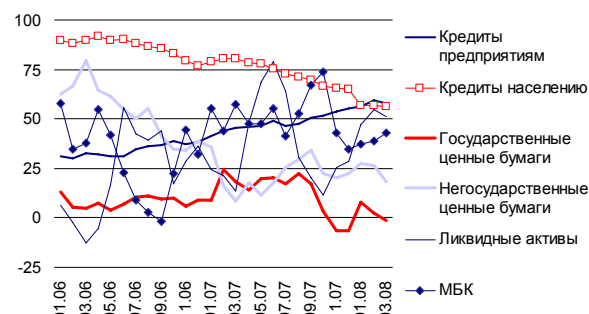
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

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



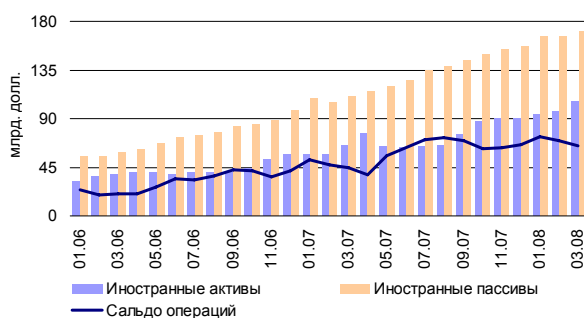
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

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



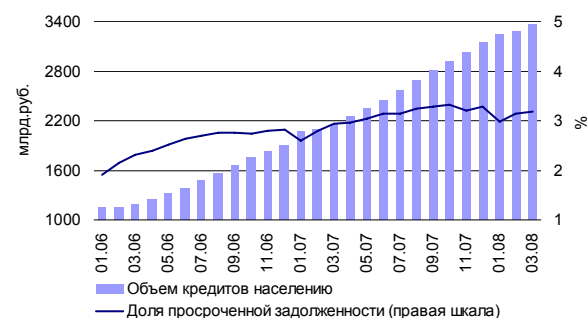
Источники: Банк России, расчеты Центра развития.

### Иностранные 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

### Низкая волатильность госбумаг и корпоративных облигаций

#### На рынке акций ожидается боковой тренд

Снижение объема рублевой ликвидности в апреле 2008 г. не оказало значимого воздействия на рынок рублевых облигаций: доходность ОФЗ с конца марта изменялась в узком диапазоне 6,82–6,9% годовых. А средства коммерческих банков на корсчетах и депозитах в Банке России сократились за этот период с 800 до 560 млрд. руб. (22 апреля). По всей видимости, повышенному интересу к рублевым корпоративным облигациям способствовали невысокая волатильность на рынке госбумаг и, возможно, чистый приток иностранного капитала. Доходность корпоративных облигаций снизилась с максимального значения 9,12% (24 марта) до 8,6% годовых в конце апреля. Но спрэд в доходности между корпоративными и государственными рублевыми облигациями по-прежнему весьма внушительный. Это свидетельствует об усилившихся за последние годы рисках неплатежей по долговым обязательствам. Актуальность данной проблемы резко возрастает в условиях дефицита ликвидности на мировом рынке капитала (точнее, в условиях недоверия между участниками рынка).

Низкая волатильность была характерна и для российских еврооблигаций: в апреле доходность этих бумаг, погашаемых в 2030 г., изменялась в диапазоне 5,31–5,42% годовых.

Стала устойчиво расти доходность десятилетних US-Treasuries. Как следствие, спрэд между российскими и американскими облигациями сократился до уровня 150 б.п. (при локальном максимуме в 205 б.п. во второй половине марта). Учитывая повышение в мире потребительских цен, можно ожидать от властей ужесточения денежно-кредитной политики. Это касается не только России и ряда других стран, но и США, которые в последнее время снижали ставки для локализации финансового кризиса. Однако состояние российской экономики пока не внушает серьезных опасений, в то время как в США экономический кризис не за горами. В этих условиях доходности бумаг будут расти, но разными темпами. Спрэд российских евробондов к US-Treasuries, скорее всего, будет постепенно дрейфовать к «справедливому», на наш взгляд, уровню, соответствующему 100 б.п.

В апреле российский фондовый индекс несколько повысился (РТС увеличился на 3,3% – до уровня 2122,5 пункта). При этом оказали влияние как рост цен на нефть – ключевой товар российского экспорта, так и положительная динамика американского рынка акций. Однако в США рост рынка стал следствием снижения ставок ФРС, низкий уровень которых не позволяет надеяться на долгосрочность такой политики. А цены на нефть, как уже очевидно для всех, «зашкаливают» за все разумные пределы. Так что на российском фондовом рынке в ближайшие недели мы предполагаем боковой тренд с большой вероятностью снижения в случае разворачивания пружины мировой рецессии.

*Сергей Пухов*



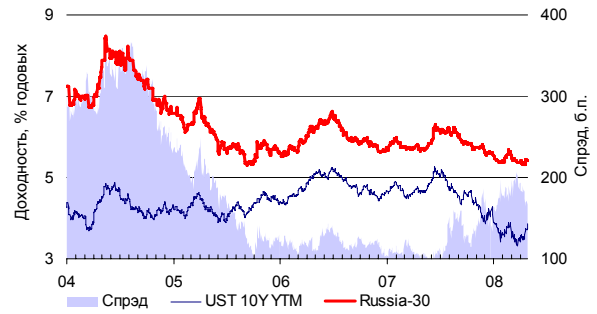
Финансовые рынки

**Доходность ОФЗ и рублевая ликвидность**



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

**Доходность и спрэд суверенных облигаций**



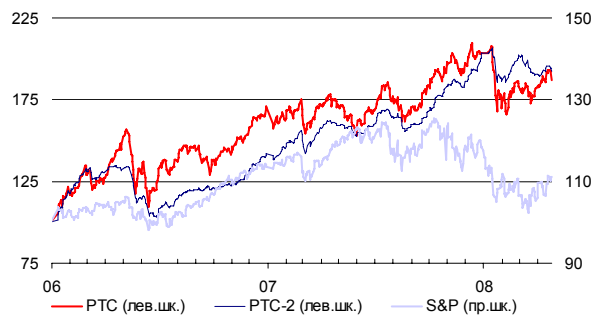
Источник: Investfunds.

**Доходность рублевых облигаций (в %)**



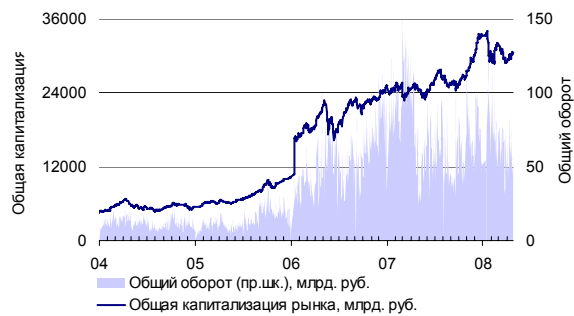
Источники: Банк России, ИА «Cbonds».

**Фондовые индексы (30.12.2005=100%)**



Источник: Investfunds.

**Оборот и капитализация рынка акций**



Источник: Investfunds.

**Отраслевые индексы (30.12.2005=100%)**



Источник: РТС.



## Мировая экономика

### **Темпы роста ВВП и промышленности снижаются**

### **Инфляция повсеместно растет**

### **Большинство нацбанков снижает ставки, но ЕЦБ может свою ставку повысить**

С американского рынка жилой недвижимости и рынка труда по-прежнему поступают негативные сигналы. Повсеместно ускоряется инфляция. В еврозоне она уже почти в полтора раза превышает целевой ориентир ЕЦБ («несколько меньше 2% в год»). Усиливаются, судя по опросам предпринимателей, ожидания спада в промышленности всех основных развитых стран. Доллар продолжает ослабевать, но отрицательное торговое сальдо США пока не сокращается (прежде всего – вследствие роста цен на импортируемую нефть), так что один из важнейших дисбалансов мировой экономики и связанные с ним риски сохраняются.

В США число рабочих мест в частном несельскохозяйственном секторе за последние пять месяцев сократилось на 326 тыс. Это может предвещать скорое начало рецессии, поскольку неблагоприятные изменения на рынке труда способны заметно ослабить расширение потребительского спроса, стагнация которого неминуемо отразится на темпах роста ВВП США. Поэтому, хотя первый квартал американская экономика миновала достаточно благополучно (темп роста ВВП составил 2,5% – г/г), пока рано говорить о том, что «худшее уже позади».

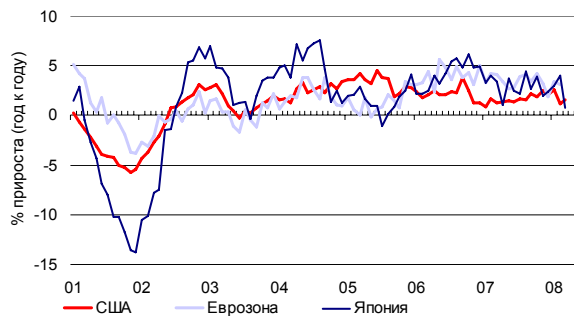
Осознавая опасность рецессии, центральные банки действуют достаточно активно. В апреле снизили ставки Банк Англии и Банк Канады. Провели аукционы по предоставлению дополнительной ликвидности Национальный банк Швейцарии и Европейский центральный банк. На заседании 30 апреля 2008 г. ФРС понизила свою базовую ставку на 0,25 п.п. Между тем положение центральных банков остается довольно сложным: им нужно противостоять одновременно повышению цен и замедлению темпов роста экономики. В особенно непростой ситуации находится ЕЦБ: его мандат фактически требует в нынешней ситуации повышения ставок. Последствия такого решения, учитывая не слишком вдохновляющее состояние европейской экономики, могут быть достаточно драматичными.

*Сергей Смирнов*



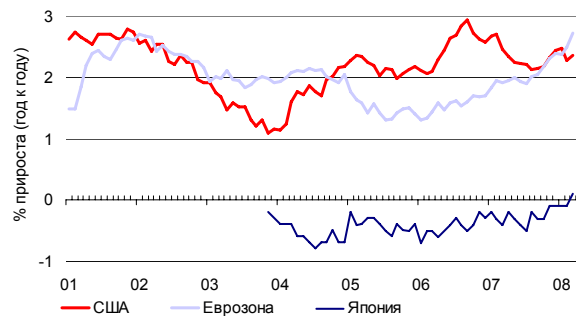
Мировая экономика

**Индексы промышленного производства**



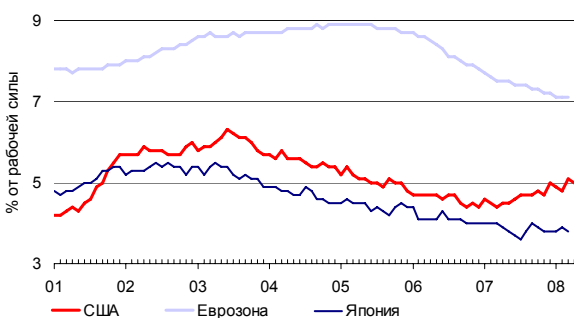
Источники: US FRS, Eurostat, Japan METI.

**Базовые индексы потребительских цен\***



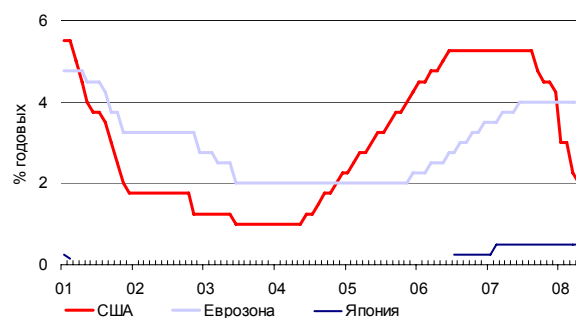
\* Без пищевых продуктов и энергии.  
Источники: US BLS, Eurostat, Japan SBSC.

**Уровень безработицы**



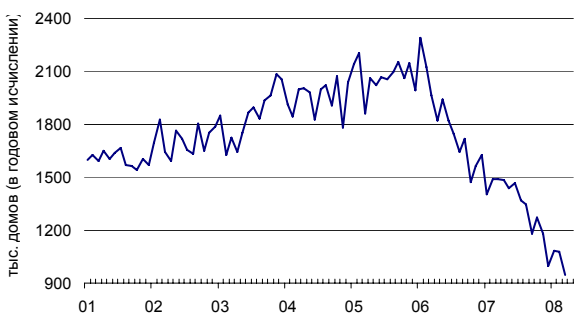
Источники: US BLS, Eurostat, Japan SBSC.

**Ставки центральных банков**



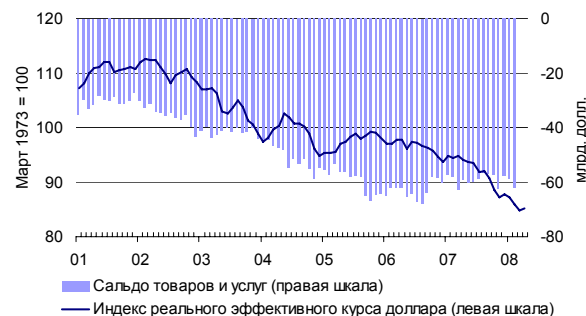
Источники: US FRB, ECB, BoJ.

**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

*Михаил Столбов*

### **Нужны ли банкам бюджетные деньги?**

---

Осенью 2007 г. банки пережили несколько напряженных месяцев, испытав чувствительную нехватку ликвидности. После этого денежные власти и банковское сообщество стали всерьез рассматривать возможность размещения временно свободных средств бюджета на банковских депозитах как одну из мер недопущения рецидивов кризиса ликвидности. Данная инициатива получила политическую поддержку Президента и правительства РФ. 9 апреля Министерство финансов РФ обнародовало приказы, устанавливающие порядок отбора банков к участию в аукционах по размещению этих средств и порядок расчета лимитов на соответствующие кредитные организации (приказы № 40н, 41н и 42н). Это сделало возможным практическую реализацию обозначенной идеи.

#### **Первый блин комом...**

17 апреля состоялся первый аукцион, на котором предполагалось разместить до 300 млрд. руб. временно свободных средств. (Ранее, в связи со значительным масштабом налоговых выплат, приходящихся на конец апреля, говорилось о сумме в 600 млрд. руб.) Однако и сниженный лимит оказался «выбран» лишь на 8%; по данным Минфина, приток средств в банковскую систему по итогам аукциона составил 23,6 млрд. руб.

Спрос оказался столь низким в основном из-за высокой процентной ставки, затребованной Минфином, – 7,25% годовых. Это практически на 1 п.п. выше ставки по операциям РЕПО Банка России и стоимости заимствований на «межбанке». Срок размещения (1 месяц) также не способствовал повышению активности участников. Коммерческие банки, объединенные под эгидой Ассоциации российских банков (АРБ), хотели бы получать бюджетные средства как минимум на полгода и с премией максимум в 0,25–0,5 п.п. к ставкам по операциям РЕПО в Банке России.

Процедура проведения аукциона также вызвала нарекания. Банки подавали заявки в системе «Рейтерс-Дилинг» «вслепую», которые удовлетворялись без публичного объявления получателей бюджетных ресурсов. В итоге известно лишь общее количество участников – 8 и то, что среди них был Сбербанк... Нет, наконец, и официального перечня банков, имеющих право на участие в аукционах: в приказе Минфина № 40н перечислены лишь сами критерии отбора – международные рейтинги и величина собственного капитала.

В ходе второго аукциона, состоявшегося 24 апреля, было размещено тоже немного средств – 17,7 млрд. руб. (при лимите в 250 млрд. руб.) с участием 10 кредитных организаций. Первые аукционы стали своеобразным тест-драйвом со стороны как банков, так и Минфина.

#### **Чего ждать дальше?**

На основании невразумительных итогов первых двух аукционов не стоит делать вывод, что размещение бюджетных средств в банках – мера излишняя. Уровень ликвидности (сумма депозитов банков в ЦБР и средств на корсчетах) с начала третьей декады апреля находится на весьма низком уровне (около 600 млрд. руб.). Повышение Банком России ставки рефинансирования 28 апреля вызвало нервность среди участников



межбанковского рынка – ставки по кредитам превысили 10% годовых. Это стимулировало спрос на операции прямого РЕПО, объем которых за два дня вырос с 10 до более чем 200 млрд. руб. Таким образом, аукционы по размещению бюджетных средств как мера денежно-кредитной политики еще получают возможность проявить свою состоятельность – если не в апреле-мае, то, например, в июне-июле, когда налоговые выплаты совпадают по времени с необходимостью рефинансировать значительную часть внешнего банковского и корпоративного долга. Размещение бюджетных средств по ставке 7,25% станет привлекательным для банков при повышении межбанковских ставок хотя бы до 8% годовых – даже из чисто спекулятивных мотивов (для последующего размещения их на «межбанке»). Поэтому число участников аукционов в таких условиях будет расти, стремясь к предельной отметке в 30–35 банков (столько кредитных организаций имеют право участвовать в аукционах).

Вместе с тем размещение в банках средств бюджета, равно как и средств госкорпораций, полезно лишь в качестве временного стабилизатора. В стратегическом плане данная мера не меняет инфраструктуру рефинансирования: основными получателями средств в рамках таких аукционов останутся госбанки. Три четверти совокупного лимита приходится на Сбербанк, банки группы ВТБ и Газпромбанк. Методика отбора кредитных организаций, установленная Минфином, сокращает возможности получения бюджетных ресурсов крупными частными банками – корпоративными кредиторами «Альфа-Банк», «МДМ-Банк», Транскредитбанком. Не говоря уже о средних региональных банках, которые как не имели доступа к рефинансированию, так и не будут его иметь при размещении госресурсов в банковской системе.

В результате бюджетные аукционы лишь искусственно увеличат концентрацию в отечественном банковском секторе, не решая фундаментальной задачи – повышения сберегательной активности населения. К тому же возможности бюджета «делиться лишним», так же как и ресурсы, необходимые для создания новых госкорпораций, жестко зависят от макроэкономической конъюнктуры.

Итак, аукционы по размещению бюджетных средств, как нам представляется, еще покажут свою значимость для снятия напряженности с ликвидностью, но фактором долгосрочного развития банковской системы они, конечно, стать не способны.



*Авторский коллектив*

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

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